



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów Artifex Mundi i wydajemy zalecenie Kupuj, ustalając cenę docelową na poziomie 13,9 PLN/akcję. Wyniki 2Q'20 były zgodne ze wcześniejszymi szacunkami spółki, pozytywnie zaskoczyły nas jednak m.in. niższe poziomy kosztów sprzedaży i zarządu, co implikując do naszego modelu podwyższa nasze prognozy co do marżowości biznesu. Zgodnie z naszą wcześniejszą rekomendacją, prognozowaliśmy spadek dynamik sprzedaży na przełomie lipca-sierpnia'20 i powrót do wzrostowej ścieżki wynikowej od września. Spodziewamy się, że przyszłe miesiące utrzymają ten trend i spółka w kolejnych okresach będzie pokazywała coraz lepsze odczyty przychodów.

Artifex Mundi w 3Q'20 wypracowała 5,54 mln PLN przychodów, co było zbliżone do szacowanego przez nas poziomu (odch. -6%). W związku z niższymi kosztami sprzedaży i zarządu wykazanymi w 2Q'20, podnosimy prognozowany przez nas EBIT do poziomu 1,9 mln PLN oraz zysk netto do 1,5 mln PLN.

Zgodnie z nową strategią działania opartą na maksymalizacji rentowności gier HOPA poprzez m.in. poszerzenie zasięgu wydanych produkcji - wprowadzenie ich na konsole, na przestrzeni 1-3Q'20 segment ten wygenerował 15,7 mln PLN przychodów czyli o 51% więcej r/r. Nowy kanał komercjalizacji wyżej wspomnianych produkcji stanowi aplikacja „Unsolved”, która według naszych szacunków na przestrzeni ostatnich trzech kwartałów wygenerowała 0,9 mln PLN (w samym 3Q'20 więcej niż w całym 1H'20). W związku z uruchomieniem jej wraz z początkiem września na urządzeniach z systemem iOS, spodziewamy się poprawy wyników w przyszłych okresach. Liczymy, że do końca roku aplikacja trafi na Androida w Chinach. Szacujemy, że w najbliższych latach będzie ona istotnym kanałem monetyzacji gier HOPA oraz, że nie będzie miała wpływu na kanibalizację wersji na PC i konsole.

Spodziewamy się, że w segment gier HOPA w 2020 roku wypracuje 20,5 mln PLN, a w latach 2021-2024 będzie generował przychody na poziomie 17-18 mln PLN, co zapewni spółce bezpieczeństwo finansowe i pozwoli na dynamiczny rozwój segmentu gier F2P.

Szacujemy, że gra „Bladebound” w całym 2020 roku uzyska 1,9 mln PLN przychodów (ok. 63% więcej r/r). Spółka pod koniec roku zapowiedziała zamiar podjęcia kierunkowej decyzji co do rozwoju gry. Naszym zdaniem, najlepsze dla spółki byłoby utrzymanie okrojonego zespołu nad tym projektem, w celu utrzymania dotychczasowej monetyzacji (związane z niewielkim odpisem) i przeniesienie części załogi do przyspieszenia prac nad nową grą (RPG2) i jej potencjalnej premiery. Stąd też nie spodziewamy się przeprowadzenia na projekcie akwizycji graczy.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	20,5	20,1	16,7	25,6	29,1	32,4
EBITDA [mln PLN]	-4,3	-12,4	-8,2	18,6	18,7	20,7
EBIT [mln PLN]	-4,8	-12,9	-14,4	10,8	12,5	13,8
Wynik brutto [mln PLN]	-4,3	-13,2	-14,4	10,8	12,5	13,8
Wynik netto [mln PLN]	-3,6	-10,5	-13,7	8,8	11,3	12,5
P/BV	3,0	3,1	5,1	3,6	2,6	2,0
P/E	-	-	-	12,1	9,5	8,6
EV/EBITDA	-	-	-	5,8	5,7	5,2
EV/EBIT	-	-	-	9,9	8,6	7,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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.

Material został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Gieldowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 13,9 PLN

19 PAŹDZIERNIKA 2020, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	13,9
Potencjal do wzrostu / spadku	55%
Koszt kapitału	10%
Cena rynkowa [PLN]	9,0
Kapitalizacja [mln PLN]	107,1
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	11,5
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	3,0
Stopa zwrotu za 3 mc	12,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	165,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	182,1%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie akcjonariuszy	19,6%
Greenlight FIZ AN	13,1%
Nationale-Nederlanden OFE	11,8%
Aviva Investors Poland TFI	10,0%
Robert Mikuszewski	5,5%
Adrian Dębowski	5,5%
Tomasz Jeziorski	4,5%
Pozostali	30,2%

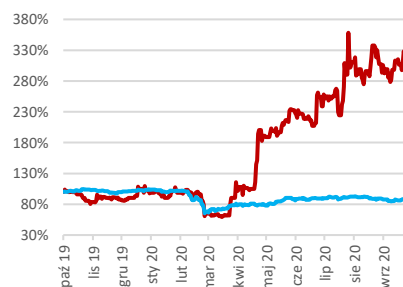
Krzysztof Tkocz

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:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI 2Q'20	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	11

ARTIFEX MUNDI

Rekomendacja	Kupuj
Wycena końcowa [PLN]	13,9
Cena rynkowa [PLN]	9,0
Kapitalizacja [mln PLN]	116,6

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	5,5	6,7
Zysk brutto ze sprzedaży	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	2,6	3,8
SG&A	0,9	0,9	1,3	1,0	0,7	0,6	0,7	0,7
PPO/PKO	-0,6	0,0	0,0	-18,0	-0,7	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	4,0	4,9
EBIT	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	1,9	3,0
Zysk brutto	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,1	1,9	3,0
Zysk netto	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	1,5	2,5

Wskaźniki	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P
Przychody zmiana r/r	-16,3%	-44,9%	6,5%	10,1%	40,4%	88,2%	36,3%	49,3%
EBITDA zmiana r/r	-42,2%	-52,0%	-4,1%	6,2%	75,1%	112,9%	60,6%	-131,6%
Zysk netto zmiana r/r	-80,4%	-26,4%	163,1%	17,4%	431,1%	273,5%	83,8%	-115,7%
Marża brutto na sprzedaży	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	59,0%	62,2%	47,1%	56,2%
Marża EBITDA	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	79,2%	71,4%	73,6%
Marża EBIT	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,9%	34,3%	45,5%
Marża netto	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	27,9%	37,0%

