



Dom Maklerski BDM S.A.

SIMFABRIC

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki SimFabric za 2Q'22 okazały się gorsze od naszych oczekiwań i szacunków wcześniej przedstawionych przez spółkę (początek września). Wyraźnie powyżej naszych założeń urosły koszty usług obcych, co związane jest z realizowanymi projektami przez spółkę, co również przekłada się na obniżenie naszych prognoz co do kolejnych okresów. Ponadto w ostatnich dniach główny akcjonariusz spółki (PlayWay) rozpoczął proces wychodzenia z zaangażowania w SimFabric (planuje sprzedać wszystkie udziały = 2,81 mln akcji). Pomimo braku zaangażowania PLW we wsparcie biznesu SIM uważamy, że jest to duży cios dla spółki, gdyż posiadanie takiego akcjonariusza jest niewątpliwie dużym atutem (m.in. wzbudza wiarygodność) dla tego typu podmiotów. Ponadto wskazujemy na ryzyko potencjalnej dodatkowej emisji, w związku z budową Space Engine Lab. Dodatkowo rozczarowujący jest dla nas dalszy brak informacji/ komunikacji z rynkiem i graczami odnośnie najważniejszych realizowanych projektów. Mając powyższe na uwadze obniżamy nasze zalecenie z TRZYMAJ do SPRZEDAJ ustalając cenę docelową na poziomie 7,5 PLN/ akcję czyli 22% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Plan wyjścia PlayWaya z akcjonariatu spółki

PlayWay chce sprzedać do 2.810.000 akcji SimFabric, stanowiących 44,96% w kapitale zakładowym spółki (wartość rynkowa pakietu to 29,8 mln PLN). Pomimo, iż PlayWay nie był aktywnym akcjonariuszem i nie wspierał biznesowo spółki, posiadanie takiego akcjonariusza jest niewątpliwie dużym atutem dla tego typu podmiotów. PLW podaje, że podjął swoją decyzję badając synergię działania spółek z grupy notowanych na głównym rynku GPW, a także zbieżność ich strategii rozwoju. Przewiduje się, że transakcja zostanie zakończona w dniu 14 października 2022 roku. Przy obecnej cenie na poziomie 9,7 PLN, nasze prognozy na 2022r. implikują wskaźniki spółki na następującym poziomie: P/E adj. = 21,1x, EV/EBITDA = 10,7x. Średni dzienny obrót akcjami SimFabric na przestrzeni ostatniego miesiąca kształtował się na poziomie zaledwie równym 614 akcji na sesję (ok. 6,6 tys. PLN).

Wyniki za 2Q'22 gorsze od naszych oczekiwań i szacunków przedstawionych przez SIM

Wyniki spółki za 2Q'22 okazały się poniżej wcześniejszych szacunków przedstawionych przez nią na początku września oraz naszych oczekiwań stąd odebraliśmy je negatywnie. W omawianym okresie SIM wypracował 2,4 mln PLN przychodów (-1,0% r/r). W 2Q'22 koszty działalności operacyjnej sięgnęły 1,9 mln (+7,7% r/r). Największy koszt jak zwykle wiązał się z produkcją gier, a koszty usług obcych wyniosły 1,3 mln PLN (+11,8% r/r) i były zdecydowanie wyższe od naszych oczekiwań stąd odbieraliśmy je negatywnie. Pozycja ta, ma również wpływ na obniżenie naszych prognoz co do kolejnych okresów. W minionym kwartale spółka wygenerowała 1,1 mln PLN EBITDA (+11,8% r/r), a na poziomie zysku netto n.j.d. udało jej się wypracować 0,3 mln PLN (+55,6% r/r).

Dalszy brak informacji odnośnie najważniejszych realizowanych projektów

W naszych ostatnich rekomendacjach liczyliśmy, że w związku z progresem produkcyjnym (spółka zaksięgowała 14,9 mln PLN/ 3,3 mln EUR przychodów z trzech tworzonych w ramach umów wydawniczych gier vs 3,6 mln EUR zakontraktowanych), znajdujemy się blisko odtajniania trzech najważniejszych projektów SIM i ich debiutów. W czerwcu'22 spółka wzięła udział w Steam Next Festiwalu, gdzie zaprezentowała demo jednej z ważniejszych swoich gier czyli „ElectriX” (peak na poziomie 52). Liczymy, że tytuł ten zadebiutuje jeszcze w tym roku, jednak sugerując się peakiem dema obniżamy nasze oczekiwania co do tego projektu. Spółka powoli zaczyna wychodzić z cienia ze swoimi mniejszymi produktami (zaprezentowano również m.in. dema takich gier jak: „My Demon Wife” - peak = 18; „Mushrooms: Forest Walker” - peak = 11), jednakże wciąż nie uzyskaliśmy żadnych nowych informacji/ materiałów ani od deweloper ani wydawcy (Koch Media, Nacon) odnośnie innych ważniejszych pod kątem potencjału sprzedaży gier.

Ryzyko dodatkowej emisji akcji w związku z budową Space Engine Lab

SimFabric rozpocznie w tym roku budowę CBR (Space Engine Lab) o łącznej wartości 25,1 mln PLN (wartość kosztów kwalifikowanych wynosi 19,6 mln PLN z czego wartość dofinansowania to ok. 11,8 mln PLN). Resztę tego kosztu (13,3 mln PLN) spółka albo pokryje ze swoich środków (na koniec 2Q'22 posiadała 7,1 mln PLN) bądź wspomocze się dodatkową emisją akcji. Mając na uwadze m.in. fakt, jak bardzo ważna w gamedevie jest poduszka finansowa, uważamy, że istnieje duże ryzyko ziszczenia się drugiego wariantu (emisji).

