



Dom Maklerski BDM S.A.

SIMFABRIC

RAPORT ANALITYCZNY

SimFabric to spółka, która budziła sporo kontrowersji w ostatnim czasie. Pomimo licznych komunikatów o trwających produkcjach własnych, żadna z nich jeszcze nie ujrzała światła dziennego, a przychody i zyski spółki generowane są z portfela portowanych i wydawanych gier, usług e-learningowych i co najważniejsze zaliczek na tworzenie projektów zewnętrznych (Koch Media, Nacon) – które według naszych szacunków stanowią prawie 2/3 osiągniętych przychodów. Niemniej jednak prace w spółce postępują, a część realizowanych projektów jest na ostatniej prostej. Spodziewamy się, że w tym roku doczekamy się 3 premier własnych, w tym jednej z najważniejszych czyli „Farm&Fix” oraz 4 portingowych co przełoży się na zysk netto na poziomie 6,4 mln PLN. Zakładamy, że dwie z trzech najciekawszych produkcji (EletriX oraz Architect Life) pojawią się na rynku w 2022 roku i zadebiutują jednocześnie na wszystkich platformach przy wsparciu globalnego wydawcy. Ponadto warto zauważyć, iż SIM „odrywa” się od standardowej drogi podmiotów z grupy PlayWay, idąc w stronę współpracy z globalnymi wydawcami, którzy zapewniają jej środki na produkcje swoich projektów, co z jednej strony minimalizuje ryzyko nieudanej premiery, a z drugiej ogranicza skalę korzyści osiągniętych ze stworzonych tytułów. Mając powyższe na uwadze rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla SimFabric od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 24,1 PLN/akcję, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

SimFabric prowadzi działalność na rynku gier wideo, specjalizując się w portowaniu gier na konsole Nintendo Switch, PS4 i komputery stacjonarne oraz produkcjach własnych gier. Spółka aktualnie pracuje m.in. nad takimi tytułami jak: „Farm&Fix”, „EletriX” czy „Architect Life”.

W pipeline spółki znajdują się ok. 12 produkcji własnych oraz 4 portingowe. Do najlepiej zapowiadających się gier należą wyżej wspomniane „Farm&Fix”, którego wishlista przekracza 100 tys. zapisów, „EletriX” (wishlista – ponad 70 tys.) oraz „Architect Life” (WH – ok. 50 tys.) – spodziewamy się, że trafią one jednocześnie na wszystkie platformy przy udziale globalnych wydawców.

Grupa rozwija swoje kompetencje nie tylko na polu konsolowym i PC ale również pracuje nad projektami mobilnymi jak i VR. Jeżeli chodzi o mobile - trwają m.in. prace nad grą „Thief Stories”. W związku z brakiem track recordu spółki w tym obszarze aktualnie nie uwzględniamy go w wynikach SIM.

Blind Warrior - spółka została powołana jako firma badawczo-rozwojowa do realizacji grantu na projekt SAR (symulatora dla osób niedowidzących i niewidomych) - pomysłodawcy liczą, że uda im się stworzyć nowy rodzaj rozrywki, w której nie będzie potrzebny zmysł wzroku.

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
|------------------------|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 0,8 | 2,7 | 9,5 | 14,2 | 21,4 | 24,3 |
| EBITDA [mln PLN] | 0,1 | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,4 | 14,8 |
| EBIT [mln PLN] | 0,0 | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,3 | 14,7 |
| Wynik brutto [mln PLN] | 0,0 | 0,5 | 3,6 | 7,4 | 16,0 | 18,4 |
| Wynik netto [mln PLN] | 0,0 | 0,4 | 3,5 | 6,4 | 14,4 | 16,5 |
| P/BV | 104,0 | 55,7 | 9,6 | 6,9 | 4,1 | 2,9 |
| P/E | 9682,6 | 280,6 | 36,1 | 19,6 | 8,8 | 7,6 |
| EV/EBITDA | 2419,7 | 238,8 | 33,8 | 17,0 | 8,6 | 7,1 |
| EV/EBIT | 3053,2 | 239,6 | 33,9 | 17,0 | 8,6 | 7,1 |
| DPS | 0,0 | 0 | 0 | 0,2 | 0,3 | 0,7 |
| DY | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,2% | 1,5% | 3,4% |