Główne założenia	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	25,81	29,52	25,58	29,06	32,37	38,64	41,05	42,95	43,19	49,13
HOPY	20,41	18,78	20,41	18,78	18,46	18,05	17,81	14,54	11,89	9,92
PC/Mobile	11,61	8,01	11,61	8,01	5,97	4,43	3,51	3,12	2,77	2,63
Konsole	8,80	10,77	8,80	10,77	12,49	13,62	14,31	11,42	9,12	7,29
F2P	4,31	9,92	4,08	9,46	13,21	19,99	22,73	27,98	30,94	38,91
Bledebound	1,93	2,73	1,90	2,26	2,38	2,32	2,26	2,03	1,73	1,30
Unsolved	2,36	7,20	2,15	7,20	8,00	7,69	7,13	6,84	6,63	6,34
Unsolved 2	0,00	0,00	0,00	0,00	2,15	7,20	8,00	7,69	7,13	6,84
Unsolved 3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,15	7,20	8,00	7,69
Unsolved 4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,15	7,20	7,20
Unsolved 5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RPG2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,68	2,79	3,20	4,23	4,28	4,53
RPG3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,02	5,03	5,03
Premium	1,07	0,82	1,07	0,82	0,70	0,59	0,51	0,43	0,36	0,31
UA	0,50	4,75	0,50	4,68	6,05	9,37	9,62	10,98	10,76	14,19
Unsolved	0,50	4,75	0,50	4,68	5,44	4,69	3,98	3,39	2,88	2,65
Unsolved 2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	2,93	3,25	2,79	2,37	2,02
Unsolved 3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	2,93	3,25	2,79	2,79
Unsolved 4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	2,93	2,93
Unsolved 5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RPG2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	1,75	2,04	1,87	1,59	1,52
RPG3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,32	2,28	2,28
Tantiemy	4,00	5,19	3,96	5,19	5,72	6,59	7,02	7,25	7,16	7,59
USD/PLN	3,878	3,907	3,878	3,907	3,880	3,840	3,801	3,801	3,801	3,801

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów 6) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych

Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	-	12,1	9,5	8,6
B/BV	3,1	5,1	3,6	2,6	2,0
EV/ EBITDA	-	-	5,8	5,7	5,2
EV/EBIT	-	-	9,9	8,6	7,8
EV/S	5,3	6,4	4,2	3,7	3,3
MC/S	5,3	6,4	4,2	3,7	3,3
BVPS	2,9	1,8	2,5	3,5	4,5
EPS	-0,9	-1,2	0,7	0,9	1,0
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Wyniki roczne [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20,1	16,7	25,6	29,1	32,4
Zysk brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	14,5	19,6	22,3
SG&A	3,3	4,1	2,8	7,1	8,5
PPO/PKO	-17,6	-18,6	-1,0	0,0	0,0
EBITDA	-12,4	-8,2	18,6	18,7	20,7
EBIT	-12,9	-14,4	10,8	12,5	13,8
Zysk brutto	-13,2	-14,4	10,8	12,5	13,8
Zysk netto	-10,5	-13,7	8,8	11,3	12,5

Wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	-2,0%	-17,2%	53,6%	13,6%	11,4%
EBITDA zmiana r/r	189,1%	-34,0%	-326,7%	0,6%	11,0%
Zysk netto zmiana r/r	191,9%	30,8%	-164,4%	27,7%	10,5%
Marża brutto na sprzedaży	39,8%	50,3%	56,7%	67,3%	68,8%
Marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	72,5%	64,3%	64,0%
Marża EBIT	-64,1%	-86,2%	42,2%	43,0%	42,7%
Marża netto	-52,1%	-82,3%	34,5%	38,8%	38,5%
ROE	-30,0%	-64,7%	29,4%	27,3%	23,2%
ROA	-26,9%	-49,1%	23,5%	22,0%	18,9%

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	5,9	10,2	9,9	12,2	14,4
WNiP	0,4	0,3	1,1	3,3	5,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,8	4,1	3,6	3,6	3,6
Pozostałe aktywa trwałe	4,6	5,9	5,2	5,3	5,3
Aktywa obrotowe	33,1	17,7	27,7	39,1	51,7
Aktywowane koszty gier komputerowych	15,6	9,5	11,3	14,7	18,0
Należności z tytułu dostaw i usług	3,8	2,5	4,6	5,4	6,0
Środki pieniężne	11,2	4,0	9,7	17,0	25,7
Pozostałe aktywa obrotowe	2,4	1,7	2,0	2,0	2,0
Aktywa razem	38,9	27,9	37,6	51,3	66,1
Kapitał własny	34,9	21,2	30,0	41,3	53,7
Zobowiązania długoterminowe	0,7	3,2	3,1	3,1	3,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,1	2,8	2,4	2,4	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	3,3	3,5	4,5	6,9	9,3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1,1	0,8	1,2	1,4	1,5
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	1,1	3,3	5,5
Pasywa razem	38,9	27,9	37,6	51,3	66,1

Dług netto	-11,2	-4,0	-9,7	-17,0	-25,7
Dług netto/ Kapitał własny	-32,2%	-18,8%	-32,5%	-41,1%	-47,8%
Dług netto/ EBITDA	0,9	0,5	-0,5	-0,9	-1,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,0	-6,2	6,9	9,1	11,3
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,1	-0,1	-1,6	-4,1	-4,8
Przepływy z działalności finansowej	9,9	-1,0	0,4	2,2	2,2
Przepływy pieniężne netto	4,8	-7,2	5,8	7,2	8,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Artifex Mundi 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 13,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 26,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 165,9 mln PLN, czyli **13,9 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	165,9	13,9	55%
B	Wycena porównawcza	313,7	26,4	193%
C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa		165,9	13,9	55%

