



Dom Maklerski BDM S.A.

# ARTIFEX MUNDI

## RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów Artifex Mundi i wydajemy zalecenie Kupuj, podnosząc cenę docelową do 22,5 PLN/akcję. Spółka z miesiąca na miesiąc udowadnia jak duży potencjał drzemie w aplikacji „Unsolved”, pokazując w odczytach przychodowych poziomy sięgające 1,8 mln PLN miesięcznie, co jest wysokością znacznie przewyższającą nasze wcześniejsze szacunki. W poprzedniej rekomendacji spodziewaliśmy się przychodów w 2021 roku z tego źródła na poziomie 7,2 mln PLN, obecnie uważamy, że realnym poziomem jest 25,5 mln PLN. Warto zauważyć, iż produkt ten cały czas znajduje się w początkowej fazie, a plany jego rozwoju są rozpisane na wiele miesięcy w przód. Obecnie deweloper pracuje nad rozbudową metagry o nowe funkcjonalności (gift pass, reklamy, waluta premium, metaosiągnięcia), a także nad nowymi ścieżkami UA (Google Ads, Unity Ads, IronSource). Wszystko to naszym zdaniem będzie miało wpływ na dalszą poprawę ścieżki wynikowej spółki.

### 1Q'21

Artifex Mundi w 1Q'21 wypracował 10,5 mln PLN przychodów (+87% r/r), w tym 4,1 mln PLN wygenerował sam „Unsolved” co jest znacznie wyższym poziomem od naszych założeń z poprzedniej rekomendacji. Spodziewamy się, że EBIT w tym okresie wyniósł 3,6 mln PLN, a zysk netto 3,1 mln PLN.

### Unsolved

Od początku roku aplikacja ta zdążyła wygenerować 4,1 mln PLN przy UA na poziomie 2,9 mln PLN. Liczymy, że w związku kolejnymi jej aktualizacjami, rozbudową o nowe funkcjonalności oraz dołączeniem nowych kanałów reklamowych tytuł ten będzie dalej dynamicznie się rozwijał i poprawiał swoje wyniki w kolejnych okresach. Pragniemy zwrócić uwagę, iż spółka w najbliższym czasie zamierza dodać do swojej aplikacji nowy sposób monetyzacji – poprzez reklamy, co z jednej strony wpłynie na kanibalizację mikrotransakcji ale w ostatecznym rozrachunku będzie stanowiło wartość dodaną napędzającą kolejne odczyty.

### HOPY

W związku z wysoką bazą przychodową segmentu gier HOPA z 2020 roku, którego wyniki zostały napędzone pandemią spodziewamy się, że spółce nie uda utrzymać się tak wysokich poziomów monetyzacji. Jednak dzięki dalszemu portowaniu HOPÓW na konsole, będą to znacznie wyższe poziomy niż w 2019 roku. W 2021 spodziewamy się przychodów z tej gałęzi działalności w wysokości 18,0 mln PLN (-13,3% r/r). W latach 2022-2024 prognozujemy utrzymanie się stabilnej monetyzacji na poziomie ok. 17-18 mln PLN.

### Bladebound

W związku z przejściem do trybu low maintenance, spodziewamy się utrzymania przychodów na zbliżonym poziomie do ostatnich odczytów z końcówki 2020 roku (ok. 0,3 mln miesięcznie), co przełoży się na 3,6 mln PLN w całym 2021 roku.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	20,1	16,7	25,7	47,9	52,3	74,7
EBITDA [mln PLN]	-12,4	-8,2	17,0	20,4	22,2	30,5
EBIT [mln PLN]	-12,9	-14,4	10,0	14,0	15,1	22,4
Wynik brutto [mln PLN]	-13,2	-14,4	10,2	13,5	14,7	21,9
Wynik netto [mln PLN]	-10,5	-13,7	8,2	12,2	13,2	19,7
P/BV	6,1	10,0	7,2	5,4	4,1	3,0
P/E	-	-	25,7	18,5	17,0	11,4
EV/EBITDA	-	-	12,5	11,0	10,1	7,4
EV/EBIT	-	-	21,2	16,1	14,8	10,0
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 22,5 PLN**

16 KWIETNIA 2021, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	22,5
Potencjał do wzrostu / spadku	27%
Koszt kapitału	10%
Cena rynkowa [PLN]	17,8
Kapitalizacja [mln PLN]	211,8
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	18,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,1
Stopa zwrotu za 3 mc	64,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	97,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	122,5%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie akcjonariuszy	19,9%
Greenlight FIZ AN	13,1%
Nationale-Nederlanden OFE	11,8%
Aviva Investors Poland TFI	10,0%
Robert Mikuszewski	5,5%
Adrian Dębowski	5,5%
Pozostali	34,3%

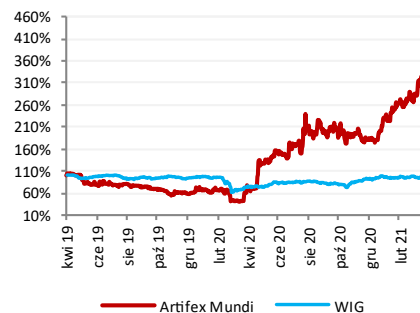
**Krzysztof Tkocz**

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 4Q'20 .....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	9
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	11

**ARTIFEX MUNDI**

Rekomendacja	Kupuj
Wycena końcowa [PLN]	22,5
Cena rynkowa [PLN]	17,8
Kapitalizacja [mln PLN]	211,8

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	5,6	7,7	5,5	6,8	10,5	11,4	12,6	13,4
Zysk brutto ze sprzedaży	3,3	4,8	3,2	4,5	7,3	8,6	9,4	10,2
SG&A	3,0	3,5	3,2	3,4	6,9	8,5	8,9	9,6
PPO/PKO	-0,7	-0,2	0,1	-1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	3,5	6,1	4,1	3,2	5,2	4,5	5,3	5,3
EBIT	1,8	4,0	2,4	1,7	3,6	3,0	3,7	3,7
Zysk brutto	1,7	4,1	2,4	1,9	3,5	2,9	3,6	3,6
Zysk netto	1,4	3,4	2,0	1,4	3,1	2,6	3,2	3,2

