

1/2024/SP (30) 22 kwietnia 2024

Analityk: Tomasz Rodak, CFA,
t.rodak@bossa.pl, +48 797 487 381

Sektor: Gry wideo

Lichthund

Podsumowanie

Lichthund jest niezależnym deweloperem gier komputerowych zlokalizowanym w Warszawie. Misją firmy jest produkowanie wysokiej jakości gier z wykorzystaniem nowatorskich technologii i ich sprzedaż do globalnego odbiorcy. Studio Lichthund powstało w 2015 r. i dotychczas wprowadziło na rynek jedną grę pt. *Lightspeer*, która została pozytywnie oceniona przez graczy (84% opinii na platformie Steam jest pozytywnych). Świadczy to o wysokich kompetencjach zespołu deweloperskiego.

Aktualnie Spółka znajduje się w zaawansowanej fazie produkcji dwóch gier: *Food Truck Empire* oraz *Bulldog* (robocza nazwa), których premiery są spodziewane w tym i przyszłym roku. Spółka ma również podpisaną umowę wydawniczą z uznanym wydawcą (Team 17) dotyczącą gry *Bulldog*. W dalszych planach jest również wydanie kolejnych gier o nazwach roboczych *Husky* i *Labrador*.

Uważamy, że *Lichthund* jest interesującą spółką, której walory zostały docenione przez znaczącego gracza branżowego (Team 17). Spółka znajduje się obecnie w bardzo atrakcyjnym momencie cyklu produkcyjnego z punktu widzenia inwestora: posiada zabezpieczone finansowanie produkcji swoich dwóch nowych gier, a ich premiery planowane są w bardzo bliskim horyzoncie czasowym. Dodatkowo, z trwającej emisji akcji, Spółka chce pozyskać środki na produkcję trzeciej gry, które można traktować jako poduszkę finansową w przypadku niepowodzenia najbliższych premier.

Spółka w ramach oferty publicznej zamierza pozyskać wpływy brutto w wysokości około 7,5 mln zł, emitując nie więcej niż 70 000 akcji. Pozyskane środki mają być przeznaczone głównie na produkcję nowej gry o roboczej nazwie *Husky*.

Strategia rozwoju

Model biznesowy Lichthund opiera się na produkcji i sprzedaży innowacyjnych gier segmentu *indie premium*. Lichthund dąży do tworzenia gier o wysokich wartościach produkcyjnych, dobrej jakości rozgrywce oraz unikalnych mechanikach, które przyciągną uwagę szerokiej grupy graczy. Kluczowym elementem strategii jest utrzymanie statusu niezależnego studia produkującego gry. Spółka dąży do zachowania pełnej kontroli nad procesem twórczym i podejmowaniem decyzji, co pozwoli na realizację wizji bez kompromisów. Przy rozwoju gier Spółka będzie współpracować zarówno z uznanymi wydawcami, którzy mogą zapewnić dodatkowe środki finansowe, jak i wykorzystywać model self-publishingu, który umożliwi bezpośredni kontakt ze społecznością graczy.

Podstawowe dane

MSSF		2022	2023
Przychody	PLN mln	0.2	2.7
EBITDA	PLN mln	-0.6	-0.6
EBIT	PLN mln	-0.6	-0.6
Zysk netto	PLN mln	-0.4	-0.6
Dług netto	PLN mln	0.3	1.2

Źródło: Spółka

Harmonogram oferty publicznej

Publikacja Memorandum (rozpoczęcie Oferty)	15.04.2024
Road Show	12-19.04.2024
Ustalenie Ceny Maksymalnej lub Przedziału Cenowego	19.04.2024
Budowa Księgi Popytu (do godz. 15.00)	22-25.04.2024
Ustalenie przez Zarząd Spółki Ceny Akcji Oferowanych	25.04.2024
Zapisy na Akcje w Transzy na Zaproszenie	26.04.-7.05.2024
Zapisy na Akcje Oferowane w Transzy Otwartej	26.04.-8.05.2024
Przydział Akcji Oferowanych	10.05.2024
Rejestracja podwyższenia kapitału w KRS	4-6 tygodni po przydziale
Przewidywany termin wprowadzenia do obrotu oraz rozpoczęcia notowań akcji na New Connect	4-6 tygodni po przydziale