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	0,8	1,6	10,6	9,0	10,0	12,5
EBITDA [mln PLN]	0,1	0,6	5,2	4,5	5,1	7,0
EBIT [mln PLN]	0,0	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3
Wynik brutto [mln PLN]	0,0	0,6	4,7	3,5	4,8	9,5
Wynik netto [mln PLN]	0,0	0,5	4,5	3,2	4,3	8,6
Wynik netto adj.* [mln PLN]	0,0	0,5	4,5	3,2	3,0	3,3
P/BV	25,8	4,2	3,3	1,9	1,5	1,2
P/E	122,7	13,6	18,8	14,0	7,1	6,6
P/E adj.	122,7	13,6	18,8	21,1	18,1	15,5
EV/EBITDA	101,4	10,1	11,2	10,7	7,4	5,8
EV/EBIT	106,2	11,4	14,5	16,6	12,1	11,2
DPS	0	0	0,2	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%

*-oczyszczony o zakładane przez nas dofinansowanie SEL

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

SPRZEDAJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 7,5 PLN

07 PAŹDZIERNIKA 2022, 12:50 CEST

Wycena końcowa [PLN]	7,5
Potencjał do spadku	-22%
Koszt kapitału	14,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,7
Kapitalizacja [mln PLN]	60,6
Ilość akcji [mln. szt.]	6,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	15,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-7,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	-18,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-34,3%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	45,0%
Emil Leszczyński	16,9%
Julia Leszczyńska	12,8%
Pozostali	25,4%

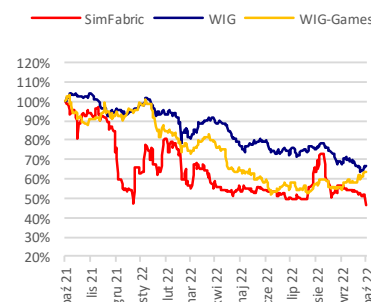
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

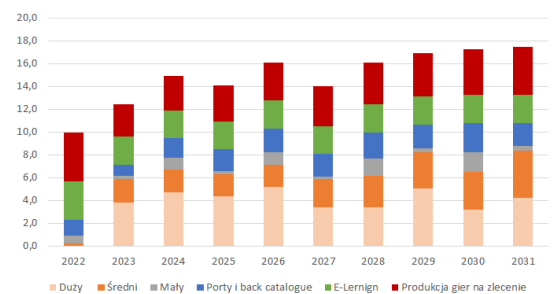
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	10

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

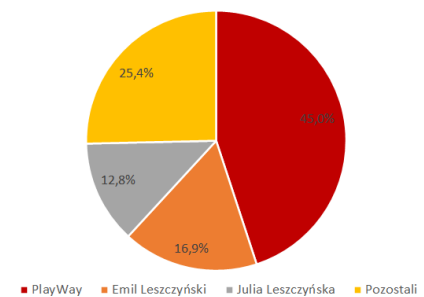
Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1,6	10,6	9,0	10,0	12,5	14,9	14,1
Zysk brutto ze sprzedaży	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1
SG&A	1,1	6,0	5,5	6,7	8,1	10,0	10,0
PPO/PKO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,6	5,2	4,5	5,1	7,0	9,5	8,7
EBIT	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1
Zysk brutto	0,6	4,7	3,5	4,8	9,5	10,2	4,1
Zysk netto	0,5	4,5	3,2	4,3	8,6	9,1	3,7
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	2,2	2,8	4,1	15,6	29,3	43,2	44,2
Wartości niematerialne	2,2	2,5	3,7	9,3	12,0	14,7	16,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,1	2,9	14,0	25,1	24,3
Aktywa finansowe	0,0	0,3	0,3	3,4	3,4	3,4	3,4
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	1,3	14,5	17,0	18,9	15,4	10,6	13,0
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	0,3	5,6	5,6	10,0	4,0	2,3	3,2
Należności pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należność z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	8,2	10,1	5,9	8,4	5,3	6,8
Pozostałe aktywa	0,0	0,4	1,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Aktywa razem	3,5	17,4	21,1	34,5	44,8	53,8	57,1
Kapitał własny	2,4	14,3	18,4	32,1	40,6	49,8	53,4
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	1,1	3,0	1,8	1,5	3,3	3,1	2,8
Pożyczki otrzymane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,8	3,0	1,7	1,5	3,2	3,1	2,8
Zobowiązania pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3,5	17,4	21,1	34,5	44,8	53,8	57,1
Dług netto	0,0	-8,2	-10,1	-5,9	-8,4	-5,3	-6,8
Dług netto/ Kapitał własny	0,0%	-57,4%	-54,8%	-18,4%	-20,6%	-10,6%	-12,7%
Dług netto/ EBITDA	0,0	-1,6	-2,2	-1,2	-1,2	-0,6	-0,8
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	1,0	5,6	0,0	6,1	19,4	15,7	7,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,1	-1,7	-2,9	-15,4	-16,9	-18,8	-5,6
Przepływy z działalności finansowej	0,9	3,3	4,8	5,1	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	0,8	7,2	1,9	-4,2	2,5	-3,1	1,5
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	122,7	13,6	18,8	14,0	7,1	6,6	16,5
P/BV	25,8	4,2	3,3	1,9	1,5	1,2	1,1
EV/ EBITDA	101,4	10,1	11,2	10,7	7,4	5,8	6,2
EV/EBIT	106,2	11,4	14,5	16,6	12,1	11,2	13,2
EV/S	37,1	4,9	5,6	5,5	4,2	3,7	3,8
MC/S	37,1	5,7	6,8	6,1	4,9	4,1	4,3
BVPS	0,4	2,3	2,9	5,1	6,5	8,0	8,6
EPS	0,1	0,7	0,5	0,7	1,4	1,5	0,6
DPS (w danym roku)	0,5	1,8	3,1	1,4	1,0	0,6	1,9
Wskaźniki	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	96,5%	548,4%	-15,4%	10,9%	25,1%	19,7%	-5,4%
EBITDA zmiana r/r	1049,0%	766,8%	-13,0%	13,7%	36,8%	35,2%	-8,3%
Zysk netto zmiana r/r	3698,1%	805,3%	-27,9%	34,6%	97,5%	6,6%	-59,9%
Marża brutto na sprzedaży	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%
Marża EBITDA	36,6%	48,9%	50,3%	51,5%	56,4%	63,7%	61,8%
Marża EBIT	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%
Marża netto	30,2%	42,2%	35,9%	43,6%	68,8%	61,3%	26,0%
ROE	21,0%	31,3%	17,5%	13,5%	21,1%	18,4%	6,9%
ROA	14,1%	25,8%	15,3%	12,6%	19,2%	17,0%	6,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 9,7 PLN.