Wskaźniki	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody zmiana r/r	40,4%	88,2%	36,3%	52,5%	87,1%	47,8%	126,5%	95,7%
EBITDA zmiana r/r	75,1%	111,6%	65,6%	-120,8%	47,4%	-25,8%	29,3%	64,2%
Zysk netto zmiana r/r	431,1%	273,5%	135,5%	-109,2%	122,9%	-24,6%	63,2%	123,4%
Marża brutto na sprzedaży	59,0%	62,2%	57,8%	65,4%	69,2%	75,3%	75,0%	76,4%
Marża EBITDA	63,1%	78,8%	73,7%	47,4%	49,7%	39,5%	42,1%	39,8%
Marża EBIT	32,6%	51,9%	43,7%	25,5%	34,2%	25,9%	29,5%	27,8%
Marża netto	25,0%	44,0%	35,8%	21,2%	29,8%	22,4%	25,8%	24,2%

Główne założenia	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	25,81	29,52	25,73	47,87	52,32	74,73	78,26	92,06	89,83	106,38
HOPY	20,41	18,78	20,80	18,00	17,68	17,41	17,21	13,78	11,24	9,34
PC/Mobile	11,61	8,01	13,30	7,84	5,19	3,83	3,01	2,63	2,34	2,22
Konsole	8,80	10,77	7,50	10,16	12,50	13,58	14,20	11,15	8,90	7,12
F2P	4,31	9,92	3,98	29,11	33,98	56,76	60,58	77,88	78,25	96,76
Bledbound	1,93	2,73	2,15	3,63	3,24	3,16	3,08	2,77	2,36	1,77
Unsolved	2,36	7,20	1,71	25,48	28,90	26,25	23,63	21,26	19,76	18,57
Unsolved 2	0,00	0,00	0,00	0,00	1,64	24,46	27,75	25,20	22,68	20,41
Unsolved 3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,56	23,23	26,36	23,94
Unsolved 4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,48	22,07
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	0,20	2,89	4,57	5,41	5,32	4,78
RPG3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,30	5,21
Premium	1,07	0,82	0,94	0,76	0,65	0,55	0,47	0,40	0,34	0,29
UA	0,50	4,75	0,47	18,46	21,00	32,77	32,95	38,83	35,56	42,84
Unsolved	0,50	4,75	0,47	18,46	20,56	18,02	15,32	11,92	8,94	6,71
Unsolved 2	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	12,92	14,34	11,60	9,86	7,61
Unsolved 4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	12,92
Unsolved 5	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RPG3	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,09	2,37
Tantiemy	4,00	5,19	3,56	7,50	8,19	11,15	12,04	14,11	14,40	16,65
USD/PLN	3,878	3,907	3,896	3,802	3,813	3,755	3,689	3,626	3,626	3,626

**Główne czynniki ryzyka:** 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzanego 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 9) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple – iOS 14.0.

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E	-	25,7	18,5	17,0	11,4
P/BV	10,0	7,2	5,4	4,1	3,0
EV/ EBITDA	-	12,5	11,0	10,1	7,4
EV/EBIT	-	21,2	16,1	14,8	10,0
EV/S	12,7	8,2	4,7	4,3	3,0
MC/S	12,7	8,2	4,7	4,3	3,0
BVPS	1,8	2,5	3,3	4,3	5,9
EPS	-	0,7	1,0	1,0	1,6
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody	16,7	25,7	47,9	52,3	74,7
Zysk brutto ze sprzedaży	8,4	15,8	35,5	39,2	58,3
SG&A	12,4	13,1	33,9	37,2	52,3
PPO/PKO	-18,6	-2,6	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-8,2	17,0	20,4	22,2	30,5
EBIT	-14,4	10,0	14,0	15,1	22,4
Zysk brutto	-14,4	10,2	13,5	14,7	21,9
Zysk netto	-13,7	8,2	12,2	13,2	19,7

Wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody zmiana r/r	-17,2%	54,5%	86,1%	9,3%	42,8%
EBITDA zmiana r/r	-34,0%	-307,3%	20,0%	9,3%	37,3%
Zysk netto zmiana r/r	30,8%	-160,2%	47,7%	8,6%	49,3%
Marża brutto na sprzedaży	50,3%	61,4%	74,2%	75,0%	78,1%
Marża EBITDA	-49,1%	65,9%	42,5%	42,5%	40,9%
Marża EBIT	-86,2%	38,9%	29,2%	28,9%	30,0%
Marża netto	-82,3%	32,0%	25,4%	25,3%	26,4%
ROE	-64,7%	28,0%	29,3%	24,1%	26,5%
ROA	-49,1%	23,1%	24,8%	21,2%	23,8%

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>10,2</b>	<b>7,9</b>	<b>10,3</b>	<b>12,5</b>	<b>13,9</b>
WNIP	0,3	0,2	2,4	4,6	5,8
Rzeczowe aktywa trwałe	4,1	3,3	3,3	3,3	3,3
Pozostałe aktywa trwałe	5,9	4,5	4,7	4,7	4,8
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>17,7</b>	<b>27,8</b>	<b>38,8</b>	<b>49,8</b>	<b>68,9</b>
Aktywowane koszty gier komputerowych	9,5	12,3	18,0	23,7	29,1
Należności z tytułu dostaw i usług	3,9	4,2	5,5	5,5	7,9
Środki pieniężne	4,0	11,0	15,0	20,3	31,7
Pozostałe aktywa obrotowe	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Aktywa razem</b>	<b>27,9</b>	<b>35,7</b>	<b>49,1</b>	<b>62,4</b>	<b>82,8</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>21,2</b>	<b>29,4</b>	<b>41,6</b>	<b>54,8</b>	<b>74,5</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2,8	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,1	2,3	3,5	3,5	4,3
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>27,9</b>	<b>35,7</b>	<b>49,1</b>	<b>62,4</b>	<b>82,8</b>
Dług netto	-4,0	-10,3	-14,3	-19,6	-30,9
Dług netto/ Kapitał własny	-18,8%	-35,0%	-34,4%	-35,7%	-41,5%
Dług netto/ EBITDA	0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0

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

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 22,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 26,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 284,7 mln PLN, czyli **22,5 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	284,7	22,5	27%
B	Wycena porównawcza	335,3	26,6	49%
<b>C = (100%*A + 0%*B)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>284,7</b>	<b>22,5</b>	<b>27%</b>

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%. Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