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

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 24,1 PLN

20 SIERPNIA 2021, 07:00 CEST

| | |
|-------------------------------|--------|
| Wycena końcowa [PLN] | 24,1 |
| Potencjał do wzrostu / spadku | 19% |
| Koszt kapitału | 9,5% |
| Cena rynkowa [PLN] | 20,2 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 125,9 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 6,3 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 25,5 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 18,9 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | -6,3% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | -14,3% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -22,2% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| PlayWay | 45,0% |
| Emil Leszczyński | 16,7% |
| Julia Leszczyńska | 12,8% |
| Pozostali | 25,5% |

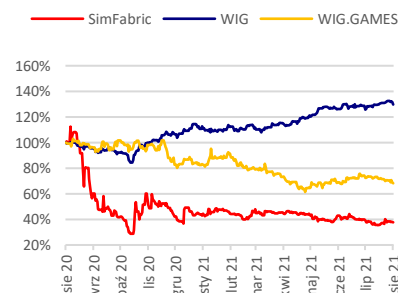
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

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

SPIS TREŚCI:

| | |
|-------------------------------------|----|
| WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA..... | 4 |
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 5 |
| WYCENA DCF..... | 7 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 10 |
| MODEL BIZNESOWY | 11 |
| OTOCZENIE RYNKOWE | 13 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY | 15 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI | 18 |