SIM - skum. udział segmentów w podziale na potencjał w przychodach ze sprzed. [mln PLN]



SIM - struktura akcjonariatu [udział %]



Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	10,0	12,5	14,9	14,1
Najważniejsze tytuły:				
Farm&Fix	0,0	2,7	1,6	1,0
Electrix	0,3	0,5	0,3	0,2
Moon Village	0,0	0,4	0,3	0,2
Cthulhu: Books of Ancients	0,0	0,2	0,1	0,1
Mushrooms: Forest Walker	0,0	0,2	0,1	0,0
Flipper Mechanic Simulator	0,0	0,1	0,0	0,0
HERO: Flood Rescue	0,0	0,1	0,1	0,0
Ring of Life: Survive in Proxima	0,1	0,1	0,1	0,0
House Designer	0,0	1,1	3,1	2,1
Garden of Magic Mushroom	0,2	0,0	0,0	0,0
P. U. G. S. Agents	0,3	0,0	0,0	0,0
The Artifact Hunter	0,1	0,1	0,0	0,0
Podział na potencjał monetyz.				
Duży	0,0	3,8	4,7	4,4
Średni	0,3	2,1	2,0	1,9
Mały	0,6	0,3	1,0	0,3
Porty i back catalogue	1,4	1,0	1,7	1,9
Usługi e-lerningowe i pozostałe	3,4	2,5	2,5	2,5
Przychody z produkcji gier na zew. wyd.	4,3	2,9	3,0	3,1

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko związane z celami strategicznymi 2) Ryzyko związane z planowanym prowadzeniem działalności badawczo-rozwojowej 3) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 4) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników 5) Ryzyko związane z pozyskaniem kolejnych zespołów deweloperskich 6) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów 7) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 8) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branż 9) Ryzyko zmienności kursów walutowych 10) Ryzyko dodatkowej emisji akcji

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny SimFabric dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 7,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 6,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 47,1 mln PLN, czyli **7,5 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	49,5	7,9	-18,4%
B	Wycena porównawcza	41,5	6,6	-31,5%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		47,1	7,5	-22,3%

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 7,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,4x.

Główne założenia modelu:

- W naszym modelu, jeszcze w 2022r. zakładamy premiery takich gier jak: „ElectriX”, „Cthulhu: Books of Ancients” czy „Flipper Mechanic”. Prognozujemy, że w tym roku spółka wypracuje 10,0 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN EBIT oraz 4,3 mln PLN zysku netto. Zakładamy premiery gier „Architect Life” i „Farm&Fix” w 2023 r.
- W naszych założeniach spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie produkowała i wydała ok. 4 gier portowanych rocznie (produkcja 1-2 osobowy skład, czas = 12 miesięcy), 1 grę z dużym potencjałem monetyzacji na trzy lata (zewnętrzny wydawca), 2-3 o średnim potencjale monetyzacji co 2 lata (zewnętrzny wydawca) i 4-5 o niskim potencjale co 2 lata (własne wydawnictwo), jak i utrzyma „odnogę” biznesową związaną z usługą wykonania materiałów e-learningowych.
- Gry mobilne – spółka pracuje nad grami mobilnymi m.in. „Thief Stories” „Train Mechanic Simulator Mobile” oraz „Farm Expert 2021 Mobile”. Podmiot zamierza wydawać gry w formie F2P oraz monetyzować je za pomocą inappów, reklam oraz dodatkowego kontentu. W związku z brakiem track recordu spółki w tym obszarze aktualnie nie uwzględniamy tego segmentu w wynikach SIM.
- VR - spółka aktualnie pracuje nad takimi projektami jak: „Flipper Mechanic VR”, „Cthulhu: Books of Ancients VR” oraz „Moon Village VR”. Zakładamy, że proces konwertowania gier pod tą technologię zajmuje od 6 do 12 miesięcy.
- 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 10% od 2022 roku. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Dofinansowanie budowę Centrum Badawczo-Rozwojowego o łącznej wartości 11,8 mln PLN. Budowa rozpocznie się w tym roku (wtedy też pojawią się pierwsze zaliczki związane z dofinansowaniem) i powinna potrwać do 2024 roku. Łączna wartość projektu wynosi 25,1 mln PLN.
- Pod koniec 2021 r. spółka przeszła na MSSF (wcześniej UoR). Zaktualizowaniu uległa m.in. metoda wyceny nakładów ponoszonych na produkcję gier. Według nowej metody grupa zalicza nakłady na tworzenie gier do pozycji nakłady na prace rozwojowe w ramach aktywów niematerialnych.
- 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 FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 1,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 6,3 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 07.10.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki SimFabric na poziomie 49,5 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 7,9 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10,0	12,5	14,9	14,1	16,1	14,0	16,1	16,9	17,3	17,5
EBIT [mln PLN]	3,3	4,3	4,9	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
Stopa podatkowa	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
NOPLAT [mln PLN]	3,0	3,9	4,4	3,7	4,1	2,3	2,4	2,9	2,7	2,6
Amortyzacja: [mln PLN]	1,8	2,7	4,6	4,6	5,4	4,9	6,3	6,3	6,4	6,4
CAPEX [mln PLN]*	-8,5	-11,7	-13,6	-5,6	-5,6	-5,7	-6,0	-6,3	-6,5	-6,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-0,3	7,7	1,6	-1,2	0,2	-0,2	0,2	-0,2	0,2	0,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-4,0	2,6	-3,0	1,5	4,1	1,2	2,9	2,6	2,8	2,8
DFCF [mln PLN]	-3,8	2,2	-2,3	1,0	2,3	0,6	1,3	1,0	0,9	0,8
Suma DFCF [mln PLN]	4,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	118,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	35,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	39,4									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-10,1									
Dywidenda 2022 [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	49,5									
Ilość akcji [tys.]	6,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	7,9									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +1,0%