### Główne założenia modelu:

- W 2021 roku prognozujemy 47,9 mln PLN przychodów. W związku z wysoką bazą przychodową segmentu gier HOPA z 2020 roku, którego wyniki zostały napędzone pandemią spodziewamy się spadku przychodów z tej gałęzi działalności spółki do 18,0 mln PLN (-13,3% r/r). W latach 2022-2024 prognozujemy utrzymanie się monetyzacji na poziomie ok. 17-18 mln PLN. Spodziewamy się, że w tym okresie segment F2P w tym „Unsolved” będzie motorem napędowym wyników i wygeneruje 25,5 mln PLN przychodów. W całym 2021 roku prognozujemy 20,4 mln EBITDA oraz 12,2 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, scenariusz, w którym spółka skupia się na rozwoju aplikacji „Unsolved”, tym samym zaprzestaje wydawania nowych gier. Prognozujemy dalszą kontynuację portowania HOPÓW na konsole, zakładamy 9-10 rocznie aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności.
- 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 2021 roku będzie w stanie wygenerować ok. 25,5 mln przychodów, przy UA na poziomie 18,5 mln PLN.
- „Bladebound” – w związku z przejściem do trybu low maintenance i utrzymaniem okrojonego składu deweloperów pracujących nad tym tytułem, spodziewamy się utrzymania przychodów na zbliżonym poziomie do ostatnich odczytów z końcówki 2020 roku (ok. 0,3 mln miesięcznie), co przełoży się na 3,6 mln PLN w całym 2021 roku.
- 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.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2030 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2020 roku.
- Program motywacyjny – warunkiem objęcia maksymalnej liczby akcji w pierwszym etapie, czyli latach 2021-2022, ma być wypracowanie w tym okresie łącznie 25 mln PLN zysku netto, natomiast w drugim etapie, w latach 2023-24, 35 mln PLN zysku. Na potrzeby realizacji programu, zarząd ma zostać upoważniony do emisji łącznie nie więcej niż ok. 730 tys. akcji po cenie emisyjnej równej średniemu kursowi z 4Q'20, czyli 9,01 PLN. Spodziewamy się jego realizacji, tym samym ujmujemy go w naszym modelu.
- Do obliczeń przyjęliśmy 12,6 mln szt. akcji (aktualna ilość 11,9 mln + 0,7 mln sztuk ze zrealizowanego programu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 16.04.2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 284,7 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 22,5 PLN.**

## Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	47,9	52,3	74,7	78,3	92,1	89,8	106,4	106,3	117,4	112,5
EBIT [mln PLN]	14,0	15,1	22,4	24,4	30,1	30,9	38,1	38,7	43,2	42,5
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]	1,4	1,5	2,2	2,4	3,0	3,1	3,8	3,9	4,3	4,2
NOPLAT [mln PLN]	12,6	13,6	20,1	22,0	27,1	27,8	34,3	34,8	38,9	38,2
Amortyzacja: [mln PLN]	1,5	2,2	2,8	2,8	2,6	2,5	2,3	2,2	2,0	1,9
CAPEX [mln PLN]	-3,7	-4,4	-4,0	-2,3	-2,1	-2,0	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-6,0	-5,7	-7,2	-5,0	-5,6	-4,8	-6,1	-4,9	-5,5	-4,4
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]	4,4	5,7	11,8	17,5	22,0	23,5	28,6	30,4	33,9	34,3
DFCF [mln PLN]	4,1	4,8	9,0	12,2	13,9	13,5	14,9	14,4	14,5	13,4
Suma DFCF [mln PLN]	114,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	410,0									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	159,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	274,4									
Dług netto 2020 [mln PLN]	-10,3									
Dywidenda 2021 [mln PLN]	0,0									
Akcje własne [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>284,7</b>									
Ilość akcji [tys.]	12,6									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>22,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	86,1%	9,3%	42,8%	4,7%	17,6%	-2,4%	18,4%	-0,1%	10,4%	-4,2%
EBIT zmiana r/r	39,8%	8,3%	47,8%	9,2%	23,2%	2,6%	23,4%	1,5%	11,8%	-1,7%
FCF zmiana r/r	-16,2%	29,2%	107,4%	48,7%	25,6%	6,9%	21,7%	6,2%	11,4%	1,3%
Marża EBITDA	42,5%	42,5%	40,9%	42,6%	42,3%	44,0%	43,6%	44,1%	43,8%	45,1%
Marża EBIT	29,2%	28,9%	30,0%	31,2%	32,7%	34,4%	35,8%	36,4%	36,8%	37,8%
Marża NOPLAT	26,3%	26,0%	27,0%	28,1%	29,4%	30,9%	32,2%	32,7%	33,1%	34,0%
CAPEX / Przychody	7,8%	8,5%	5,4%	2,9%	2,3%	2,2%	1,7%	1,6%	1,3%	1,2%
CAPEX / Amortyzacja	245,3%	199,8%	143,0%	82,8%	81,8%	80,7%	79,5%	78,0%	76,4%	74,5%
Zmiana KO / Przychody	12,5%	11,0%	9,6%	6,3%	6,1%	5,3%	5,8%	4,6%	4,7%	3,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	27,0%	129,1%	32,0%	140,4%	40,4%	-213,2%	37,1%	-8277,5%	49,5%	-88,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	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	4,1%	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	24,1	25,0	26,1	27,4	28,9	30,6	32,8	35,4	38,6
	1	22,1	22,9	23,8	24,8	26,0	27,4	29,0	31,0	33,4
	1,1	20,5	21,2	21,9	22,7	23,7	24,8	26,0	27,5	29,3
	1,2	19,1	19,6	20,2	20,9	21,7	22,5	23,6	24,7	26,1
	1,3	17,8	18,3	18,8	19,3	20,0	20,7	21,5	22,4	23,5
	1,4	16,7	17,1	17,5	18,0	18,5	19,1	19,8	20,5	21,4
	1,5	15,7	16,0	16,4	16,8	17,2	17,7	18,3	18,9	19,6