Źródło: Spółka

Nadchodzące wydarzenia

- Wydanie dema gry *Food Truck Empire*: czerwiec 2024
- Premiera gry *Food Truck Empire*: 2 poł. 2024
- Premiera gry *Bulldog*: 1 poł. 2025
- Premiery gier *Husky* i *Labrador*: po roku 2026

Katalizatory

- Spore doświadczenie branżowe oraz dotychczasowe dokonania członków zespołu Lichthund
- Wysoka jakość i oceny pierwszej produkcji *Lightspeer*.
- Zaangażowanie uznanego wydawcy (Team 17) w uwiarygadnia projekt *Bulldog*
- Zabezpieczone finansowanie dwóch nowych gier
- Bliskie terminy premier dwóch nowych gier
- Środki z emisji nowych akcji zabezpieczają finansowanie trzeciej gry
- Umocnienie się dolara wobec PLN

Ryzyka

- Niepowodzenie nowych gier.
- Trudne otoczenie rynkowe dla sektora gier.
- Podaż akcji od założycieli po ustaniu umów lock-up
- Oslabienie się dolara wobec PLN

W portfelu produkcyjnym Lichthund znajduje się obecnie 4 tytuły: *Food Truck Empire* (debiut planowany w II poł. 2024 r.), gra o nazwie kodowej *Bulldog* (debiut planowany w I poł. 2025 r.) oraz gry o nazwach roboczych *Husky* i *Labrador*, które Spółka zamierza rozwijać w ciągu najbliższych kilku lat.

Lightspeer

Lightspeer to pierwsza gra Studia, która została wydana w 2015 r. na platformę PC oraz w kolejnych latach na pozostałe platformy (w tym konsole). *Lightspeer* to arcadowy symulator rzucania świetlaną włócznią osadzony w starożytnej germańskiej przyszłości. Jest to dynamiczna gra zręcznościowa, w której gracz wciela się w wojownika uzbrojonego w świetlaną włócznię. Koszty produkcji gry sięgnęły około 250 tysięcy złotych. W swoim cyklu życia gra sprzedała około 140 tys. egz. i wygenerowała około 1 milion złotych przychodów. **Lightspeer otrzymała pozytywne opinie od graczy (84% pozytywnów na Steam), co jest istotne, gdyż świadczy o tym, że spółka jest w stanie produkować jakościowe gry, spełniające kryteria techniczne.**

Tabela 1. Lichthund; Analiza wrażliwości wyniku brutto Lichthund na sprzedaż gry Food Truck Empire (mln zł)

Food Truck Empire (19.99 USD)				Poziom break even							
Wolumen sprzedaży (tys. egz.)	20	40	50	56	70	100	150	200	250	300	
Przychód dla Lichthund	0,9	1,8	2,3	2,5	3,2	4,5	6,8	9,0	11,3	13,6	
Koszty gry (produkcja)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	
Zysk brutto dla Lichthund	-1,6	-0,7	-0,2	0,0	0,7	2,0	4,3	6,5	8,8	11,1	

Źródło: Szacunki DM BOŚ

Tabela 2. Lichthund; Analiza wrażliwości wyniku brutto Lichthund na sprzedaż gry Bulldog (mln zł)

Bulldog (24.99 USD)				Poziom break even						
Wolumen sprzedaży (tys. egz.)	100	169	200	230	300	350	400	450	500	550
Przychód dla Team 17	6,5	11,0	13,0	15,0	19,5	22,8	26,1	29,3	32,6	35,8
Recoup	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Przychód dla Lichthund	0,0	0,0	1,0	2,0	4,3	5,9	7,5	9,2	10,8	12,4
Koszty po stronie Lichthund	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Zysk brutto dla Lichthund	-2,0	-2,0	-1,0	0,0	2,3	3,9	5,5	7,2	8,8	10,4