| SIMFABRIC | | | | | | | | | Wskaźniki rynkowe | | | | | |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---|---------|--------|--------|--------|--------|
| Rekomendacja | Kupuj | | | | | | | | P/E | 280,6 | 36,1 | 19,6 | 8,8 | 7,6 |
| Wycena końcowa [PLN] | 24,1 | | | | | | | | P/BV | 55,7 | 9,6 | 6,9 | 4,1 | 2,9 |
| Cena rynkowa [PLN] | 20,2 | | | | | | | | EV/ EBITDA | 238,8 | 33,8 | 17,0 | 8,6 | 7,1 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 125,9 | | | | | | | | EV/EBIT | 239,6 | 33,9 | 17,0 | 8,6 | 7,1 |
| | | | | | | | | | EV/S | 47,5 | 12,4 | 7,9 | 5,0 | 4,3 |
| | | | | | | | | | MC/S | 47,5 | 13,3 | 8,9 | 5,9 | 5,2 |
| | | | | | | | | | BVPS | 0,4 | 2,1 | 2,9 | 4,9 | 6,9 |
| | | | | | | | | | EPS | 0,1 | 0,6 | 1,0 | 2,3 | 2,6 |
| | | | | | | | | | DPS (w danym roku) | 0,5 | 2,4 | 2,2 | 1,4 | 1,3 |
| Wyniki Q [mln PLN] | | | | | | | | | Wyniki roczne [mln PLN] | | | | | |
| Przychody | 1,3 | 1,9 | 1,6 | 4,7 | 2,5 | 3,1 | 3,3 | 5,3 | Przychody | 2,7 | 9,5 | 14,2 | 21,4 | 24,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,2 | 1,2 | 1,6 | 1,1 | 3,3 | Zysk brutto ze sprzedaży | 0,5 | 3,4 | 7,2 | 12,3 | 14,7 |
| SG&A | 1,1 | 1,7 | 0,8 | 2,5 | 1,2 | 1,5 | 2,2 | 2,0 | SG&A | 2,1 | 6,0 | 7,0 | 9,1 | 9,6 |
| PPO/PKO | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | PPO/PKO | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,3 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 3,3 | EBITDA | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,4 | 14,8 |
| EBIT | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,3 | 1,2 | 0,9 | 1,1 | 3,3 | EBIT | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,3 | 14,7 |
| Zysk brutto | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,4 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 4,2 | Zysk brutto | 0,5 | 3,6 | 7,4 | 16,0 | 18,4 |
| Zysk netto | 0,2 | 0,1 | 0,7 | 2,4 | 1,1 | 0,5 | 1,0 | 3,8 | Zysk netto | 0,4 | 3,5 | 6,4 | 14,4 | 16,5 |
| Wskaźniki | | | | | | | | | Wskaźniki | | | | | |
| Przychody zmiana r/r | 423,0% | 372,1% | 137,8% | 253,7% | 92,4% | 64,7% | 106,7% | 12,7% | Przychody zmiana r/r | 218,3% | 257,6% | 49,7% | 51,0% | 13,5% |
| EBITDA zmiana r/r | 702,2% | 160,8% | 648,1% | 625,6% | 501,7% | 342,1% | 35,6% | 47,4% | EBITDA zmiana r/r | 913,4% | 560,5% | 89,3% | 87,3% | 19,4% |
| Zysk netto zmiana r/r | 743,7% | 84,1% | 820,3% | 762,9% | 533,5% | 287,0% | 45,4% | 56,3% | Zysk netto zmiana r/r | 3351,3% | 676,1% | 84,6% | 123,2% | 15,0% |
| Marża brutto na sprzedaży | 15,7% | 11,9% | 49,4% | 46,9% | 49,2% | 51,3% | 32,4% | 63,0% | Marża brutto na sprzedaży | 19,5% | 36,2% | 50,9% | 57,6% | 60,6% |
| Marża EBITDA | 15,8% | 11,5% | 49,6% | 48,2% | 49,3% | 30,9% | 32,5% | 63,0% | Marża EBITDA | 19,9% | 36,8% | 46,5% | 57,7% | 60,7% |
| Marża EBIT | 15,7% | 11,4% | 49,4% | 48,1% | 49,2% | 30,6% | 32,4% | 63,0% | Marża EBIT | 19,8% | 36,7% | 46,4% | 57,6% | 60,6% |
| Marża netto | 13,9% | 7,0% | 41,5% | 51,9% | 45,9% | 16,5% | 29,2% | 72,0% | Marża netto | 16,9% | 36,8% | 45,3% | 67,0% | 67,9% |
| | | | | | | | | | ROE | 19,9% | 26,7% | 35,0% | 46,6% | 38,4% |
| | | | | | | | | | ROA | 13,1% | 21,6% | 28,2% | 39,8% | 34,2% |
| Główne założenia | | | | | | | | | Bilans [mln PLN] | | | | | |
| Przychody [mln PLN] | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | Aktywa trwałe | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P |
| | 13,2 | 22,0 | 21,6 | 21,6 | 25,7 | 20,2 | 29,8 | 24,7 | Wartości niematerialne | 0,0 | 0,5 | 2,2 | 9,9 | 17,6 |
| Najważniejsze tytuły: | | | | | | | | | Rzeczowe aktywa trwałe | 0,0 | 0,0 | 2,0 | 9,7 | 17,4 |
| Farm&Fix | 1,2 | 3,0 | 1,3 | 0,8 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | Aktywa finansowe | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Electrix | 0,0 | 1,5 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | Aktywa z tytułu podatku odroczonego | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Moon Village | 0,0 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | Aktywa obrotowe | 3,4 | 15,6 | 20,6 | 26,2 | 30,7 |
| Cthulhu: Books of Ancients | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Zapasy | 2,1 | 1,0 | 2,0 | 1,4 | 4,1 |
| Mushrooms: Forest Walker | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Należności z tytułu dostaw i usług | 0,2 | 5,6 | 3,8 | 4,4 | 4,1 |
| Flipper Mechanic Simulator | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Należności pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| HERO: Flood Rescue | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Należność z tytułu podatku dochodowego | 0,0 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Ring of Life: Survive in Proxima | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 0,2 | 8,2 | 13,9 | 19,6 | 21,6 |
| Architect Life | 0,0 | 2,8 | 3,4 | 2,3 | 1,7 | 1,1 | 0,6 | 0,4 | Pozostałe aktywa | 0,0 | 0,4 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Garden of Magic Mushroom | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Aktywa razem | 3,4 | 16,1 | 22,8 | 36,1 | 48,3 |
| P.U.G.S. Agents | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Kapitał własny | 2,3 | 13,1 | 18,4 | 30,8 | 43,0 |
| The Artifact Hunter | 0,0 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | Zobowiązania długoterminowe | 0,0 | 0,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| Podział na potencjał monet.: | | | | | | | | | Rezerwa z tytułu podatku odroczonego | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Duży | 1,2 | 5,9 | 4,6 | 6,6 | 6,3 | 4,2 | 6,9 | 6,8 | Pożyczki otrzymane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Średni | 0,0 | 3,4 | 4,4 | 2,0 | 5,2 | 2,2 | 7,6 | 3,0 | Zobowiązania krótkoterminowe | 0,6 | 3,0 | 3,5 | 4,4 | 4,3 |
| Mały | 0,4 | 0,6 | 1,2 | 0,8 | 1,3 | 0,7 | 1,7 | 0,9 | Pożyczki otrzymane | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Porty | 1,9 | 1,9 | 1,4 | 2,0 | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,4 | Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 0,0 | 2,4 | 2,8 | 3,7 | 3,7 |
| Usługi e-learningowe | 1,8 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | 2,5 | Zobowiązania pozostałe | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zaliczki od zew. wydawców | 6,3 | 6,8 | 7,1 | 7,5 | 7,9 | 8,3 | 8,7 | 9,1 | Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Ilość wydawanych gier: | 8 | 12 | 10 | 5 | 10 | 4 | 13 | 4 | Przychody przyszłych okresów | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Podział na potencjał monet.: | | | | | | | | | Pasywa razem | 3,4 | 16,1 | 22,8 | 36,1 | 48,3 |
| Duży | 1 | 2 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | Dług netto | 0,0 | -8,2 | -13,9 | -19,6 | -21,6 |
| Średni | 0 | 6 | 2 | 0 | 2 | 0 | 3 | 0 | Dług netto/ Kapitał własny | 0,0% | -62,9% | -75,6% | -63,5% | -50,2% |
| Mały | 2 | 4 | 4 | 0 | 4 | 0 | 5 | 0 | Dług netto/ EBITDA | 0,0 | -2,4 | -2,1 | -1,6 | -1,5 |
| Porty | 5 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | | | | | | |
| USD/PLN | 3,829 | 3,892 | 3,848 | 3,787 | 3,729 | 3,729 | 3,729 | 3,729 | Rachunek przepływu [mln PLN] | | | | | |
| | | | | | | | | | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | |
| | | | | | | | | | Przepływy z działalności operacyjnej | -0,1 | 4,5 | 5,0 | 15,3 | 14,1 |
| | | | | | | | | | Przepływy z działalności inwestycyjnej | 0,0 | -0,7 | -2,1 | -7,7 | -7,7 |
| | | | | | | | | | Przepływy z działalności finansowej | 0,9 | 3,4 | 2,8 | -1,9 | -4,3 |
| | | | | | | | | | Przepływy pieniężne netto | 0,8 | 7,2 | 5,7 | 5,7 | 2,0 |