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 3% (wcześniej 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6% (wcześniej 5%). Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- W 2020 roku prognozujemy 25,6 mln PLN przychodów. Szacujemy, że dzięki utrzymaniu dobrej monetyzacji aktualnego portfela gier HOPA oraz jego nowych tytułów i portów, segment ten na przestrzeni całego roku wypracuje 20,4 mln PLN i tym samym będzie stanowił 80% całości. Zakładamy, że na koniec tego roku w portfolio tym będzie około 86 gier wydanych na PC/mobile oraz ok. 36 na konsole. Spodziewamy się, że w tym okresie segment F2P wygeneruje 4,1 mln PLN przychodów. W całym 2020 roku prognozujemy 18,6 mln EBITDA oraz 8,8 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, scenariusz, w którym po 2020 roku spółka skupi się na rozwoju aplikacji „Unsolved”, tym samym zaprzestanie wydawania nowych gier. Prognozujemy dalszą kontynuację portowania HOPÓw na konsole, zakładamy 9-10 rocznie aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Szacujemy, że do 2024 roku będzie to łącznie 70 tytułów.
- Spodziewamy się dalszej ewolucji aplikacji „Unsolved”, skalowania jej poprzez kampanie marketingowe. Szacujemy, że w najbliższych latach odegra istotną rolę w monetyzacji gier HOPA. Liczymy, że „Unsolved” w 2020 roku będzie w stanie wygenerować ok. 2,2 mln przychodów, przy UA na poziomie 0,5 mln PLN.
- W związku z gorszymi dynamikami gry „Bladebound” w 3’20 od naszych oczekiwań, obniżamy prognozy dotyczące jej monetyzacji w przyszłych okresach. Zwracamy uwagę, iż spółka komunikuje o systematycznej weryfikacji KPI na grze „Bladebound”. Ponadto poinformowano o zamiarze podjęcia kierunkowej decyzji pod koniec tego roku co do rozwoju gry. Naszym zdaniem, najlepsze dla spółki byłoby utrzymanie okrojonego zespołu nad tym projektem, w celu utrzymania dotychczasowej monetyzacji (związane z niewielkim odpisem) i przeniesienie części załogi do przyspieszenia prac nad nową grą (RPG2) i jej potencjalnej premiery.
- W 2022 roku zakładamy premierę nowej gry RPG, która będzie korzystała z know-how i technologii wypracowanych w ramach „Bladebound” jednak będzie osadzona w innym świecie niż jej poprzednik. Zakładamy, że w związku z nabytym doświadczeniem w UA, projekt będzie skalowany przy pomocy kampanii marketingowych. Spodziewamy się, że gra będzie w stanie generować ok. 2-3 mln PLN przychodów pomniejszonych o koszt UA.
- GameINN – łączna kwota dofinansowania wynosi 6,6 mln PLN na dwa projekty „Wirtualny Gracz” (4,0 mln PLN) oraz „NPC” (2,6 mln PLN), obejmuje okres 36 miesięcy, pierwszy projekt zaczął się w 3Q’20, liczymy, że drugi rozpocznie się w 4Q’20.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2029 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 11,9 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 19.10.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 165,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 13,9 PLN.

Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	25,6	29,1	32,4	38,6	41,1	42,9	43,2	49,1	50,0	52,7
EBIT [mln PLN]	10,8	12,5	13,8	15,5	17,0	17,4	18,3	20,3	20,8	21,6
Stopa podatkowa	19,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
NOPLAT [mln PLN]	8,7	11,2	12,4	13,9	15,3	15,7	16,5	18,3	18,7	19,5
Amortyzacja: [mln PLN]	1,3	1,9	2,6	3,1	3,0	2,7	2,5	2,2	1,9	1,7
CAPEX [mln PLN]	-1,6	-4,1	-4,8	-4,2	-2,1	-1,9	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-4,1	-4,0	-3,7	-3,7	-2,8	-1,9	-2,2	-2,8	-1,9	-2,0
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]	4,3	5,0	6,5	9,2	13,4	14,7	15,1	16,4	17,6	18,3
DFCF [mln PLN]	4,3	4,4	5,2	6,7	8,9	8,8	8,3	8,1	7,9	7,5
Suma DFCF [mln PLN]	70,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	224,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	91,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	161,9									
Dług netto 2019 [mln PLN]	-4,0									
Dywidenda 2020 [mln PLN]	0,0									
Akcje własne [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	165,9									
Ilość akcji [tys.]	11,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,9									

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

Przychody zmiana r/r	53,6%	13,6%	11,4%	19,4%	6,3%	4,6%	0,6%	13,8%	1,7%	5,5%
EBIT zmiana r/r	-175,1%	15,8%	10,6%	12,2%	9,7%	2,4%	5,0%	11,0%	2,2%	4,2%
FCF zmiana r/r	6788,3%	14,4%	30,1%	41,9%	45,5%	9,7%	3,2%	8,1%	7,7%	3,8%
Marża EBITDA	47,2%	49,4%	50,6%	48,2%	48,7%	46,9%	48,1%	45,8%	45,4%	44,2%
Marża EBIT	42,2%	43,0%	42,7%	40,1%	41,4%	40,5%	42,3%	41,3%	41,5%	41,0%
Marża NOPLAT	34,1%	38,7%	38,4%	36,1%	37,3%	36,5%	38,1%	37,2%	37,4%	36,9%
CAPEX / Przychody	6,2%	14,2%	14,7%	11,0%	5,2%	4,4%	3,7%	2,8%	2,2%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	122,8%	220,0%	186,3%	135,5%	71,5%	68,8%	65,5%	61,3%	56,1%	49,3%
Zmiana KO / Przychody	16,0%	13,8%	11,6%	9,5%	6,8%	4,4%	5,1%	5,6%	3,8%	3,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,8%	115,4%	113,3%	58,3%	115,9%	98,8%	899,5%	46,5%	230,5%	73,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3,6%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	14,8	15,3	16,0	16,8	17,7	18,7	20,0	21,6	23,6
	1	13,6	14,1	14,7	15,3	16,0	16,8	17,8	19,0	20,4
	1,1	12,7	13,1	13,5	14,0	14,6	15,3	16,0	16,9	18,0
	1,2	11,8	12,2	12,5	12,9	13,4	13,9	14,6	15,3	16,1
	1,3	11,1	11,4	11,7	12,0	12,4	12,8	13,3	13,9	14,6
	1,4	10,4	10,6	10,9	11,2	11,5	11,9	12,3	12,8	13,3
	1,5	9,8	10,0	10,2	10,5	10,8	11,1	11,4	11,8	12,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
premia za ryzyko	4%	16,1	16,8	17,6	18,6	19,7	21,1	22,9	25,0	27,9
	5%	13,6	14,1	14,7	15,3	16,0	16,8	17,8	19,0	20,4
	6%	11,8	12,2	12,5	12,9	13,4	13,9	14,6	15,3	16,1
	7%	10,4	10,6	10,9	11,2	11,5	11,9	12,3	12,8	13,3
	8%	9,3	9,5	9,7	9,9	10,1	10,4	10,6	11,0	11,3
	9%	8,4	8,5	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6	9,8
	10%	7,6	7,7	7,8	7,9	8,1	8,2	8,4	8,5	8,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	4%	25,9	24,0	22,4	21,1	20,0	19,1	18,3	17,6	17,0
	5%	20,2	18,9	17,8	16,8	16,0	15,4	14,8	14,3	13,8
	6%	16,5	15,5	14,6	13,9	13,4	12,8	12,4	12,0	11,7
	7%	13,9	13,1	12,4	11,9	11,4	11,0	10,7	10,4	10,1
	8%	11,9	11,3	10,8	10,4	10,0	9,7	9,4	9,2	9,0
	9%	10,4	9,9	9,5	9,2	8,9	8,6	8,4	8,2	8,0
	10%	9,3	8,8	8,5	8,2	8,0	7,8	7,6	7,4	7,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