Przychody zmiana r/r	10,9%	25,1%	19,7%	-5,4%	14,1%	-12,9%	14,8%	5,4%	1,8%	1,2%
EBIT zmiana r/r	-5,9%	30,7%	14,7%	-17,4%	11,3%	-44,9%	5,3%	20,7%	-6,3%	-1,7%
FCF zmiana r/r	79,4%	-164,4%	-219,2%	-150,7%	164,7%	-69,4%	131,4%	-10,9%	8,0%	1,2%
Marża EBITDA	51,5%	56,4%	63,7%	61,8%	62,0%	52,6%	55,8%	55,7%	54,4%	53,4%
Marża EBIT	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%	28,2%	17,9%	16,4%	18,8%	17,3%	16,8%
Marża NOPLAT	29,8%	31,1%	29,8%	26,0%	25,4%	16,1%	14,8%	16,9%	15,6%	15,1%
CAPEX / Przychody	85,0%	94,0%	91,4%	39,8%	34,7%	40,7%	37,1%	37,2%	37,9%	37,0%
CAPEX / Amortyzacja	460,1%	430,8%	299,1%	121,1%	102,9%	117,3%	94,4%	100,7%	102,1%	101,0%
Zmiana KO / Przychody	3,0%	-61,6%	-10,6%	8,2%	-1,0%	1,2%	-1,0%	1,5%	-1,3%	-1,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	30,9%	-307,0%	-64,6%	-142,2%	-7,9%	-7,9%	-7,6%	28,4%	-73,6%	-112,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*- CAPEX netto bez udziału dofinansowania

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
premia za ryzyko	3%	9,6	9,9	10,2	10,6	11,1	11,5	12,0	12,6	13,2
	4%	8,1	8,3	8,5	8,8	9,1	9,5	9,8	10,2	10,6
	5%	6,9	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,2	8,4	8,7
	6%	6,0	6,1	6,3	6,4	6,6	6,7	6,9	7,1	7,3
	7%	5,2	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	6,0	6,1	6,3
	8%	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
	9%	4,2	4,2	4,3	4,4	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

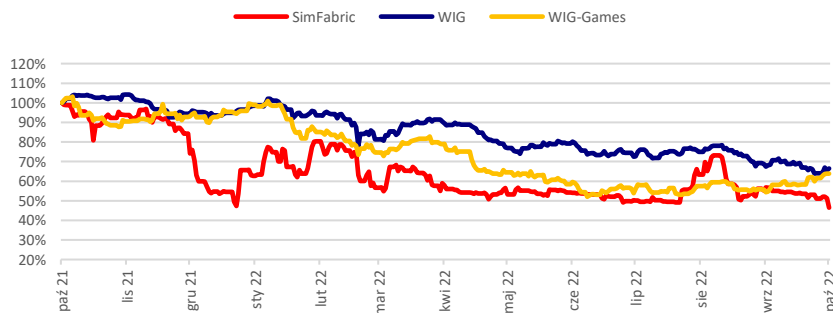
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena SimFabric metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **6,6 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	78,6	9,1	8,8	41,0	7,0	5,7
Artufex Mundi	6,6	4,0	4,1	2,6	1,6	0,9
Big Cheese Studio	10,1	6,3	6,1	8,0	4,4	4,0
BoomBit	7,5	5,2	4,4	2,7	2,2	2,1
CD Projekt	42,2	33,4	47,8	26,8	21,4	27,0
Creepy Jar	11,8	14,5	7,0	8,8	9,2	3,2
Huuuge Games	10,5	9,8	9,9	3,2	2,4	1,7
PCF Group	19,2	16,9	13,8	15,8	13,1	9,7
PlayWay	14,2	12,5	12,4	10,1	8,5	8,5
Ten Square Games	8,9	9,6	8,5	5,7	5,7	5,1
Mediana grupy	11,1	9,7	8,7	8,4	6,4	4,6
SimFabric*	14,0	7,1	6,6	10,7	7,4	5,8
Premia/dyskonto	125,3%	73,2%	76,5%	127,2%	116,9%	127,3%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	5,1	5,2	5,4	7,8	8,5	7,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]	5,2			8,0		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	6,6					