Źródło: Szacunki DM BOŚ

Food Truck Empire

Food Truck Empire to strategia ekonomiczna typu *tycoon*, która wyróżnia się elementami automatyzacji, czerpiąc inspirację z popularnych gier takich jak *Factorio* czy *Satisfactory*. Celem gracza jest zbudowanie imperium, zaczynając od jednego food trucka serwującego proste dania oraz małej bazy z ciasnym garażem i biurem. Finalnie imperium gracza będzie posiadało centra logistyczne rozsiane po całym mieście, food parki oraz duże kampanie marketingowe widoczne na całej mapie, a także całą flotę food trucków serwujących różnorodne dania. Projekt został już w pełni sfinansowany.

Gry typu *tycoon* to skomplikowane mechanicznie produkcje z dużą rzeszą fanów. Dobrze wykonane i jakościowe *tycoon*/symulacje sprzedają się w wolumenach przewyższających 1 mln egzemplarzy (np. *Two Point Hospital*, *Timberborn*, czy *SimCity*).

Gra ma zostać wydana samodzielnie przez Spółkę w 2 poł. 2024 r. w formule Early Access. Łączny budżet produkcyjny gry wyniesie w 2,0 – 2,5 miliona złotych do momentu premiery w formule Early Access. Przy grze pracuje 6-10 osób w zależności od bieżących potrzeb. **Zakładamy, że gra zwróci koszty produkcji przy sprzedaży 56 tys. kopii (Tabela 1)**

Bulldog

Projekt *Bulldog* (tytuł roboczy) to narracyjna gra RPG z elementami zarządzania. Spółka porównuje projekt do bardzo popularnej gry *Dredge* (wydawca Team 17), która wg portalu Gamalytic sprzedała ponad 1 mln egzemplarzy od czasu premiery w marcu 2023 r. Przy grze pracuje 14-18 osób w zależności od bieżących potrzeb.

Tabela 3. Lichthund; akcjonariat przed i po emisji

Akcjonariusz	Przed emisją		Po emisji*		
	Liczba akcji	Głosy (%)	Liczba akcji	Akcje (%)	Głosy (%)
Bartosz Przemysław Pieczonka	175 318	34,20%	175 318	30,10%	30,10%
Rafał Zaremba	174 030	33,90%	174 030	29,90%	29,90%
Dariusz Zaremba	58 368	11,40%	58 368	10,00%	10,00%
Tomasz Witold Pelczar	32 526	6,30%	32 526	5,60%	5,60%
Pozostali	72 758	14,20%	72 758	12,50%	12,50%
Akcjonariusze akcji oferowanych	-	-	70 000	12,00%	12,00%
Razem	513 000	100,00%	583 000	100,00%	100,00%

*Przy założeniu sprzedaży maksymalnej dopuszczalnej liczby akcji nowej emisji (70 000).

Źródło: Spółka

Studio podpisało umowę wydawniczą z wydawcą Team 17, na mocy której wydawca finansuje produkcję. Team17 jest znany ze współpracy z niezależnymi deweloperami i wydania takich hitów jak m.in. seria *Worms*, *The Escapists*, czy *Overcooked!*.

Zgodnie z deklaracjami Spółki całkowity budżet produkcyjny gry będzie 4-5 krotnie wyższy niż w przypadku *Food Truck Empire* (w tym recoup oraz finansowanie własne). **Dlatego też zakładamy, że wysokość recoupu wyniesie około 11 mln zł, a koszt po stronie Lichthund to około 2 mln zł (całkowity budżet gry szacujemy na około 13 mln zł).** Po osiągnięciu recoupu zakładamy, że spółka otrzyma około 50% tantiemów od Team 17 (standard rynkowy). Szacujemy, że recoup zostanie osiągnięty przy sprzedaży około 169 tys. egz. (od tego momentu Lichthund zacznie otrzymywać tantiemy), natomiast zwrot pełnych kosztów Spółki nastąpi przy poziomie 230 tys. egz. (Tabela 2). Oficjalne ogłoszenie gry wraz z publikacją zwiastuna odbędzie się w najbliższych miesiącach. Premiera na PC oraz konsole powinna nastąpić w I połowie 2025 r.