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%	26,3	27,5	28,8	30,5	32,4	34,7	37,6	41,2	45,9
	5%	22,1	22,9	23,8	24,8	26,0	27,4	29,0	31,0	33,4
	6%	19,1	19,6	20,2	20,9	21,7	22,5	23,6	24,7	26,1
	7%	16,7	17,1	17,5	18,0	18,5	19,1	19,8	20,5	21,4
	8%	14,8	15,1	15,4	15,7	16,1	16,5	17,0	17,5	18,1
	9%	13,2	13,4	13,7	13,9	14,2	14,5	14,8	15,2	15,6
	10%	11,9	12,1	12,3	12,5	12,7	12,9	13,1	13,4	13,7

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%	42,5	39,4	36,8	34,7	32,9	31,3	30,0	28,8	27,8
	5%	33,0	30,8	28,9	27,4	26,1	25,0	24,0	23,2	22,4
	6%	26,8	25,1	23,7	22,5	21,6	20,7	20,0	19,4	18,8
	7%	22,3	21,0	20,0	19,1	18,3	17,7	17,1	16,6	16,2
	8%	19,1	18,0	17,2	16,5	15,9	15,4	15,0	14,6	14,2
	9%	16,6	15,7	15,1	14,5	14,0	13,6	13,3	13,0	12,7
	10%	14,6	13,9	13,4	12,9	12,5	12,2	11,9	11,6	11,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

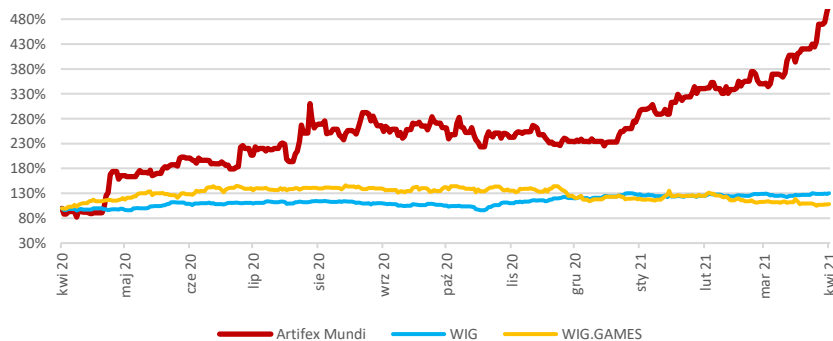
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Artifex Mundi metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **26,6 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]

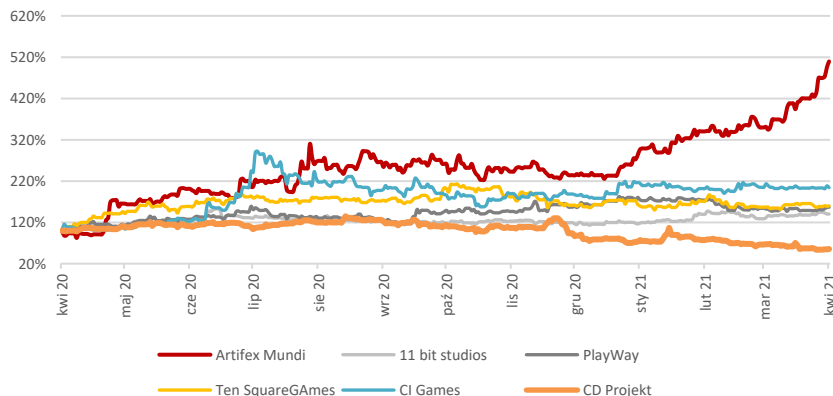
	P/E			EV/EBITDA		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
11 bit studios	71,8	27,4	10,1	42,5	17,7	6,9
PlayWay	64,2	-	-	8,0	18,0	-
Ten Square Games	16,2	13,7	13,2	13,5	11,3	10,0
CD Projekt	22,1	24,4	27,0	15,5	16,7	16,8
<b>Mediana grupy</b>	<b>23,3</b>	<b>22,6</b>	<b>16,7</b>	<b>15,5</b>	<b>16,7</b>	<b>11,4</b>
Artifex Mundi	18,7	17,2	11,5	11,2	10,2	7,4
Premia/dyskonto	80,2%	75,9%	-30,9%	72,2%	61,1%	-34,8%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>22,4</b>	<b>23,7</b>	<b>26,0</b>	<b>26,1</b>	<b>31,1</b>	<b>30,1</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>24,0</b>			<b>29,1</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>26,6</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



### Zachowanie kursów od kwietnia 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## Wyniki 4Q'20

Wyniki Artifex Mundi są zgodne ze wcześniejszymi szacunkami opublikowanymi w połowie marca. Szacunkowe wyniki za 4Q'20 po oczyszczeniu o odpis w wysokości ok. 1,6 mln PLN okazały się zbliżone do naszych oczekiwań, zgodnie z zapowiedziami spółki i naszymi założeniami z poprzedniej rekomendacji, Artifex zdecydował się na odpis związany z grą "Bladebound". Tak jak wskazywaliśmy wcześniej, naszym zdaniem najlepsze dla spółki jest ograniczenie zespołu pracującego nad tym projektem, tak aby bez większych nakładów utrzymać obecny poziom monetyzacji przy jednoczesnym zwiększeniu zaangażowania się w nowy projekt RPG, co znacznie przyspieszy jego produkcję i potencjalną premierę. Spółka komunikuje o poszerzaniu swoich kompetencji w zakresie UA i planach rozszerzenia kampanii marketingowych o nowe kanały (Google, Unity, IronSource), tym samym w kolejnych okresach spodziewamy się dalszego dynamicznego skalowania aplikacji „Unsolved”.

Spółka w 4Q'20 wypracowała 6,8 mln PLN przychodów – z czego HOPY 5,1 mln PLN, F2P 1,6 mln PLN a segment premium 0,1 mln PLN), EBIT wyniósł 1,7 mln PLN (w pozostałych kosztach operacyjnych ujęto 1,6 mln odpisu związanego z grą „Bladebound”), a na poziomie zysku netto spółka wypracowała 1,4 mln PLN. W minionym kwartale rozpoczęto na aplikacji „Unsolved” kampanie UA (początkowo testowe, o ograniczonym zakresie), które są kontynuowane, w większej skali w 2021 r. Były one prowadzone niemal wyłącznie z wykorzystaniem Facebooka. Wydatki na akwizycję graczy, poniesione w 2020 r., wyniosły blisko 0,5 mln PLN, przy łącznych blisko 2 mln PLN wydatków na ten cel w miesiącach styczeń-luty 2021 r.