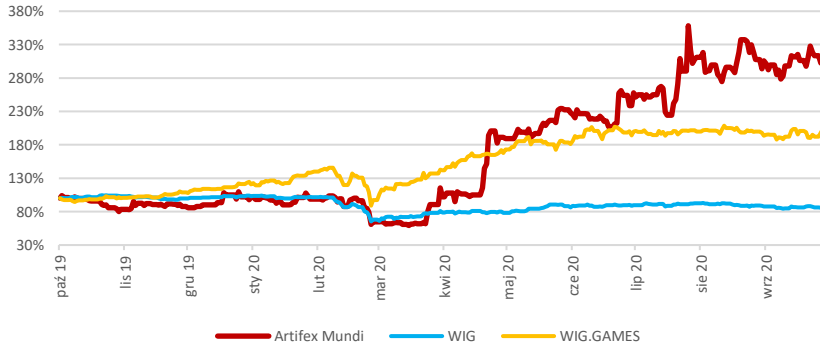
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Artifex Mundi metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **26,4 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 prowadzonej działalności dlatego mylnym byłoby włączanie jej do finalnej wyceny.

Wycena porównawcza [PLN]

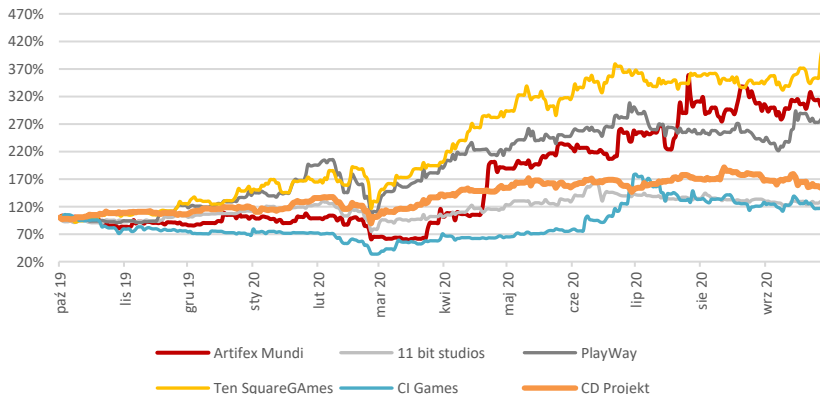
	P/E			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
11 bit studios	43,4	67,9	9,4	25,8	43,3	9,7
PlayWay	35,3	25,0	22,1	28,2	16,9	14,8
Ten Square Games	25,6	19,4	16,7	21,9	16,2	13,7
CD Projekt	17,4	22,0	27,4	13,5	17,2	20,3
Mediana grupy	30,5	23,5	19,4	23,9	17,0	14,2
Artifex Mundi	12,1	9,5	8,6	5,8	5,7	5,2
Premia/dyskonto	39,8%	40,4%	-55,7%	24,2%	33,7%	-63,7%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	22,6	22,3	20,3	38,0	28,2	27,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		21,7			31,0	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	26,4					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Zachowanie kursów od października 2019 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wyniki 2Q'20

Wyniki Artifex Mundi jest zgodny ze wcześniejszymi szacunkami opublikowanymi na początku sierpnia. Do lepszych dynamik w tym okresie oprócz poszerzenia swojej oferty o porty dotychczasowego portfela gier HOPA na konsole i zabiegów marketingowych, niewątpliwie przyczyniła się pandemia COVID-19, która spowodowała wzrost zainteresowania produktami dewelopera. Dzięki zmianie strategii, porzuceniu nierentownych projektów oraz ograniczeniu wydatków m.in. poprzez redukcję zatrudnienia 2Q'20 okazał się najlepszym kwartałem w historii spółki. Studio skupiło się na produkcjach F2P i nowym sposobie monetyzacji gier HOPA, poprzez aplikację „Unsolved”, co zaczęło przynosić efekty w postaci skokowego wzrostu przychodów z tego segmentu (0,8 mln PLN czyli wzrost o 207% r/r).