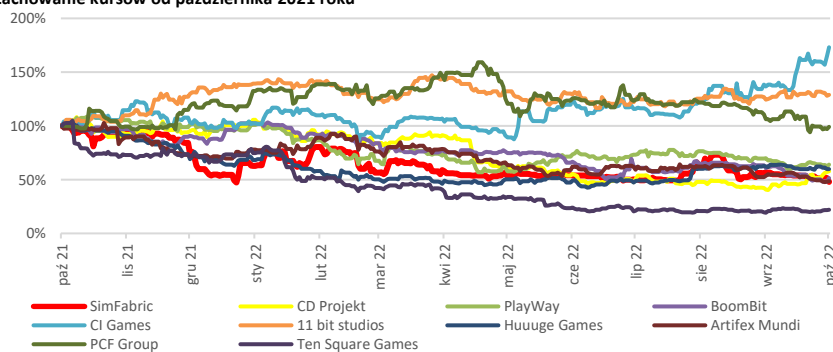
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg ;*-oczyszczony o zakładane przez nas dofinansowanie SEL

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od października 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki SimFabric za 2Q'22 okazały się poniżej wcześniejszych szacunków przedstawionych przez spółkę na początku września (1H'22: przychody ze sprzedaży produktów = 4,6 mln PLN, EBITDA = 3,2 mln PLN, Zysk brutto = 2,7 mln PLN, zysk netto = 2,6 mln PLN) oraz naszych oczekiwań stąd obieraliśmy je negatywnie. W omawianym okresie spółka wypracowała 2,4 mln PLN przychodów (-1,0% r/r). Natomiast na przestrzeni 1H'22 SimFabric wypracował 4,9 mln PLN przychodów (+7,7% r/r), z czego 32,1% (1,6 mln PLN) stanowią wpływy z wykonania materiałów e-learnigowych, 2,8 mln PLN (56,6%) trzy gry, a 0,5 mln PLN pozostałe. W 2Q'22 koszty działalności operacyjnej sięgnęły 1,9 mln (+7,7% r/r). Największy koszt jak zwykle wiąże się z produkcją gier, stąd koszty usług obcych wyniosły 1,3 mln PLN (+11,8% r/r), który był wyższy od naszych oczekiwań stąd odbieraliśmy go negatywnie. W minionym kwartale spółka wypracowała 1,1 mln PLN EBITDA (+11,8% r/r), a na poziomie zysku netto n.j.d. udało jej się wypracować 0,3 mln PLN (+55,6% r/r). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 2Q'22 wyniosły -0,2 mln PLN, przepływy z działalności inwestycyjnej były równe -0,8 mln PLN, a z finansowej +0,4 mln PLN. Na koniec czerwca'22 spółka posiadała 7,1 mln PLN środków pieniężnych i ekwiwalentów (-0,6 mln PLN q/q). Wartości niematerialne spółki urosły z 5,5 mln PLN na koniec 1Q'22 do 5,6 mln PLN na koniec 2Q'22 (z czego 4,3 mln PLN to koszty gier w toku produkcji (+1,1 mln PLN q/q), a 1,3 mln PLN koszty zakończonych gier.

Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody	2,5	2,4	-1,0%	2,4	3,2%	4,6	4,9	7,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	0,7	0,5	-22,6%	1,2	-53,3%	1,7	2,0	18,4%
PPO/PKO	0,0	0,0	-	0,0	-	0,0	0,0	-
EBITDA	1,0	1,1	11,8%	1,4	-21,2%	2,2	2,8	29,4%
EBIT	0,7	0,5	-22,6%	1,2	-53,3%	1,7	2,0	18,5%
Saldo finansowe	-0,1	0,0	-133,6%	0,0	-	-0,1	0,2	-265,3%
Zysk brutto	0,6	0,7	24,5%	1,2	-38,5%	1,6	2,1	36,3%
Zysk netto	0,3	0,6	113,7%	1,0	-45,0%	1,1	2,0	72,6%
Zysk netto n.j.d.	0,2	0,3	55,6%	1,0	-70,7%	1,1	1,9	73,5%
Marża brutto ze sprzedaży	28,6%	22,4%		49,5%		36,5%	40,1%	
Marża EBITDA	39,0%	44,1%		57,7%		47,7%	57,3%	
Marża EBIT	28,6%	22,4%		49,5%		36,5%	40,1%	
Marża zysku netto	11,0%	23,7%		44,5%		25,2%	40,3%	
Marża zysku netto n.j.d.	8,1%	12,7%		44,5%		24,1%	38,9%	