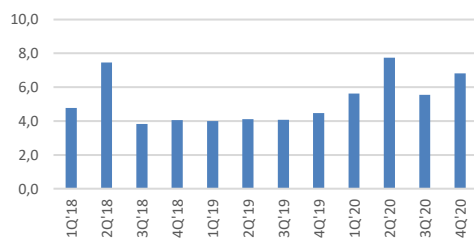
Suma aktywowanych kosztów gier w minionym roku wzrosła o 30% do 12,2 mln PLN (w związku z odpisami na „Bladebound” w 4Q'20 delikatnie spadły o 0,1 mln PLN q/q). Wartość środków pieniężnych i ich ekwiwalentów wzrosła z 4,0 mln PLN na koniec 2019 roku do 11 mln PLN na koniec 2020 roku (z czego o 2,1 mln PLN w 4Q'20).

### 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	3Q'20	4Q'20	2017	2018	2019	2020
Przychody	4,8	7,5	3,8	4,1	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	5,5	6,8	20,5	20,1	16,7	25,7
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	2,2	1,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	3,2	4,5	8,2	8,0	8,4	15,8
SG&A	2,8	6,0	3,6	3,0	2,8	3,1	3,4	3,1	3,0	3,5	3,2	1,0	15,2	15,4	12,4	3,2
PPO/PKO	-0,2	0,0	-0,1	-17,7	-0,6	0,0	0,0	-18,0	-0,7	0,2	-0,1	-1,7	-10,1	-17,6	-18,6	-2,6
EBITDA	3,5	6,0	2,6	-14,6	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	4,1	3,1	-4,3	-12,4	-8,2	17,0
EBIT	1,8	1,6	0,4	-16,6	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	2,4	1,7	-4,8	-12,9	-14,4	10,0
Zysk brutto	1,8	1,4	0,3	-16,7	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,1	2,4	1,9	-4,3	-13,2	-14,4	10,2
Zysk netto	1,4	1,2	0,3	-13,4	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	2,0	1,4	-3,6	-10,5	-13,7	8,2
Przychody zmiana r/r	17,5%	49,9%	-9,7%	-26,5%	-16,3%	44,9%	6,5%	10,1%	40,4%	88,2%	36,3%	52,5%	-9,6%	-2,0%	17,2%	54,5%
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%	135,5%	-	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%	57,8%	65,4%	39,9%	39,8%	50,3%	61,4%
Marża EBITDA	73,3%	80,5%	67,3%	-360,8%	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	79,2%	74,7%	46,1%	-20,9%	-61,6%	-49,1%	65,9%
Marża EBIT	37,3%	21,2%	9,9%	-409,7%	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,9%	43,7%	25,5%	-23,4%	-64,1%	-86,2%	38,9%
Marża netto	28,3%	16,6%	8,4%	-329,6%	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	35,8%	21,2%	-17,5%	-52,1%	-82,3%	32,0%

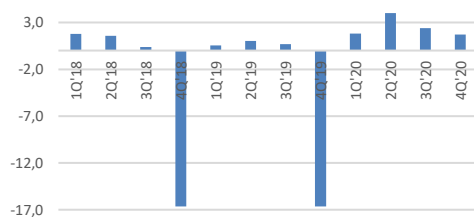
Źródło: BDM S.A., spółka

#### Przychody [mln PLN]



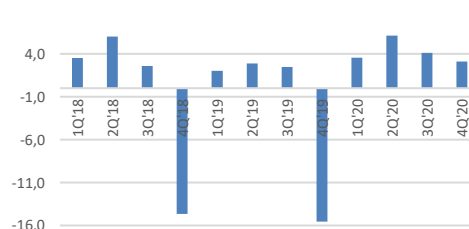
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### EBIT [mln PLN]



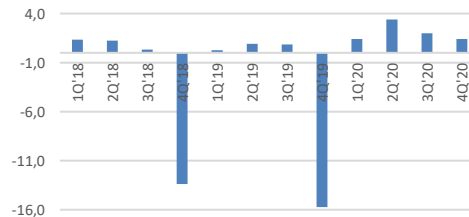
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### 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 1Q'21, które wyniosły 10,5 mln PLN, czyli urosły o 87% r/r. Gry HOPA wygenerowały w tym okresie 5,2 mln PLN, stanowiąc 49% wszystkich przychodów (+7% r/r). Za drugiej tyle (49%) odpowiadał segment gier F2P, który wypracował 5,1 mln PLN (+780% r/r). Za 80% przychodów tego segmentu odpowiadała aplikacja „Unsolved” = 4,1 mln PLN, a nakłady na UA w tym okresie wyniosły 2,9 mln PLN. Gra „Bladebound” odpowiadała za resztę (20%) i wygenerowała 1,0 mln PLN. Natomiast segment gier premium dołożył od siebie skromne 0,2 mln PLN (o 5% więcej r/r). Szacujemy, że w całym 1Q'21 Artifex Mundi osiągnął 3,6 mln PLN EBIT oraz 3,1 mln PLN zysku netto.