W 2Q'20 spółka wypracowała 7,74 mln PLN przychodów, co oznacza wzrost o ok. 88% r/r. Skok sprzedaży został osiągnięty dzięki lepszej monetyzacji gier HOPA, których to portfel został rozszerzony o konsole oraz komercjalizację gier F2P, w tym „Unsolved”. Ponadto do lepszych dynamik w tym okresie przyczyniła się pandemia COVID-19, która przełożyła się na globalny wzrost popytu na rozrywkę oferowaną kanałami cyfrowymi (efekt ten widoczny był najbardziej w miesiącach marzec-maj). Na poziomie EBIT w tym okresie spółka wypracowała 4,01 mln PLN (+290% r/r). Do wzrostu wyniku operacyjnego oprócz wyższych przychodów przyczyniły się niższe koszty zarządu i sprzedaży. Koszty własny sprzedaży wyniósł 2,9 mln PLN (tantiemy = 0,8 mln PLN, amortyzacja: gier HOPA = 1,1 mln PLN, gier F2P = 0,3 mln PLN, gier premium = 0,4 mln PLN). Na poziomie zysku netto w 2Q'20 Artifex Mundi wygenerował 3,40 mln PLN (+274% r/r). Rentowność brutto w tym okresie wzrosła do 62,2% z 46,7% rok wcześniej, na co wpływ miał m.in. miks sprzedawanych produktów oraz zamortyzowane gry HOPA.

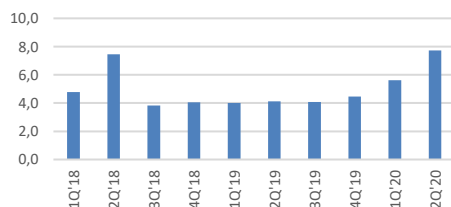
Na koniec czerwca 2020 roku największą pozycją aktywów była suma aktywowanych kosztów gier komputerowych, która wzrosła do 10,7 mln PLN (obejmuje ona nakłady na realizację gier, częściowo pomniejszone o amortyzację i odpisy). Największy udział w pozycji miały wydatki związane z realizacją gier przeznaczonych do komercjalizacji w modelu F2P, wynoszące na koniec 1H'20 7,6 mln PLN. Na przestrzeni trzech ostatnich miesięcy środki pieniężne i ich ekwiwalenty spółki zwiększyły się o 3,3 mln PLN do poziomu 7,3 mln PLN.

Wyniki za ostatnie kwartały [mln PLN]

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	2017	2018	2019
Przychody	4,8	7,5	3,8	4,1	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	20,5	20,1	16,7
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	2,2	1,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	8,2	8,0	8,4
SG&A	2,8	6,0	3,6	3,0	2,8	3,1	3,4	3,1	3,0	3,5	15,2	15,4	12,4
PPO/PKO	-0,2	0,0	-0,1	-17,7	-0,6	0,0	0,0	-18,0	-0,7	-1,7	-10,1	-17,6	-18,6
EBITDA	3,5	6,0	2,6	-14,6	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	-4,3	-12,4	-8,2
EBIT	1,8	1,6	0,4	-16,6	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	-4,8	-12,9	-14,4
Zysk brutto	1,8	1,4	0,3	-16,7	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,1	-4,3	-13,2	-14,4
Zysk netto	1,4	1,2	0,3	-13,4	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	-3,6	-10,5	-13,7
Przychody zmiana r/r	17,5%	49,9%	-9,7%	-26,5%	-16,3%	44,9%	6,5%	10,1%	40,4%	88,2%	-9,6%	-2,0%	17,2%
Zysk netto zmiana r/r	30,0%	49,4%	-38,2%	94,9%	-80,4%	26,4%	163,1%	17,4%	431,1%	273,5%	164,2%	191,9%	30,8%
Marża brutto na sprzedaży	54,8%	29,4%	30,2%	50,1%	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	59,0%	62,2%	39,9%	39,8%	50,3%
Marża EBITDA	73,3%	80,5%	67,3%	-360,8%	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	78,8%	-20,9%	-61,6%	-49,1%
Marża EBIT	37,3%	21,2%	9,9%	-409,7%	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,9%	-23,4%	-64,1%	-86,2%
Marża netto	28,3%	16,6%	8,4%	-329,6%	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	-17,5%	-52,1%	-82,3%

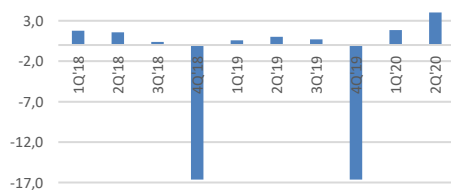
Źródło: BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]



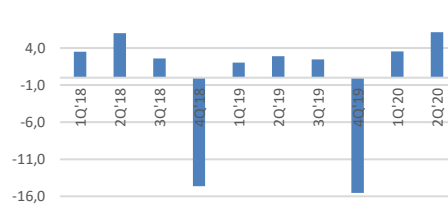
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



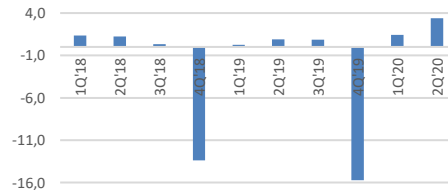
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spółka podała szacunki przychodów za 3Q'20, które wyniosły 5,5 mln PLN, czyli urosły o 36% r/r. Za 79% tej pozycji odpowiadały gry HOPA, które wygenerowały 4,4 mln PLN a ich monetyzacja polepszyła się o 24% r/r. Największy wpływ na poprawienie wyników tego segmentu miało aktywizowanie starszych tytułów poprzez regularne wyprzedaje oraz ich wzrost sprzedaży na konsole. Szacujemy że w tym okresie platformy te wygenerowały ok. 2,3 mln PLN przychodów. Zauważalny wzrost bo o 264% r/r zanotował segment F2P generując 1,0 mln PLN – istotny wpływ „Unsolved”, szacujemy, że odpowiadał on za około połowę przychodów. W związku ze zmianą strategii spółki i zaprzestaniem prac nad grami premium, segment ten jako jedyny zaliczył regres wyników, wpracował on w tym okresie 0,2 mln PLN (o 25% mniej r/r). Szacujemy, że w całym 3Q'20 Artifex Mundi osiągnął 1,9 mln PLN EBIT oraz 1,5 mln PLN zysku netto.