Planowana emisja akcji

Spółka w ramach oferty publicznej zamierza pozyskać wpływy netto w wysokości około 6,8 mln zł, emitując nie więcej niż 70 000 akcji. Pozyskane środki mają być przeznaczone na dwa poniższe cele:

- ▲ Cel 1 – Finansowanie projektu trzeciej gry (5,3 mln zł)
- ▲ Cel 2 – Ogólne wydatki korporacyjne (1,5 mln zł)

Akcje objęte umowami lock-up

Spółka podpisała z wybranymi inwestorami umowy lock-up. Przedmiotem lock-up jest łącznie 473 909 akcji, co stanowi 92,4% wszystkich akcji w kapitale zakładowym Spółki. Część umów lock-up (obejmująca 85,3% kapitału) obowiązuje przez 12 miesięcy od wprowadzenia akcji na New Connect, a część (obejmująca 7,1% kapitału) obowiązuje do 31 grudnia 2024 r.

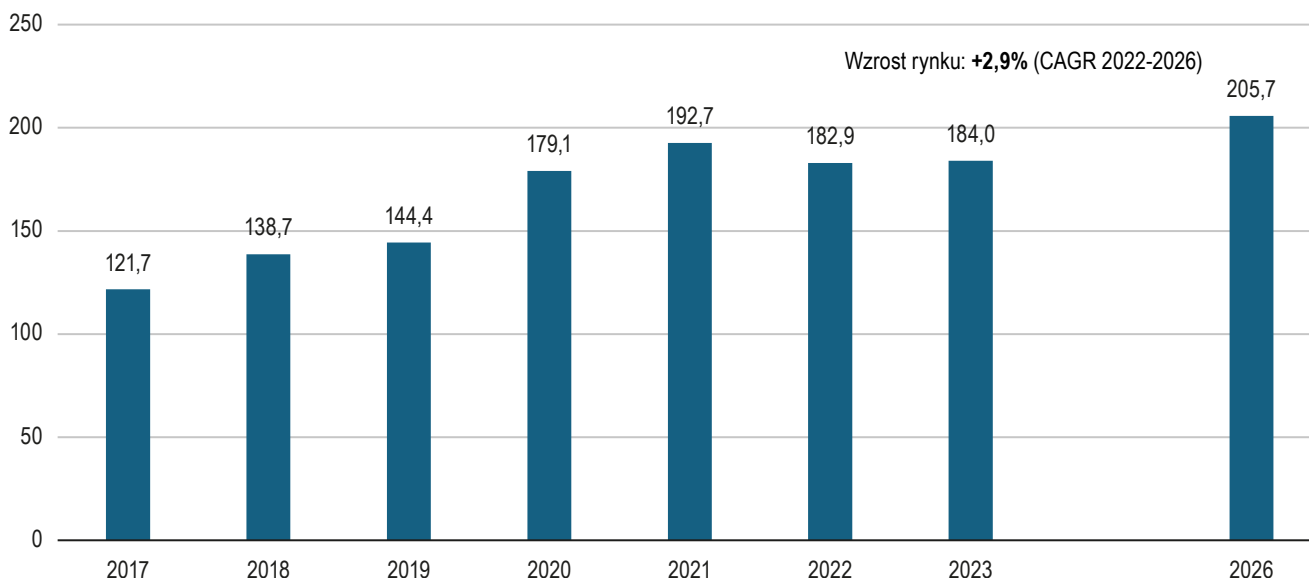
Perspektywy dla rynku

Rynek gier wideo jest rynkiem światowym. Produkcje polskich deweloperów mają szansę na sukces zarówno w Polsce jak i na całym świecie. Prognozy agencji Newzoo mówią o wzroście światowego rynku gier na poziomie CAGR 2,9% rocznie w latach 2022-2026.