Spodziewamy się, że głównym motorem napędowym wyników spółki w 2021 roku będzie aplikacja „Unsolved”. Szacujemy, że jest ona w stanie w tym okresie wypracować 25,5 mln PLN przychodów, przy nakładach na UA na poziomie 18,5 mln PLN. W związku z wysoką bazą wyników z 2020 roku (20,8 mln PLN - napędzane pandemią), prognozujemy spadek przychodów w segmencie HOPÓW o 13,3% r/r do 18,0 mln PLN, co dzięki portowaniu aktualnego portfela gier na konsolę, będą to znacznie wyższe poziomy niż w 2019 roku (14,2 mln PLN). W związku z przejściem „Bladebounda” do trybu low maintenance, spodziewamy się utrzymania przychodów na zbliżonym poziomie do ostatnich odczytów z końcówki 2020 roku (ok. 0,3 mln miesięcznie), co przełoży się na 3,6 mln PLN w tym roku. Jeżeli chodzi o segment gier premium, liczymy na utrzymanie kwartalnej monetyzacji na poziomie ok. 0,2 mln PLN. W całym 2021 roku zakładamy 47,9 mln PLN przychodów, 20,4 mln EBITDA oraz 12,2 mln PLN zysku netto.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	4,8	7,5	3,8	4,1	4,0	4,1	4,1	4,5	10,5	11,4	12,6	13,4
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	2,2	1,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	7,3	8,6	9,4	10,2
EBITDA	3,5	6,0	2,6	-14,6	2,0	2,9	2,5	-15,6	5,2	4,5	5,3	5,3
EBIT	1,8	1,6	0,4	-16,6	0,6	1,0	0,7	-16,6	3,6	3,0	3,7	3,7
Wynik brutto	1,8	1,4	0,3	-16,7	0,6	0,9	0,9	-16,9	3,5	2,9	3,6	3,6
Wynik netto	1,4	1,2	0,3	-13,4	0,3	0,9	0,8	-15,7	3,1	2,6	3,2	3,2
marża brutto	54,8%	29,4%	30,2%	50,1%	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	69,2%	75,3%	75,0%	76,4%
marża EBITDA	73,3%	80,5%	67,3%	-360,8%	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	49,7%	39,5%	42,1%	39,8%
marża EBIT	37,3%	21,2%	9,9%	-409,7%	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	34,2%	25,9%	29,5%	27,8%
marża netto	28,3%	16,6%	8,4%	-329,6%	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	29,8%	22,4%	25,8%	24,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2021-2023 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	20,1	16,7	25,7	47,9	52,3	74,7	78,3	92,1	89,8	106,4	106,3	117,4	112,5
Zysk brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	15,8	35,5	39,2	58,3	60,6	72,2	69,7	84,2	83,9	93,0	88,0
EBITDA	-12,4	-8,2	17,0	20,4	22,2	30,5	33,3	39,0	39,6	46,4	46,9	51,5	50,7
EBIT	-12,9	-14,4	10,0	14,0	15,1	22,4	24,4	30,1	30,9	38,1	38,7	43,2	42,5
Wynik brutto	-13,2	-14,4	10,2	13,5	14,7	21,9	24,0	29,7	30,4	37,7	38,2	42,8	42,0
Wynik netto	-10,5	-13,7	8,2	12,2	13,2	19,7	21,6	26,7	27,4	33,9	34,4	38,5	37,8
marża brutto	39,8%	50,3%	61,4%	74,2%	75,0%	78,1%	77,4%	78,4%	77,6%	79,2%	78,9%	79,2%	78,2%
marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	65,9%	42,5%	42,5%	40,9%	42,6%	42,3%	44,0%	43,6%	44,1%	43,8%	45,1%
marża EBIT	-64,1%	-86,2%	38,9%	29,2%	28,9%	30,0%	31,2%	32,7%	34,4%	35,8%	36,4%	36,8%	37,8%
marża netto	-52,1%	-82,3%	32,0%	25,4%	25,3%	26,4%	27,6%	29,0%	30,5%	31,9%	32,4%	32,8%	33,6%

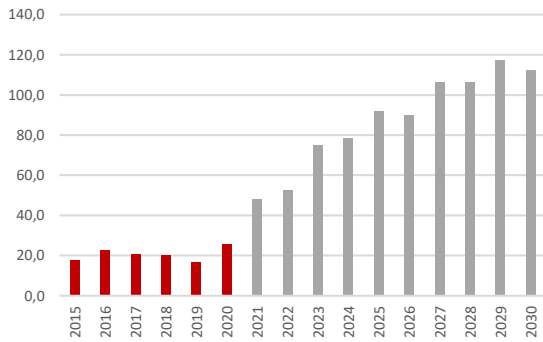
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 19.10.2020 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	29,1	47,9	64,7%	32,4	52,3	61,5%	38,6	74,7	93,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	19,6	35,5	81,6%	22,3	39,2	75,9%	27,4	58,3	112,9%
EBITDA	18,7	20,4	8,8%	20,7	22,2	7,5%	23,5	30,5	30,0%
EBIT	12,5	14,0	11,8%	13,8	15,1	9,7%	15,5	22,4	44,4%
Wynik brutto	12,5	13,5	8,2%	13,8	14,7	6,4%	15,5	21,9	41,5%
Wynik netto	11,3	12,2	7,8%	11,3	13,2	17,0%	14,0	19,7	41,0%
marża brutto	67,3%	74,2%		68,8%	75,0%		70,8%	78,1%	
marża EBITDA	64,3%	42,5%		64,0%	42,5%		60,9%	40,9%	
marża EBIT	43,0%	29,2%		42,7%	28,9%		40,1%	30,0%	
marża netto	38,8%	25,4%		38,5%	25,3%		36,2%	26,4%	
USD/PLN	3,907	3,774	-3,4%	3,880	3,813	-1,7%	3,840	3,755	-2,2%

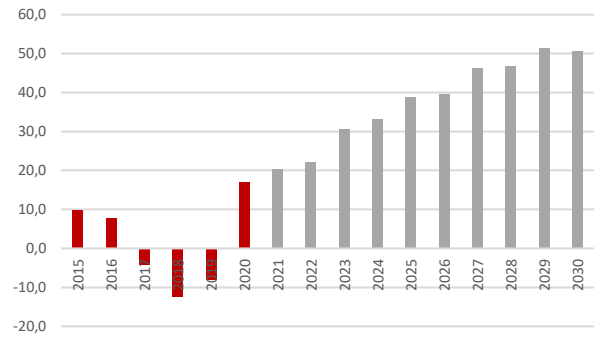
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Przychody [mln PLN]**



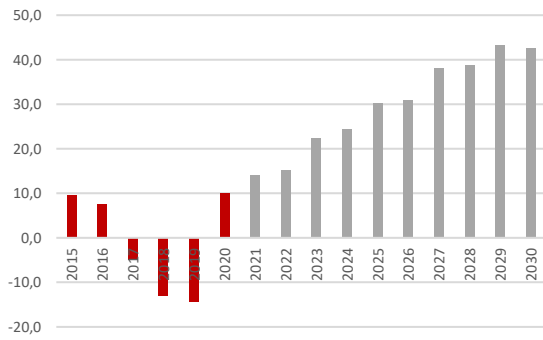
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**