W minionym okresie spółka powiększyła portfel gier HOPA do łącznie 85 produkcji wydanych na platformy PC/mobile oraz 34 tytułów dostępnych na PS4/XOne/NS. W 4Q'20 spodziewamy się jeszcze jednej premiery i trzech konsolowych portów. Prognozujemy, że w całym 2020 roku segment ten wypracuje 20,4 mln PLN przychodów (z czego 57% zostanie wygenerowane przez PC/mobile a udział portowanych gier zwiększy się o prawie 2x r/r), tym samym będzie stanowił ok. 80% całości. Szacujemy również, że segment F2P będzie stanowił coraz większy udział w wynikach spółki, to za sprawą rozwoju aplikacji „Unsolved”. Na wyżej wspomnianym tytule spodziewamy się coraz szerszej zakrojonych kampanii marketingowych co istotnie wpłynie na skalowanie przychodów. Szacujemy, że na przestrzeni roku segment ten wypracuje 4,1 mln PLN przychodów. Na początku 4Q'20 wydano grę „Hot Shot Bunr” na Nintendo Switch, spodziewamy się, że premiera ta znajdzie swoje odzwierciedlenie w lepszej monetyzacji segmentu premium (ok. 1,1 mln PLN przychodów w 2020 roku). W całym 2020 roku zakładamy 25,6 mln PLN przychodów, 18,6 mln EBITDA oraz 8,8 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	4,8	7,5	3,8	4,1	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	5,5	6,7
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	2,2	1,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	2,6	3,8
EBITDA	3,5	6,0	2,6	-14,6	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	4,0	4,9
EBIT	1,8	1,6	0,4	-16,6	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	1,9	3,0
Wynik brutto	1,8	1,4	0,3	-16,7	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,2	1,9	3,0
Wynik netto	1,4	1,2	0,3	-13,4	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	1,5	2,5
marża brutto	54,8%	29,4%	30,2%	50,1%	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	59,0%	62,2%	47,1%	56,2%
marża EBITDA	73,3%	80,5%	67,3%	-360,8%	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	78,8%	71,4%	73,6%
marża EBIT	37,3%	21,2%	9,9%	-409,7%	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,9%	34,3%	45,5%
marża netto	28,3%	16,6%	8,4%	-329,6%	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	27,9%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2020-2029 [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	20,5	20,1	16,7	25,6	29,1	32,4	38,6	41,1	42,9	43,2	49,1	50,0	52,7
Zysk brutto ze sprzedaży	8,2	8,0	8,4	14,5	19,6	22,3	27,4	29,1	30,9	31,6	37,1	37,7	39,8
EBITDA	-4,3	-12,4	-8,2	18,6	18,7	20,7	23,5	25,8	25,8	26,1	27,8	28,2	28,9
EBIT	-4,8	-12,9	-14,4	10,8	12,5	13,8	15,5	17,0	17,4	18,3	20,3	20,8	21,6
Wynik brutto	-4,3	-13,2	-14,4	10,8	12,5	13,8	15,5	17,0	17,5	18,3	20,3	20,8	21,7
Wynik netto	-3,6	-10,5	-13,7	8,8	11,3	12,5	14,0	15,3	15,7	16,5	18,3	18,7	19,5
marża brutto	39,9%	39,8%	50,3%	56,7%	67,3%	68,8%	70,8%	71,0%	72,0%	73,1%	75,5%	75,5%	75,5%
marża EBITDA	-20,9%	-61,6%	-49,1%	72,5%	64,3%	64,0%	60,9%	62,7%	60,0%	60,3%	56,6%	56,4%	54,9%
marża EBIT	-23,4%	-64,1%	-86,2%	42,2%	43,0%	42,7%	40,1%	41,4%	40,5%	42,3%	41,3%	41,5%	41,0%
marża netto	-17,5%	-52,1%	-82,3%	34,5%	38,8%	38,5%	36,2%	37,4%	36,6%	38,2%	37,3%	37,5%	37,0%

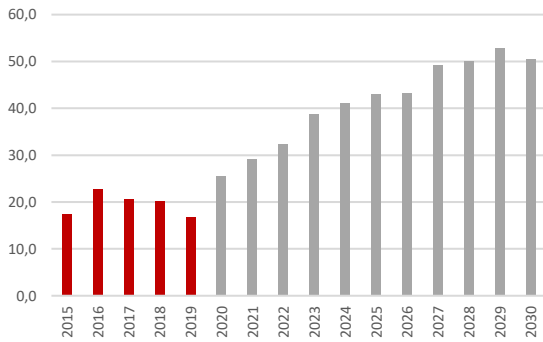
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 10.08.2020 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	26,0	25,6	-1,6%	28,5	29,06	2,1%	33,3	32,4	-2,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	14,3	14,50	1,4%	19,3	19,56	1,2%	23,2	22,3	-4,2%
EBITDA	17,5	18,6	6,1%	17,7	18,7	5,5%	20,8	20,7	-0,2%
EBIT	10,3	10,8	4,9%	11,6	12,5	7,7%	13,8	13,8	-0,2%
Wynik brutto	10,4	10,8	4,0%	11,6	12,5	7,6%	13,9	13,8	-0,2%
Wynik netto	8,4	8,8	4,9%	10,5	11,3	7,6%	12,5	12,5	-0,2%
marża brutto	54,9%	72,5%		67,9%	67,3%		69,9%	68,8%	
marża EBITDA	67,3%	42,2%		62,2%	64,3%		62,4%	64,0%	
marża EBIT	39,5%	34,5%		40,8%	43,0%		41,6%	42,7%	
marża netto	32,4%	29,4%		36,8%	38,8%		37,5%	38,5%	
USD/PLN	3,789	3,878	2,4%	3,797	3,907	2,9%	3,723	3,880	4,2%

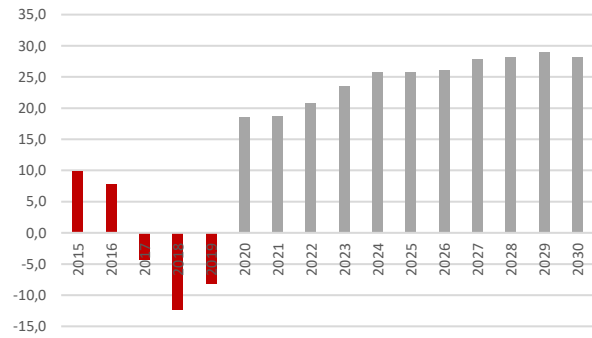
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody [mln PLN]