Zwracamy jednak uwagę, że w ostatnich dwóch latach światowy sektor gier wideo przechodzi kryzys. Po rozkwicie związanym z pandemią koronawirusa, która spowodowała wzrost popytu na gry wideo oraz doprowadziła do powstania licznych nowych studiów deweloperskich na całym świecie, nadszedł czas ich weryfikacji. Z jednej strony obserwujemy stabilizację popytu na gry, a z drugiej strony ich znaczną nadpodaż. W obliczu ogromnej konkurencji, deweloperzy gier mają często problemy z osiągnięciem rentowności w przypadku mniejszych produkcji. Dodatkowo, strona finansująca (inwestorzy, wydawcy) jest mniej skłonna do agresywnych inwestycji. Tworzy to trudne otoczenie dla małych studiów szukających dodatkowego finansowania oraz wprowadzających swoje gry na rynek.

Należy zauważyć, że Lichthund już zabezpieczył finansowanie swoich dwóch najnowszych gier. Niemniej Spółkę nadal dotyczy ryzyko powodzenia nowej emisji akcji, a także nadpodaży gier na rynku.

Wykres 1. Wartość globalnego rynku gier 2017-2026 (mld USD)



Źródło: Newzoo

Opinia inwestycyjna

Uważamy, że Lichthund jest interesującą spółką, której walory zostały docenione przez znaczącego gracza branżowego (Team 17). Dodatkowo, pozytywne oceny pierwszej gry *Lightspeer* (ponad 80% pozytywnych na Steam) świadczą o wysokich kwalifikacjach zespołu produkcyjnego.

Lichthund znajduje się obecnie w bardzo atrakcyjnym momencie cyklu produkcyjnego z punktu widzenia inwestora: posiada zabezpieczone finansowanie produkcji swoich dwóch nowych gier, a ich premiery (a co za tym idzie – przychody) są planowane w bardzo bliskim horyzoncie czasowym (bieżący i przyszły rok). Dodatkowo, w trakcie emisji akcji Spółka chciałaby

pozyskać finansowanie na produkcję trzeciej gry, które będzie swego rodzaju poduszką finansową w przypadku niepowodzenia najbliższych premier. Spółka ma również podpisaną umowę wydawniczą z uznanym wydawcą (Team 17), która zwiększa prawdopodobieństwo sukcesu gry o roboczym tytule *Bulldog*.

Zwracamy jednak uwagę na fakt, że w ostatnich dwóch latach sektor gier wideo przechodzi kryzys związany z nadpodażą nowych gier, wynikającą z przeinwestowania w czasie pandemicznego rozkwitu, co objawia się niską rentownością nowych tytułów, a także mniejszą skłonnością do finansowania branży przez inwestorów i wydawców. Tworzy to trudne otoczenie dla małych studiów szukających dodatkowego finansowania oraz wprowadzających swoje gry na rynek.

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły $365 / (\text{przychody ze sprzedaży} / \text{średni stan należności w danym okresie})$.

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$.

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$.

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o opodatkowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopy dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych

za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu

należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedowóżaj – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

Odpisy na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązaniymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOS).

Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 22 kwietnia 2024 r., 22:40.

Dystrybucja niniejszego raportu: 22 kwietnia 2024 r., 22:50.

Raport nie jest rekomendacją w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów”. Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy”.

Niniejszy dokument ma charakter wyłącznie analityczny i nie stanowi prospektu ani innego dokumentu informacyjnego w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (dalej jako „Rozporządzenie 2017/1129”) oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. Dz. U. z 2022 r. poz. 2554, z 2023 r. poz. 825, 1723., dalej jako „Ustawa o ofercie”).