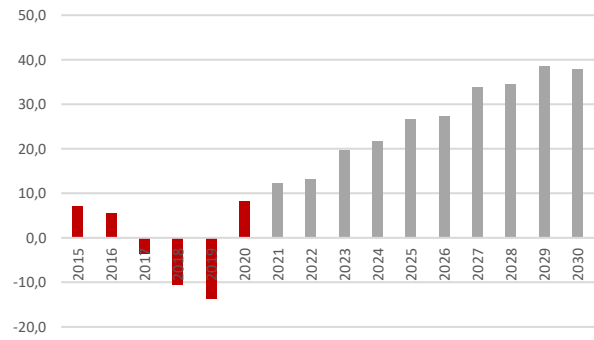
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBIT [mln PLN]**



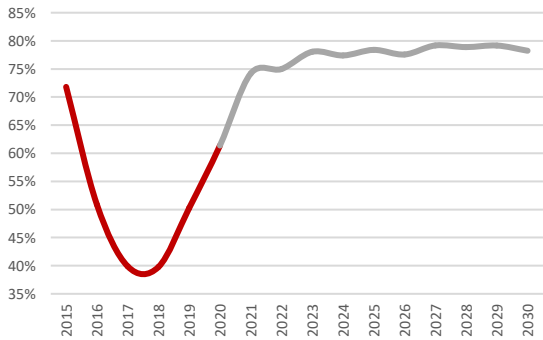
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zysk netto [mln PLN]**



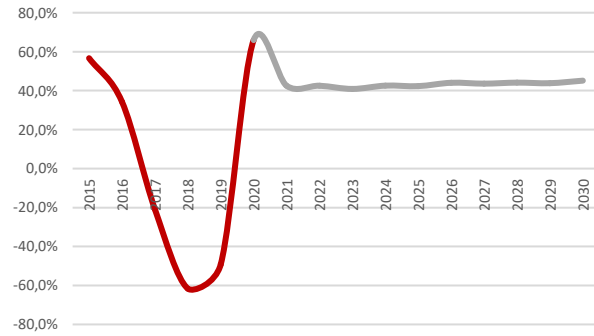
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża brutto [%]**



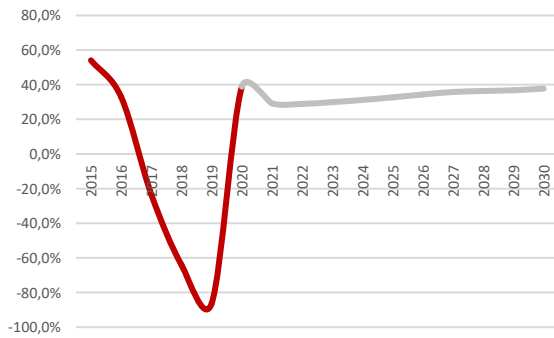
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA [%]**