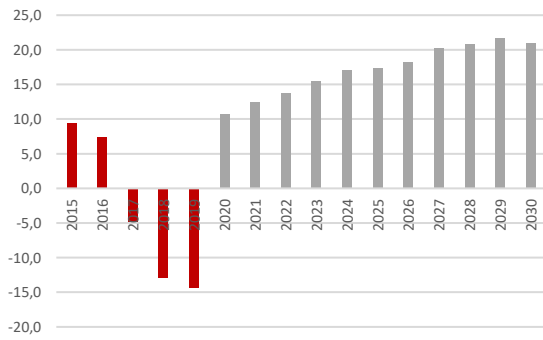
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



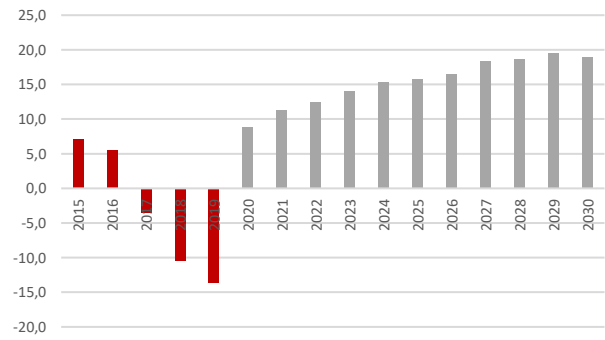
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



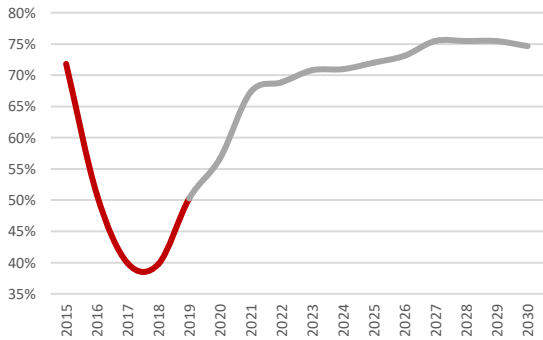
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



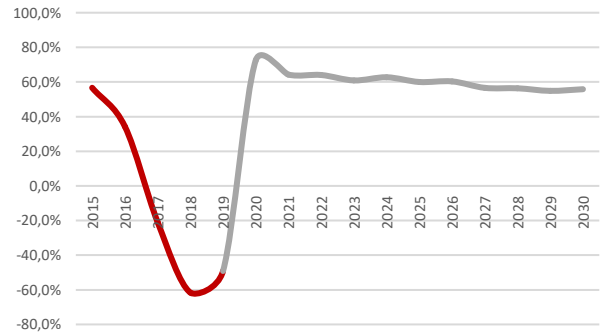
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto [%]



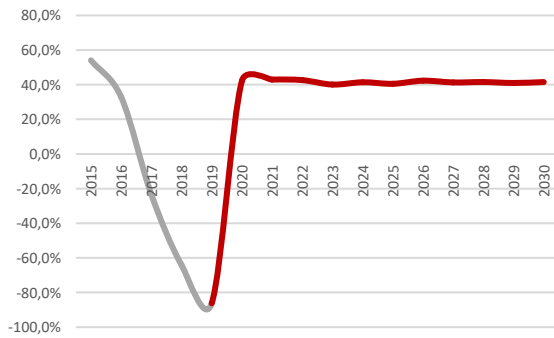
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA [%]