Inwestowanie w akcje wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Opis ryzyk związanych z inwestycją dostępny jest w Memorandum, części „Czynniki ryzyka”. W związku z Ofertą opublikowane zostało memorandum informacyjne sporządzone zgodnie z art. 37b ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Memorandum”) oraz w oparciu o przepisy rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 maja 2020 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne.

Memorandum nie było weryfikowane ani zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Memorandum wraz z ewentualnymi suplementami oraz komunikatami aktualizującymi do Memorandum, zostało opublikowane i jest dostępne w formie elektronicznej na stronie internetowej Lichthund SA (dalej Spółka) (<https://lichthund.com/ipo>) oraz wyłącznie w celach informacyjnych na stronie internetowej DM BOS (<https://bossa.pl>). Oferowanie akcji oferowanych odbywa się wyłącznie na warunkach i zgodnie z zasadami określonymi w Memorandum. Memorandum jest jedynym prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o akcjach oferowanych, ich ofercie i emitencie.

Nie należy podejmować decyzji inwestycyjnej przed zapoznaniem się z Memorandum oraz z wszelkimi informacjami aktualizującymi treść Memorandum.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe Spółki, jej raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami Spółki przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania.

DM BOŚ jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.). Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa.

DM BOŚ, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych DM BOŚ. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody DM BOŚ.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania potencjalnym Klientom, poprzez zamieszczenie na stronie internetowej www.bossa.pl.

DM BOŚ może dodatkowo wysłać raport za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnić za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez DM BOŚ, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich, na indywidualny wniosek Klienta.

W DM BOŚ obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

Powyższy raport został sporządzony w związku z ofertą publiczną akcji serii D Spółki, a DM BOŚ pełni funkcję oferującego na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ ze Spółką. DM BOŚ otrzymał i otrzyma wynagrodzenie z tytułu usług świadczonych w związku z emisją i ofertą akcji. Ponadto DM BOŚ pełnić będzie funkcję Pośrednika Rejestracyjnego, oraz pełnić funkcję autoryzowanego doradcy w zakresie obsługi procesu ubiegania się o wprowadzenie na rynek NewConnect dla akcji.

Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej. Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM BOŚ nie zawarł z analizowaną Spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejszy raport nie został przekazany analizowanej Spółce przed jego rozpowszechnieniem do Klientów.

Jednocześnie DM BOŚ nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka. DM BOŚ nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Spółki będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych ze Spółką po stronie osoby przygotowującej rekomendację lub osoby bliskiej. Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Spółki ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Spółki. Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską, a Spółką.

DM BOŚ nie wydawał rekomendacji obejmującej instrumenty finansowe emitowane przez Spółkę. Niniejszy raport jest pierwszym raportem adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców, publikowanym opracowaniem DM BOŚ dotyczącym Spółki.

Historia wszystkich rekomendacji wydanych przez DM BOŚ w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem: <https://bossa.pl/analizy/rekomendacje>

Maklerzy

Bartosz Janczy
tel.: +48 (22) 504 32 46
b.janczy@bossa.pl

Michał Zawada
tel.: +48 (22) 504 33 36
m.zawada@bossa.pl

Maciej Bąk
tel.: +48 (22) 504 33 78
m.bak@bossa.pl

Bartosz Zieliński
tel.: +48 (22) 504 33 35
b.zielinski@bossa.pl

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
Dobra konsumpcyjne,
Ochrona zdrowia i biotechnologia)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumpcyjne, gry wideo)

Lukasz Prokopiuk, CFA
(Surowce (Chemia, górnictwo, paliwa))

Michał Sobolewski, CFA, FRM
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja,
Dobra podstawowe i konsumpcyjne,
dystrybutorzy IT, energetyka)

Maciej Wewiórski
(Deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości, budownictwo)

Mikołaj Stępień
młodszy analityk

Michał Zamel
młodszy analityk

Copyright © 2024 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104