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko związane z celami strategicznymi:** Grupa w swojej strategii rozwoju zakłada dalszy rozwój działalności poprzez portowanie i wydawanie dużej ilości, nisko i średnio budżetowych wysokomarżowych gier przez rozproszone niewielkie zespoły deweloperskie. Takie podejście zapewnia minimalizację ryzyka inwestycyjnego związanego z produkcją pojedynczej gry. Niniejsza strategia uzależniona jest od zdolności grupy do adaptacji warunków rynku gier wideo, w ramach którego prowadzi działalność. Działania spółki, które okażą się nietrafne w wyniku złej oceny otoczenia rynkowego bądź nieumiejętnego dostosowania się do zmiennych warunków tego otoczenia, mogą mieć niekorzystny wpływ na jego sytuację finansową.
- **Ryzyko związane z planowanym prowadzeniem działalności badawczo-rozwojowej:** Grupa planuje prowadzenie działalności badawczo-rozwojowej, w tym m.in. utworzenie centrum badawczo-rozwojowego w województwie lubelskim, które będzie pracować nad rozwojem gier komputerowych i elektronicznej rozrywki, a także nad wykorzystaniem Sztucznej Inteligencji, wspomaganą przez Maszynowym, do tworzenia gier i automatyzacji procesu portowania gier na konsole, przy wykorzystaniu autorskich rozwiązań. Należy mieć na uwadze, iż działalność w obszarze B+R obciążona jest dużym ryzykiem niepowodzenia i nie ma pewności czy te działania zakończone zostaną pozytywnym wynikiem.
- **Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier:** Wytworzenie nowej gry jest złożonym procesem, którego poszczególne etapy muszą być realizowane w odpowiedniej kolejności. Niektóre z nich nie są zależne wyłącznie od spółki, oparte są bowiem na działaniach podmiotów zewnętrznych, w tym między innymi licencjodawców i partnerów. Istnieje również ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych trudności w pracy nad wymagającym produktem, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na czas pracy zespołów projektowych. Specyfika produktu sprawia, że opóźnienia występujące na wczesnym etapie produkcji gry są z reguły trudne do nadrobienia na późniejszych etapach prac.
- **Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników:** Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów oraz niekorzystnie wpłynąć na świadczone przez dewelopera usługi.
- **Ryzyko związane z pozyskaniem kolejnych zespołów deweloperskich:** Kluczowym zasobem grupy jest kapitał ludzki. Większość szkół wyższych w Polsce nie przewiduje edukacji w kierunku zawodów związanych z tworzeniem gier. W efekcie, rynek pracowników w tym zakresie jest wąski. Istnieje ryzyko, że spółka będzie miała czasowe problemy ze znalezieniem osób o kwalifikacjach i doświadczeniu wystarczających do podjęcia współpracy.
- **Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów:** Działalność spółki zależy bezpośrednio od prawidłowego funkcjonowania systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów. W przypadku wystąpienia ewentualnych awarii, usterek technicznych (w tym także będących rezultatem ataków hackerskich) oraz innych niedających się przewidzieć problemów mogą wystąpić utrudnienia związane z dostępem do gier dystrybuowanych przez dewelopera lub ze świadczeniem oferowanych usług.
- **Ryzyko konkurencji:** Rynek gier jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów, a także nad szukaniem nowych nisz rynkowych i tematów gier, które mogłyby zaintrygować szeroką grupę odbiorców. Na rynku ciągle pojawiają się nowe produkty, przez co istnieje ryzyko spadku zainteresowania określonymi produktami grupy na rzecz produktów konkurencji.
- **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży:** Branża gier, w której spółka prowadzi działalność, cechuje się bardzo szybkim rozwojem stosowanych technologii i rozwiązań informatycznych. Deweloper musi monitorować i uwzględniać wszelkie modyfikacje implementowane przez główne platformy sprzętowe lub kanały dystrybucji produktów, a także efektywnie dostosowywać technologie do nowych trendów, co wiąże się też z dokonywaniem określonych inwestycji. Brak przystosowania działalności do innowacyjnych rozwiązań informatycznych może skutkować zmniejszeniem popytu na gry realizowane przez spółkę.
- **Ryzyko zmienności kursów walutowych:** Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny SimFabric 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 24,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 31,7 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 150,4 mln PLN, czyli **24,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