Źródło: BDM S.A., spółka

W związku z wyższym wzrostem kosztów „usług obcych” od naszych założeń obniżeniu ulega prognozowana przez nas marżowość spółki w kolejnych okresach. Ponadto przenosimy premierę gry „Farm&Fix” na 2023 r. i obniżamy nasze szacunki sprzedażowe co do gry „ElecriX”. Wzrost salda finansowego vs nasza poprzednia rekomendacja wynika z rozłożenia dofinansowania na 9 kwartałów (od 4Q'22 do końca 2024r.) vs 11 ostatnio.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	0,2	0,4	0,7	0,3	1,3	1,9	2,8	4,7	2,1	2,5	1,5	2,9	2,5	2,4	2,5	2,6
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	2,6	1,8	1,0	0,7	-0,1	1,9	1,4	0,5	0,6	0,7
EBITDA	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	3,0	2,0	1,2	1,0	0,6	1,7	1,7	1,1	1,1	1,2
EBIT	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	2,6	1,8	1,0	0,7	-0,1	1,9	1,4	0,5	0,6	0,7
Wynik brutto	0,0	0,1	0,1	0,4	0,2	0,0	2,6	1,9	1,0	0,6	0,0	1,9	1,4	0,7	0,6	2,0
Wynik netto	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,1	2,5	1,9	0,9	0,3	-0,2	2,3	1,4	0,6	0,5	1,8
marża brutto	6,1%	20,9%	15,7%	115,3%	15,7%	0,7%	94,3%	37,7%	45,7%	28,7%	-7,5%	66,1%	57,6%	22,4%	23,3%	29,0%
marża EBITDA	10,3%	20,8%	15,8%	120,7%	15,8%	0,8%	106,2%	43,1%	57,9%	39,0%	42,8%	58,0%	70,4%	44,1%	44,5%	47,4%
marża EBIT	10,2%	20,8%	15,7%	112,5%	15,7%	0,7%	94,3%	37,7%	45,7%	28,7%	-7,5%	66,1%	57,6%	22,4%	23,3%	29,0%
marża netto	8,6%	18,1%	10,7%	103,4%	13,9%	-3,6%	89,3%	40,3%	41,8%	11,0%	-12,8%	77,1%	56,7%	23,7%	21,0%	71,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	1,6	10,6	9,0	10,0	12,5	14,9	14,1	16,1	14,0	16,1	16,9	17,3	17,5
Zysk brutto ze sprzedaży	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
EBITDA	0,6	5,2	4,5	5,1	7,0	9,5	8,7	10,0	7,4	9,0	9,4	9,4	9,3
EBIT	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
Wynik brutto	0,6	4,7	3,5	4,8	9,5	10,2	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
Wynik netto	0,5	4,5	3,2	4,3	8,6	9,1	3,7	4,1	2,3	2,4	2,9	2,7	2,6
marża brutto	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%	28,2%	17,9%	16,4%	18,8%	17,3%	16,8%
marża EBITDA	36,6%	48,9%	50,3%	51,5%	56,4%	63,7%	61,8%	62,0%	52,6%	55,8%	55,7%	54,4%	53,4%
marża EBIT	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%	28,2%	17,9%	16,4%	18,8%	17,3%	16,8%
marża netto	30,2%	42,2%	35,9%	43,6%	68,8%	61,3%	26,0%	25,4%	16,1%	14,8%	16,9%	15,6%	15,1%

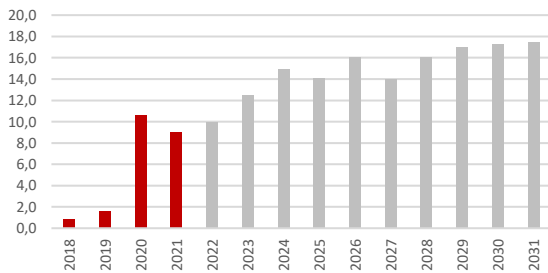
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 20.05.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	10,1	10,0	-1,5%	13,2	12,5	-5,7%	14,6	14,9	2,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	5,0	3,3	-34,2%	5,8	4,3	-25,8%	5,9	4,9	-16,4%
EBITDA	6,3	5,1	-18,6%	8,9	7,0	-21,1%	10,8	9,5	-12,1%
EBIT	5,0	3,3	-34,2%	5,8	4,3	-25,8%	5,9	4,9	-16,4%
Wynik brutto	8,2	4,8	-42,0%	10,0	9,5	-4,8%	10,2	10,2	-0,4%
Wynik netto	7,5	4,3	-42,1%	9,0	8,6	-4,8%	9,2	9,1	-0,6%
marża brutto	49,6%	33,1%		43,5%	34,6%		40,7%	33,1%	
marża EBITDA	62,9%	51,5%		67,5%	56,4%		74,1%	63,7%	
marża EBIT	49,6%	33,1%		43,5%	34,6%		40,7%	33,1%	
marża netto	74,4%	43,6%		68,2%	68,8%		63,0%	61,3%	

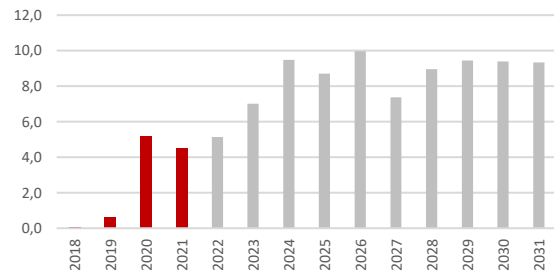
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN]



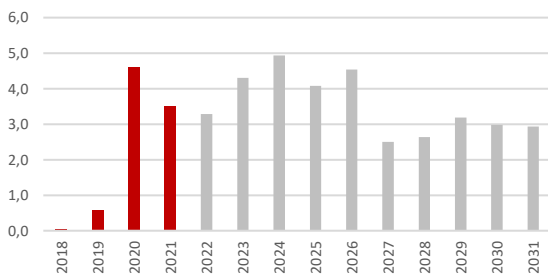
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



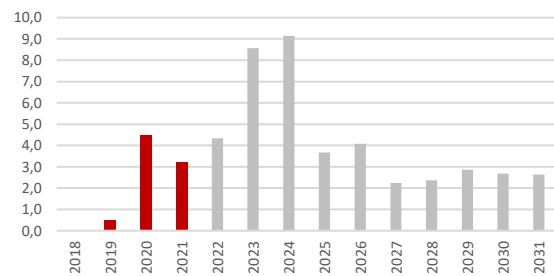
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