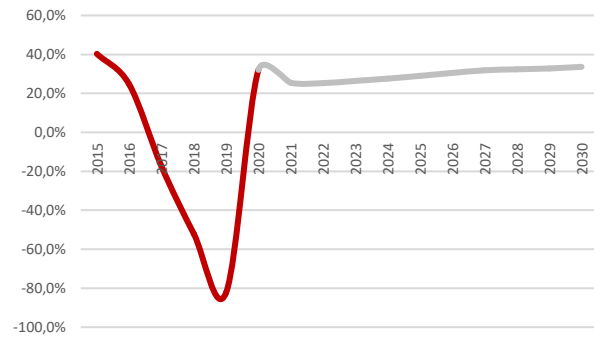
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>10,2</b>	<b>7,9</b>	<b>10,3</b>	<b>12,5</b>	<b>13,9</b>	<b>13,4</b>	<b>13,0</b>	<b>12,5</b>	<b>12,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,3</b>	<b>10,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	4,1	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
Aktywa niematerialne	0,3	0,2	2,4	4,6	5,8	5,3	4,9	4,4	3,9	3,4	3,0	2,5
Pozostałe aktywa trwałe	5,9	4,5	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>17,7</b>	<b>27,8</b>	<b>38,8</b>	<b>49,8</b>	<b>68,9</b>	<b>91,0</b>	<b>118,9</b>	<b>146,6</b>	<b>181,9</b>	<b>216,7</b>	<b>256,3</b>	<b>294,3</b>
Aktywowane koszty gier komputerowych	9,5	12,3	18,0	23,7	29,1	34,1	38,9	43,8	48,9	53,9	58,8	63,5
Należności z tytułu dostaw i usług	3,9	4,2	5,5	5,5	7,9	7,9	9,4	9,1	11,1	10,8	12,0	11,5
Środki pieniężne	4,0	11,0	15,0	20,3	31,7	48,8	70,4	93,5	121,7	151,7	185,2	219,1
Pozostałe aktywa obrotowe	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Aktywa razem</b>	<b>27,9</b>	<b>35,7</b>	<b>49,1</b>	<b>62,4</b>	<b>82,8</b>	<b>104,4</b>	<b>131,9</b>	<b>159,2</b>	<b>194,1</b>	<b>228,4</b>	<b>267,5</b>	<b>305,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>21,2</b>	<b>29,4</b>	<b>41,6</b>	<b>54,8</b>	<b>74,5</b>	<b>96,1</b>	<b>122,8</b>	<b>150,2</b>	<b>184,1</b>	<b>218,5</b>	<b>257,0</b>	<b>294,8</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>7,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,1	2,3	3,5	3,5	4,3	4,3	5,1	5,0	6,0	5,9	6,5	6,2
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
<b>Pasywa razem</b>	<b>27,9</b>	<b>35,7</b>	<b>49,1</b>	<b>62,4</b>	<b>82,8</b>	<b>104,4</b>	<b>131,9</b>	<b>159,2</b>	<b>194,1</b>	<b>228,4</b>	<b>267,5</b>	<b>305,1</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody ze sprzedaży	16,7	25,7	47,9	52,3	74,7	78,3	92,1	89,8	106,4	106,3	117,4	112,5
Wynik brutto ze sprzedaży	8,4	15,8	35,5	39,2	58,3	60,6	72,2	69,7	84,2	83,9	93,0	88,0
EBITDA	-8,2	17,0	20,4	22,2	30,5	33,3	39,0	39,6	46,4	46,9	51,5	50,7
Amortyzacja	1,4	7,0	6,4	7,1	8,2	8,9	8,9	8,7	8,3	8,2	8,2	8,3
EBIT	-14,4	10,0	14,0	15,1	22,4	24,4	30,1	30,9	38,1	38,7	43,2	42,5
Wynik brutto	-14,4	10,2	13,5	14,7	21,9	24,0	29,7	30,4	37,7	38,2	42,8	42,0
Wynik netto	-13,7	8,2	12,2	13,2	19,7	21,6	26,7	27,4	33,9	34,4	38,5	37,8
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
CF operacyjny	-6,2	8,0	5,5	7,5	14,1	19,4	23,7	25,1	30,1	31,7	35,0	35,3
CF inwestycyjny	-0,1	-0,3	-3,7	-4,4	-4,0	-2,3	-2,1	-2,0	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4
CF finansowy	-0,9	-0,8	2,2	2,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF netto	-7,2	7,1	4,0	5,3	11,4	17,1	21,6	23,1	28,2	30,0	33,5	33,9
Środki pieniężne na początek okresu	11,2	4,0	11,0	15,0	20,3	31,7	48,8	70,4	93,5	121,7	151,7	185,2
Środki pieniężne na koniec okresu	4,0	11,0	15,0	20,3	31,7	48,8	70,4	93,5	121,7	151,7	185,2	219,1
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody zmiana r/r	-17,2%	54,5%	86,1%	9,3%	42,8%	4,7%	17,6%	-2,4%	18,4%	-0,1%	10,4%	-4,2%
EBITDA zmiana r/r	-34,0%	-307,3%	20,0%	9,3%	37,3%	9,1%	16,9%	1,5%	17,2%	1,1%	9,7%	-1,4%
EBIT zmiana r/r	11,3%	-169,7%	39,8%	8,3%	47,8%	9,2%	23,2%	2,6%	23,4%	1,5%	11,8%	-1,7%
Wynik netto zmiana r/r	30,8%	-160,2%	47,7%	8,6%	49,3%	9,4%	23,6%	2,7%	23,7%	1,5%	11,9%	-1,8%
Marża brutto na sprzedaży	50,3%	61,4%	74,2%	75,0%	78,1%	77,4%	78,4%	77,6%	79,2%	78,9%	79,2%	78,2%
Marża EBITDA	-49,1%	65,9%	42,5%	42,5%	40,9%	42,6%	42,3%	44,0%	43,6%	44,1%	43,8%	45,1%
Marża EBIT	-86,2%	38,9%	29,2%	28,9%	30,0%	31,2%	32,7%	34,4%	35,8%	36,4%	36,8%	37,8%
Marża netto	-82,3%	32,0%	25,4%	25,3%	26,4%	27,2%	29,0%	30,5%	31,9%	32,4%	32,8%	33,6%
ROE	-64,7%	28,0%	29,3%	24,1%	26,5%	22,5%	21,7%	18,2%	18,4%	15,7%	15,0%	12,8%
ROA	-49,1%	23,1%	24,8%	21,2%	23,8%	20,7%	20,2%	17,2%	17,5%	15,1%	14,4%	12,4%
Dług netto [mln PLN]	-4,0	-10,3	-14,3	-19,6	-30,9	-48,0	-69,6	-92,7	-120,9	-151,0	-184,4	-218,3
Dług netto/Kapitał własny	-18,8%	-35,0%	-34,4%	-35,7%	-41,5%	-50,0%	-56,7%	-61,7%	-65,7%	-69,1%	-71,8%	-74,1%
Dług netto/EBITDA	0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-1,0	-1,4	-1,8	-2,3	-2,6	-3,2	-3,6	-4,3
Dług netto/EBIT	0,3	-1,0	-1,0	-1,3	-1,4	-2,0	-2,3	-3,0	-3,2	-3,9	-4,3	-5,1
EV [mln PLN]	211,8	211,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8	224,8
CAPEX/Przychody	0,7%	-1,3%	7,8%	8,5%	5,4%	2,9%	2,3%	2,2%	1,7%	1,6%	1,3%	1,2%
CAPEX/Amortyzacja	9,2%	-28,2%	245,3%	199,8%	143,0%	82,8%	81,8%	80,7%	79,5%	78,0%	76,4%	74,5%
Amortyzacja/Przychody	8,1%	4,5%	3,2%	4,2%	3,7%	3,5%	2,8%	2,7%	2,2%	2,0%	1,7%	1,7%
Zmiana KO/Przychody	-62,8%	16,9%	12,5%	11,0%	9,6%	6,3%	6,1%	5,3%	5,8%	4,6%	4,7%	3,9%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-301,8%	-47,9%	-27,0%	-129,1%	-32,0%	-140,4%	-40,4%	213,2%	-37,1%	8277,5%	-49,5%	88,3%
MC/S	12,7	8,2	4,7	4,3	3,0	2,9	2,4	2,5	2,1	2,1	1,9	2,0
P/E	-	25,7	18,5	17,0	11,4	10,4	8,4	8,2	6,6	6,5	5,8	5,9
P/BV	10,0	7,2	5,4	4,1	3,0	2,3	1,8	1,5	1,2	1,0	0,9	0,8
P/CE	-	0,7	1,0	1,0	1,6	1,7	2,1	2,2	2,7	2,7	3,0	3,0
EV/EBITDA	-	12,5	11,0	10,1	7,4	6,7	5,8	5,7	4,8	4,8	4,4	4,4
EV/EBIT	-	21,2	16,1	14,8	10,0	9,2	7,5	7,3	5,9	5,8	5,2	5,3
EV/S	12,7	8,2	4,7	4,3	3,0	2,9	2,4	2,5	2,1	2,1	1,9	2,0
BVPS	1,8	2,5	3,3	4,3	5,9	7,6	9,7	11,9	14,6	17,3	20,4	23,3
EPS	-	0,7	1,0	1,0	1,6	1,7	2,1	2,2	2,7	2,7	3,0	3,0
CEPS	-	25,7	18,5	17,0	11,4	10,4	8,4	8,2	6,6	6,5	5,8	5,9
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 17,80 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

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

**Michał Fidelus**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>22,5</b>	<b>kupuj</b>	<b>13,9</b>	<b>16.04.2021</b>	<b>07:00 CEST</b>	<b>17,80</b>	<b>60 280</b>
kupuj	13,9	kupuj	13,6	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 2Q'21\*:

, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:

	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

\* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie [www.bdm.pl](http://www.bdm.pl).

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które 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 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 wahanom 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 portfelow inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelow 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 16.04.2021 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 15.04.2021 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.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.