| | | mln PLN | PLN | Potencjał |
|----------------------------|--------------------|--------------|-------------|------------|
| A | Wycena DCF | 150,4 | 24,1 | 19% |
| B | Wycena porównawcza | 276,1 | 31,7 | 57% |
| C = (100%*A + 0%*B) | | 150,4 | 24,1 | 19% |

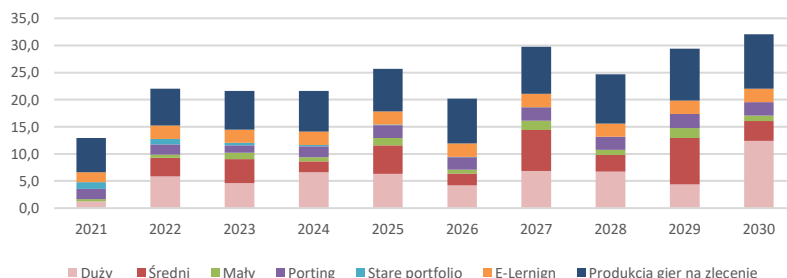
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Własne produkcje i porting

Spółka aktualnie pracuje nad ok. 12 produkcjami własnymi i 4 portingowymi. Do projektów z największym potencjałem monetyzacji należą: 1) „Farm&Fix”, którego wishlista przekracza 100 tys. zapisów 2) „Eletrix” wishlista – ponad 70 tys. 3) „Architect Life” wishlista ok. 50 tys. Zadebiutują one jednocześnie na wszystkich platformach (PC, NS, PS4/PS5, X1/XX), a ich wydawcami będą globalni gracze, tym samym spółka będzie rozpoznawała przychód jej należny (zakładamy podział 50/50 po zwrocie kosztów produkcji). W tym roku spodziewamy się 3 premier gier własnych w tym najważniejszej czyli „Farm&Fix”, dwóch małych: „Garden of Magic Mashroom”, „P.U.G.S. Agents” (wishlisty obu na poziomie ok. 10 tys.), oraz wydania 4 portingowych. Prognozujemy, że dwie kolejne duże premiery będą miały miejsce dopiero w 2022 roku (Electrix, Architect Life). Aktualne przychody i zyski spółki generowane są z portfela portowanych i wydawanych gier, usług e-learningowych oraz zaliczek na tworzenie portów projektów zewnętrznych (Koch Media, Nacon).

W naszych założeniach spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie produkowała i wydała 4 gry portowane rocznie (produkcja 1-2 osobowy skład, czas = 12 miesięcy, budżet ok. 30-50 tys. PLN), 1 grę z dużym potencjałem monetyzacji na trzy lata (zewnętrzny wydawca, budżet ok. 2 mln PLN), 2-3 o średnim potencjale monetyzacji co 2 lata (zewnętrzny wydawca, budżet ok. 1 mln PLN) i 4-5 o niskim potencjale monetyzacji co 2 lata (własne wydawnictwo, budżet ok. 0,1-0,5 mln PLN).