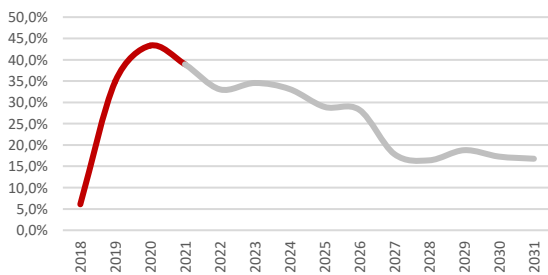
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



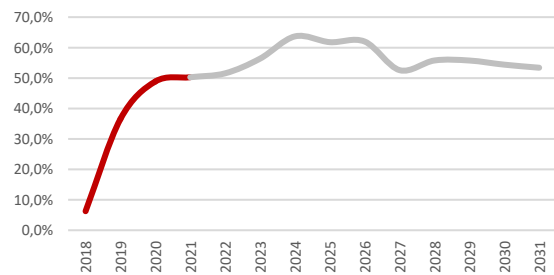
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto [%]



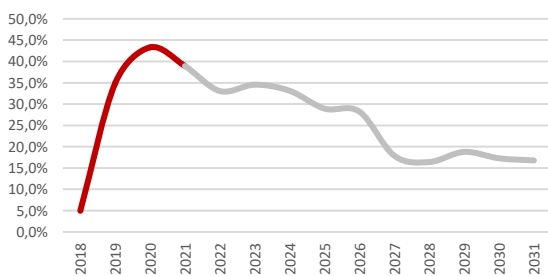
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA [%]