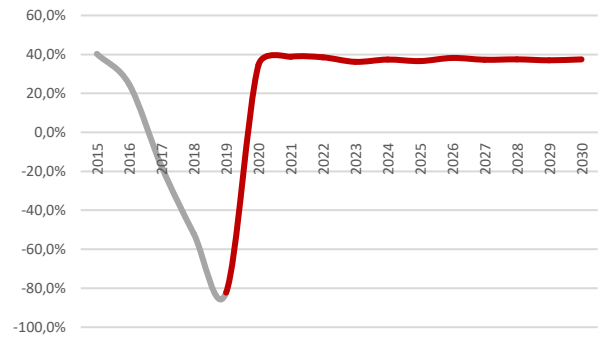
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	5,9	10,2	9,9	12,2	14,4	15,6	14,7	13,9	13,0	12,2	11,4	10,5
Rzeczowe aktywa trwałe	0,8	4,1	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	1,1	3,3	5,6	6,7	5,8	5,0	4,1	3,3	2,4	1,5
Aktywa finansowe	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	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	4,5	5,7	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Rozliczenia międzyokresowe	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	33,1	17,7	27,7	39,1	51,7	65,9	81,2	97,0	113,5	132,1	150,8	170,4
Aktywowane koszty gier komputerowych	15,6	9,5	11,3	14,7	18,0	20,9	23,7	25,4	27,4	29,4	31,2	32,9
Należności z tytułu dostaw i usług	3,8	2,5	4,6	5,4	6,0	6,9	6,9	7,2	7,4	8,4	8,5	8,9
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe należności	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Rozliczenia międzyokresowe	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,2	4,0	9,7	17,0	25,7	36,0	48,5	62,4	76,7	92,2	109,0	126,5
Aktywa razem	38,9	27,9	37,6	51,3	66,1	81,4	95,9	110,8	126,5	144,3	162,1	180,9
Kapitał własny	34,9	21,2	30,0	41,3	53,7	67,7	83,1	98,8	115,3	133,6	152,3	171,8
Zobowiązania długoterminowe	0,7	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,1	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Zobowiązania krótkoterminowe	3,3	3,5	4,5	6,9	9,3	10,6	9,8	9,0	8,2	7,6	6,7	6,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1,1	0,8	1,2	1,4	1,5	1,8	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,3
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	1,8	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	1,1	3,3	5,5	6,7	5,8	5,0	4,1	3,2	2,4	1,5
Pasywa razem	38,9	27,9	37,6	51,3	66,1	81,4	95,9	110,8	126,5	144,3	162,1	180,9
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	20,1	16,7	25,6	29,1	32,4	38,6	41,1	42,9	43,2	49,1	50,0	52,7
Wynik brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	14,5	19,6	22,3	27,4	29,1	30,9	31,6	37,1	37,7	39,8
EBITDA	-12,4	-8,2	18,6	18,7	20,7	23,5	25,8	25,8	26,1	27,8	28,2	28,9
Amortyzacja	10,3	1,4	7,8	6,2	6,9	8,0	8,7	8,4	7,8	7,5	7,4	7,3
EBIT	-12,9	-14,4	10,8	12,5	13,8	15,5	17,0	17,4	18,3	20,3	20,8	21,6
Wynik brutto	-13,2	-14,4	10,8	12,5	13,8	15,5	17,0	17,5	18,3	20,3	20,8	21,7
Wynik netto	-10,5	-13,7	8,8	11,3	12,5	14,0	15,3	15,7	16,5	18,3	18,7	19,5
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
CF operacyjny	-5,0	-6,2	6,9	9,1	11,3	13,2	14,7	15,7	15,9	16,9	17,9	18,3
CF inwestycyjny	-0,1	-0,1	-1,6	-4,1	-4,8	-4,2	-2,1	-1,9	-1,6	-1,4	-1,1	-0,8
CF finansowy	9,9	-1,0	0,4	2,2	2,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF netto	4,8	-7,2	5,8	7,2	8,7	10,3	12,5	13,8	14,3	15,5	16,8	17,5
Środki pieniężne na początek okresu	6,4	11,2	8,2	15,1	23,1	33,2	45,3	58,9	73,0	88,3	104,8	122,1
Środki pieniężne na koniec okresu	11,2	4,0	9,7	17,0	25,7	36,0	48,5	62,4	76,7	92,2	109,0	126,5
Dynamiki / marże / wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-2,0%	-17,2%	53,6%	13,6%	11,4%	19,4%	6,3%	0,6%	0,6%	13,8%	1,7%	5,5%
EBITDA zmiana r/r	189,1%	-34,0%	-326,7%	0,6%	11,0%	13,6%	9,4%	0,1%	1,1%	6,7%	1,2%	2,7%
EBIT zmiana r/r	168,6%	11,3%	-175,1%	15,8%	10,6%	12,2%	9,7%	2,4%	5,0%	11,0%	2,2%	4,2%
Wynik netto zmiana r/r	191,9%	30,8%	-164,4%	27,7%	10,5%	12,2%	9,7%	2,4%	5,0%	11,0%	2,2%	4,2%
Marża brutto na sprzedaży	39,8%	50,3%	56,7%	67,3%	68,8%	70,8%	71,0%	72,0%	73,1%	75,5%	75,5%	75,5%
Marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	72,5%	64,3%	64,0%	60,9%	62,7%	60,0%	60,3%	56,6%	56,4%	54,9%
Marża EBIT	-64,1%	-86,2%	42,2%	43,0%	42,7%	40,1%	41,4%	40,5%	42,3%	41,3%	41,5%	41,0%
Marża netto	-52,1%	-82,3%	34,5%	38,8%	38,5%	36,2%	37,4%	36,6%	38,2%	37,3%	37,5%	37,0%
ROE	-30,0%	-64,7%	29,4%	27,3%	23,2%	20,7%	18,5%	15,9%	14,3%	13,7%	12,3%	11,4%
ROA	-26,9%	-49,1%	23,5%	22,0%	18,9%	17,2%	16,0%	14,2%	13,0%	12,7%	11,5%	10,8%
Dług netto [mln PLN]	-11,2	-4,0	-9,7	-17,0	-25,7	-36,0	-48,5	-62,4	-76,7	-92,2	-109,0	-126,5
Dług netto/Kapitał własny	-32,2%	-18,8%	-32,5%	-41,1%	-47,8%	-53,2%	-58,5%	-63,2%	-66,5%	-69,1%	-71,6%	-73,6%
Dług netto/EBITDA	0,9	0,5	-0,5	-0,9	-1,2	-1,5	-1,9	-2,4	-2,9	-3,3	-3,9	-4,4
Dług netto/EBIT	0,9	0,3	-0,9	-1,4	-1,9	-2,3	-2,9	-3,6	-4,2	-4,5	-5,3	-5,9
EV [mln PLN]	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1	107,1
CAPEX/Przychody	1,2%	0,7%	6,2%	14,2%	14,7%	11,0%	5,2%	4,4%	3,7%	2,8%	2,2%	1,6%
CAPEX/Amortyzacja	49,4%	9,2%	122,8%	220,0%	186,3%	135,5%	71,5%	68,8%	65,5%	61,3%	56,1%	49,3%
Amortyzacja/Przychody	51,3%	8,1%	5,1%	6,5%	7,9%	8,1%	7,3%	6,4%	5,7%	4,5%	3,9%	3,2%
Zmiana KO/Przychody	-38,9%	-62,8%	16,0%	13,8%	11,6%	9,5%	6,8%	4,4%	5,1%	5,6%	3,8%	3,8%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-1952,9%	-301,8%	-45,8%	-115,4%	-113,3%	-58,3%	-115,9%	-98,8%	-899,5%	-46,5%	-230,5%	-73,4%
MC/S	5,3	6,4	4,2	3,7	3,3	2,8	2,6	2,5	2,5	2,2	2,1	2,0
P/E	-	-	12,1	9,5	8,6	7,7	7,0	6,8	6,5	5,8	5,7	5,5
P/BV	3,1	5,1	3,6	2,6	2,0	1,6	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6
P/CE	-	-	0,7	0,9	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
EV/EBITDA	-	-	5,8	5,7	5,2	4,5	4,2	4,2	4,1	3,8	3,8	3,7
EV/EBIT	-	-	9,9	8,6	7,8	6,9	6,3	6,1	5,9	5,3	5,2	5,0
EV/S	5,3	6,4	4,2	3,7	3,3	2,8	2,6	2,5	2,5	2,2	2,1	2,0
BVPS	2,9	1,8	2,5	3,5	4,5	5,7	7,0	8,3	9,7	11,2	12,8	14,4
EPS	-	-	0,7	0,9	1,0	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
CEPS	-	-	12,1	9,5	8,6	7,7	7,0	6,8	6,5	5,8	5,7	5,5
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,00 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	13,9	-	-	19.10.2020	07:00 CEST	9,00	48 210
kupuj	13,6	-	-	10.08.2020	07:00 CEST	9,12	51 732

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'20*:	, 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%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	25%	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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowo inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na 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 portfelowo inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 19.10.2020 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać 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 16.10.2020 roku:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, 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.