Skumulowany udział poszczególnych segmentów/produkcji w podziale na potencjał w przychodach ze sprzedaży produktów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Projekty mobilne i VR

SIM rozwija swoje kompetencje nie tylko na polu konsolowym i PC ale również pracuje nad projektami mobilnymi (MobileFabric – udział 61,83%) jak i VR (VRFabric – udział 51,54%). Jeżeli chodzi o pierwszy z nich czyli MobileFabric – w spółce pracuje ok. 20 osób (w tym połowę stanowi outsource) i zamierza rozbudować swoje moce przerobowe do 30 pracowników. Studio skupia się nad takimi tytułami jak: „Thief Stories” (nowe IP, niepowiązane ze znanym „Thief Simulatorem”), „Train Mechanic Simulator Mobile” oraz „Farm Expert 2021 Mobile”. Spółka zamierza wydawać gry w formie F2P oraz monetyzować je za pomocą inappów, reklam oraz dodatkowego kontentu (DLC). MF pozyskał z emisji akcji serii C przeszło 3,5 mln PLN i UA będzie robił wykorzystując środki własne. Podmiot dysponuje niezależnym, własnym budżetem na rozwój i produkcję oraz marketing w tym na UA. Jednak w związku z brakiem track recordu spółki w tym obszarze aktualnie nie uwzględniamy jej w wynikach SIM.

Jeżeli chodzi o VRFabric – pracuje w niej ok. 15 osób w tym 10 stanowi outsource. Spółka zamierza pozyskiwać projekty studiów zewnętrznych oraz z grupy SimFabric i portować je na urządzenia wirtualnej rzeczywistości VR. Studio planuje stworzyć 3 zespoły 5 osobowe, do realizacji 3 własnych projektów VR celowo tworzonych od początku pod technologię VR na wszystkie najważniejsze platformy wirtualnej rzeczywistości. Zakładamy, że proces konwertowania gier pod tą technologię zajmuje od 6 do 12 miesięcy. Spółka aktualnie pracuje nad takimi projektami jak: „Train Mechanic Simulator VR”, „Flipper Mechanic VR”, „Cthulhu: Books of

Ancients VR” oraz „Moon Village VR”. Spodziewamy się, że większość z nich będzie miała swoją premierę jeszcze w tym roku. Szacujemy, że wyżej wspomniane tytuły są w stanie monetyzować się na poziomie ok. 10% sprzedaży wydanych IP. W obu spółkach zależnych MobileFabric oraz VRFabric rozpoczęto proces przygotowywania Dokumentu Informacyjnego. Simfabric planuje wprowadzenie obu spółek na NewConnect w do końca 2021 roku.

Blind Warrior

SimFabric posiada 30,69% udziałów w spółce. Studio złożone jest z 10 osób, którzy współpracują z kadrami Uniwersytetu Medycznego w Łodzi. Powołani zostali jako firma badawczo-rozwojowa. Otrzymała 1,1 mln PLN bezzwrotnego grantu wpłacone przez NCBiR i Fundusz RDS na badania i rozwój innowacyjnej autorskiej technologii SAR. Jego celem jest powstanie prototypu technologii, dzięki której będzie możliwe tworzenie planowanego symulatora dla osób niedowidzących i niewidomych. Założeniem jest komercjalizacja technologii SAR w postaci pierwszego symulatora przeznaczonego do grania bez zmysłu wzroku, za pomocą słuchu i kontrolerów Joy-Con. Projekt będzie realizowany przez 9 msc. od otrzymania grantu.

Gumball 3000

GR Games (19,0%) – aktualnie w spółce pracuje 5 osób, zostanie ona rozbudowana do 30 osobowego zespołu, który pracuje nad pierwszym projektem AAA w grupie - stworzy unikatową serię gier wyścigowych, rajdowych i samochodowych (Gumball 3000). Krótkoterminowym celem jest stworzenie prototypu gry (na który w pierwszej emisji zebrano 6,3 mln PLN) do prezentacji w formie grywalnego demo przy okazji przyszłorocznego rajdu Gumball 3000. Finalna wersja gry planowana jest na 2024 rok na wszystkie platformy z wersjami specjalnymi na konsole najnowszej generacji. W związku z bardzo początkowym stadium zaawansowania tego projektu, nie uwzględniamy go w wynikach spółki.