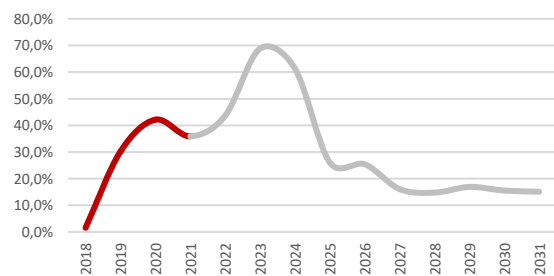
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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	2,2	2,8	4,1	15,6	29,3	43,2	44,2	44,3	45,2	44,8	44,9	45,0	45,1
Wartości niematerialne	2,2	2,5	3,7	9,3	12,0	14,7	16,4	17,3	18,8	19,2	19,9	20,6	21,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,1	2,9	14,0	25,1	24,3	23,6	22,9	22,2	21,6	20,9	20,3
Aktywa finansowe	0,0	0,3	0,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	1,3	14,5	17,0	18,9	15,4	10,6	13,0	16,3	18,4	19,3	22,5	22,3	22,1
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	0,3	5,6	5,6	10,0	4,0	2,3	3,2	2,4	3,2	2,4	4,2	2,6	1,0
Należności pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należność z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	8,2	10,1	5,9	8,4	5,3	6,8	10,9	12,1	13,9	15,3	16,6	18,1
Pozostałe aktywa	0,0	0,4	1,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Aktywa razem	3,5	17,4	21,1	34,5	44,8	53,8	57,1	60,6	63,5	64,2	67,4	67,3	67,1
Kapitał własny	2,4	14,3	18,4	32,1	40,6	49,8	53,4	57,5	59,8	61,0	62,7	64,0	65,3
Zobowiązania długoterminowe	0,1	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Zobowiązania krótkoterminowe	1,1	3,0	1,8	1,5	3,3	3,1	2,8	2,2	2,9	2,3	3,8	2,4	1,0
Pozyczki otrzymane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,8	3,0	1,7	1,5	3,2	3,1	2,8	2,2	2,8	2,2	3,8	2,4	1,0
Zobowiązania pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	3,5	17,4	21,1	34,5	44,8	53,8	57,1	60,6	63,5	64,2	67,4	67,3	67,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]													
Przychody ze sprzedaży	1,6	10,6	9,0	10,0	12,5	14,9	14,1	16,1	14,0	16,1	16,9	17,3	17,5
Wynik brutto ze sprzedaży	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
EBITDA	0,6	5,2	4,5	5,1	7,0	9,5	8,7	10,0	7,4	9,0	9,4	9,4	9,3
Amortyzacja	0,0	0,6	1,0	1,8	2,7	4,6	4,6	5,4	4,9	6,3	6,3	6,4	6,4
EBIT	0,6	4,6	3,5	3,3	4,3	4,9	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
Wynik brutto	0,6	4,7	3,5	4,8	9,5	10,2	4,1	4,5	2,5	2,6	3,2	3,0	2,9
Wynik netto	0,5	4,5	3,2	4,3	8,6	9,1	3,7	4,1	2,3	2,4	2,9	2,7	2,6
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]													
CF operacyjny	1,0	5,6	0,0	6,1	19,4	15,7	7,1	9,7	7,0	8,9	8,9	9,3	9,3
CF inwestycyjny	-1,1	-1,7	-2,9	-15,4	-16,9	-18,8	-5,6	-5,6	-5,7	-6,0	-6,3	-6,5	-6,5
CF finansowy	0,9	3,3	4,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,3
CF netto	0,8	7,2	1,9	-4,2	2,5	-3,1	1,5	4,1	1,2	1,8	1,4	1,3	1,5
Środki pieniężne na początek okresu	0,2	1,0	8,2	10,1	5,9	8,4	5,3	6,8	10,9	12,1	13,9	15,3	16,6
Środki pieniężne na koniec okresu	1,0	8,2	10,1	5,9	8,4	5,3	6,8	10,9	12,1	13,9	15,3	16,6	18,1
Dynamiki / marże / wskaźniki													
Przychody zmiana r/r	96,5%	548,4%	-15,4%	10,9%	25,1%	19,7%	-5,4%	14,1%	-12,9%	14,8%	5,4%	1,8%	1,2%
EBITDA zmiana r/r	1049,0%	766,8%	-13,0%	13,7%	36,8%	35,2%	-8,3%	14,5%	-26,1%	21,7%	5,4%	-0,6%	-0,6%
EBIT zmiana r/r	1284,3%	704,7%	-23,9%	-5,9%	30,7%	14,7%	-17,4%	11,3%	-44,9%	5,3%	20,7%	-6,3%	-1,7%
Wynik netto zmiana r/r	3698,1%	805,3%	-27,9%	34,6%	97,5%	6,7%	-59,9%	11,3%	-44,9%	5,3%	20,7%	-6,3%	-1,7%
Marża brutto na sprzedaży	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%	28,2%	17,9%	16,4%	18,8%	17,3%	16,8%
Marża EBITDA	36,6%	48,9%	50,3%	51,5%	56,4%	63,7%	61,8%	62,0%	52,6%	55,8%	55,7%	54,4%	53,4%
Marża EBIT	34,9%	43,3%	38,9%	33,1%	34,6%	33,1%	28,9%	28,2%	17,9%	16,4%	18,8%	17,3%	16,8%
Marża netto	30,2%	42,2%	35,9%	43,6%	68,8%	61,3%	26,0%	25,4%	16,1%	14,8%	16,9%	15,6%	15,1%
ROE	21,0%	31,3%	17,5%	13,5%	21,1%	18,4%	6,9%	7,1%	3,8%	3,9%	4,6%	4,2%	4,0%
ROA	14,1%	25,8%	15,3%	12,6%	19,2%	17,0%	6,4%	6,7%	3,5%	3,7%	4,3%	4,0%	3,9%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-8,2	-10,1	-5,9	-8,4	-5,3	-6,8	-10,9	-12,1	-13,9	-15,3	-16,6	-18,1
Dług netto/Kapitał własny	0,0%	-57,4%	-54,8%	-18,4%	-20,6%	-10,6%	-12,7%	-18,9%	-20,3%	-22,8%	-24,4%	-26,0%	-27,7%
Dług netto/EBITDA	0,0	-1,6	-2,2	-1,2	-1,2	-0,6	-0,8	-1,1	-1,6	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9
Dług netto/EBIT	0,0	-1,8	-2,9	-1,8	-1,9	-1,1	-1,7	-2,4	-4,8	-5,3	-4,8	-5,6	-6,2
EV [mln PLN]	66,3	58,0	56,2	60,3	57,9	61,0	59,5	55,4	54,1	52,4	51,0	49,6	48,2
CAPEX/Przychody	0,0	0,0	0,2	0,4	0,7	0,6	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0
CAPEX/Amortyzacja	0,0	0,0	0,5	0,8	1,6	1,7	0,5	0,2	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1
Amortyzacja/Przychody	0,5	0,4	0,4	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5
Zmiana KO/Przychody	0,0	0,0	0,5	-0,4	0,6	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0	0,0	-2,8	-4,5	3,1	0,6	1,4	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,7	1,1
MC/S	37,1	5,7	6,8	6,1	4,9	4,1	4,3	3,8	4,3	3,8	3,6	3,5	3,5
P/E	122,7	13,6	18,8	14,0	7,1	6,6	16,5	14,8	26,9	25,5	21,2	22,6	23,0
P/BV	25,8	4,2	3,3	1,9	1,5	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
P/CE	20,8	5,3	3,1	7,1	9,9	16,9	5,2	3,6	1,8	1,7	1,8	1,6	1,4
EV/EBITDA	101,4	10,1	11,2	10,7	7,4	5,8	6,2	5,0	6,6	5,2	4,8	4,7	4,6
EV/EBIT	106,2	11,4	14,5	16,6	12,1	11,2	13,2	11,0	19,4	17,7	14,2	14,8	14,5
EV/S	37,1	4,9	5,6	5,5	4,2	3,7	3,8	3,1	3,5	2,9	2,7	2,5	2,4
BVPS	0,4	2,3	2,9	5,1	6,5	8,0	8,6	9,2	9,6	9,8	10,0	10,2	10,4
EPS	0,1	0,7	0,5	0,7	1,4	1,5	0,6	0,7	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
CEPS	0,5	1,8	3,1	1,4	1,0	0,6	1,9	2,7	5,4	5,9	5,3	6,2	6,9
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,2	1,4	1,3
DPS	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Dywidend	0,0%	0,0%	2,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	2,0%	2,4%	2,2%
Payout ratio	0,0%	0,0%	33,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,7 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Madziar

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

Kajetan Sroczynski

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
sprzedaj	7,5	trzymaj	11,5	07.10.2022	12:50 CEST	9,70	47 191
trzymaj	11,5	kupuj	24,1	20.05.2022	07:00 CEST	5,30	55 555
kupuj	24,1	-	-	20.08.2021	07:00 CEST	20,2	68 036

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	50%	0	0%
Akumuluj	1	25%	1	50%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	25%	1	50%

* - 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 odpowiednio 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 07.10.2022 roku (12:50 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 wycytane 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 07.10.2022 roku:

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

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