Centrum Badawczo-Rozwojowe

Spółka pozyskała umowę z Ministerstwem Rozwoju na dofinansowanie budowy Centrum Badawczo-Rozwojowego (Space Engine Lab) o łącznej wartości 25,1 mln PLN (wartość kosztów kwalifikowanych wynosi 19,6 mln PLN z czego wartość ww. dofinansowania to ponad 11,8 mln PLN). 15 mln PLN zostanie przeznaczone na infrastrukturę budowlaną, a 10 mln PLN na wyposażenie laboratorium i koszty osobowe. Budowa rozpocznie się pod koniec tego roku (zakładamy, że wtedy też do spółki trafią pierwsze zaliczki związane z dofinansowaniem) i powinna potrwać do 2024 roku.

Celem CBR będzie nawiązanie współpracy zarówno z największymi studiami filmowymi i produkującymi gry, jak i Agencjami Kosmicznymi. Wyposażenie będzie stanowiło bazę technologiczną pod zaplanowaną Agencję Badawczo-Rozwojową, mającą na celu stworzenie własnego silnika (Space Engine 3D) do tworzenia realistycznych symulatorów powierzchni ciał niebieskich, dzięki którym spółka będzie mogła badać i digitalizować zarówno maszyny, jak i misje kosmiczne dla największych Agencji Kosmicznych.

W ramach Agencji Badawczo-Rozwojowej SimFabric planuje opracować, badać i rozwijać własne rozwiązanie MoCap, w oparciu o innowacyjną technologię MOCAP HD, dzięki której powstanie najbardziej dokładny system MoCap na świecie. Technologia będzie rozwijana po wybudowaniu Centrum Badawczo-Rozwojowego. SimFabric ma podpisane również listy intencyjne o współpracy z Uniwersytetem Zielonogórskim i Uniwersytetem Śląskim w Katowicach. Finalna technologia MOCAP HD będzie komercjalizowana na świecie, z planami otworzenia fabryki produkcyjnej dla rozwiązania przemysłowego.

Współpraca z PlayWay

Największym udziałowcem SimFabric jest PlayWay, który posiada 45% udziałów spółce. Podmioty współpracują ze sobą na zasadach partnerskich, jednak bez ingerencji PLW w decyzje biznesowe SIM. Analizowana spółka nie korzysta z narzędzi jakie oferuje grupa (PlayWay testing-center, cross-promocje) postanowiła natomiast pójść swoją drogą, tworząc własne centrum testerskie i QA (rozbudowywany pod współpracą z QA Koch Media i QA Nancon).

Pożyczka

Grupa SimFabric uruchomiła program motywacyjny dla Zarządu i Rady Nadzorczej w ramach nadwyżek kapitałowych, w formie możliwości wzięcia pożyczki, oprocentowanej rynkowo. W ten sposób Zarząd i Rada Nadzorcza ma możliwość skorzystania z pożyczki pod zastaw swoich akcji na prywatne cele inwestycyjne. Z tej sposobności postanowiła skorzystać Pani Prezes Julia Leszczyńska, która zaciągnęła dług w wysokości 350 tys. PLN.

Biorąc pod uwagę aktualną sytuację spółki, jej dynamiczny rozwój w różnych obszarach (produkcje własne, porting, projekty mobilne i VR) jako i zbliżającą się premierę jednej z najważniejszych produkcji pod koniec 2021 roku (Farm&Fix) rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla SimFabric od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 24,1 PLN/akcję, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

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 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,3x.

Główne założenia modelu:

- W 2021 roku spodziewamy się 4 premier gier z portingu oraz 3 własnych produkcji – będą to „Farm&Fix”, „Garden of Magic Mashroom” oraz „P.U.G.S. Agents”. Prognozujemy, że w tym roku spółka wypracuje 14,2 mln PLN przychodów, 6,6 mln PLN EBIT oraz 6,4 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, że dwie kolejne ważne premiery będą miały miejsce w 2022 roku i będą to m.in. „Electrix” oraz „Architect Life”. Spodziewamy się, że w związku z tym SimFabric wypracuje 21,4 mln PLN przychodów, 12,3 mln PLN EBIT oraz 14,4 mln PLN zysku netto.
- Najważniejsze założenia odnośnie własnych produkcji spółki:

Wybrane informacje odnośnie produkcji własnych spółki

| Tytuł | Data wydania | Cena USD | SIM wydawcą? | Aktualna wishlista | Sprzedaż [ilość kopii - tys.] | | |
|----------------------------------|--------------|----------|--------------|--------------------|-------------------------------|-------|-------|
| | | | | | 2021 | 2022 | 2023 |
| Farm&Fix | 2021 | 25,0 | NIE | ok. 100 tys. | 76,9 | 148,4 | 80,7 |
| Electrix | 2022 | 18,0 | NIE | ok. 70 tys. | 0,0 | 99,3 | 39,7 |
| Moon Village | 2022 | 15,0 | NIE | ok. 50 tys. | 0,0 | 73,5 | 34,1 |
| Cthulhu: Books of Ancients | 2022 | 15,0 | NIE | ok. 50 tys. | 0,0 | 58,8 | 27,3 |
| Mushrooms: Forest Walker | 2022 | 10,0 | NIE | ok. 30 tys. | 0,0 | 54,9 | 24,3 |
| Flipper Mechanic Simulator | 2022 | 10,0 | NIE | ok. 30 tys. | 0,0 | 33,3 | 11,9 |
| HERO: Flood Rescue | 2022 | 10,0 | NIE | ok. 20 tys. | 0,0 | 37,9 | 16,0 |
| Ring of Life: Survive in Proxima | 2022 | 10,0 | NIE | ok. 20 tys. | 0,0 | 26,3 | 19,2 |
| Architect Life | 2022 | 25,0 | NIE | ok. 50 tys. | 0,0 | 140,4 | 160,0 |
| Garden of Magic Mushroom | 2021 | 10,0 | TAK | ok. 10 tys. | 11,5 | 8,0 | 3,6 |
| P.U.G.S. Agents | 2021 | 10,0 | TAK | ok. 10 tys. | 10,4 | 7,3 | 3,2 |
| The Artifact Hunter | 2022 | 10,0 | NIE | ok. 10 tys. | 0,0 | 31,5 | 18,4 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

- W naszych założeniach spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie produkowała i wydała ok. 4 gier portowanych rocznie (produkcja 1-2 osobowy skład, czas = 12 miesięcy, budżet ok. 30-50 tys. PLN), 1 grę z dużym potencjałem monetyzacji na trzy lata (zewnętrzny wydawca, budżet ok. 2 mln PLN), 2-3 o średnim potencjale monetyzacji co 2 lata (zewnętrzny wydawca, budżet ok. 1 mln PLN) i 4-5 o niskim potencjale co 2 lata (własne wydawnictwo, budżet ok. 0,1-0,5 mln PLN).
- Gry mobilne – spółka pracuje nad takimi tytułami jak: „Thief Stories”, „Train Mechanic Simulator Mobile” oraz „Farm Expert 2021 Mobile”. Podmiot zamierza wydawać gry w formie F2P oraz monetyzować je za pomocą inappów, reklam oraz dodatkowego contentu. W związku z brakiem track recordu spółki w tym obszarze aktualnie nie uwzględniamy tego segmentu w wynikach SIM.
- VR - spółka aktualnie pracuje nad takimi projektami jak: „Train Mechanic Simulator VR”, „Flipper Mechanic VR”, „Cthulhu: Books of Ancients VR” oraz „Moon Village VR”. Zakładamy, że proces konwertowania gier pod tą technologię zajmuje od 6 do 12 miesięcy. Szacujemy, że wyżej wspomniane tytuły są w stanie monetyzować się na poziomie ok. 10% sprzedaży wydanych IP.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10% od 2021 roku. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Dofinansowanie budowę Centrum Badawczo-Rozwojowego o łącznej wartości 11,8 mln PLN. Budowa rozpocznie się pod koniec tego roku (wtedy też pojawią się pierwsze zaliczki związane z dofinansowaniem) i powinna potrwać do 2024 roku. Łączna wartość projektu wynosi 25,1 mln PLN.
- 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 FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2020 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 6,3 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 20.08.2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki SimFabric na poziomie 150,4 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 24,1 PLN.

Model DCF

| | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 14,2 | 21,4 | 24,3 | 20,7 | 28,1 | 22,2 | 29,1 | 25,3 | 33,4 | 27,6 |
| EBIT [mln PLN] | 6,6 | 12,3 | 14,7 | 11,0 | 17,0 | 9,7 | 15,5 | 11,0 | 18,4 | 11,6 |
| Stopa podatkowa | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% | 10,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 0,7 | 1,2 | 1,5 | 1,1 | 1,7 | 1,0 | 1,5 | 1,1 | 1,8 | 1,2 |
| NOPLAT [mln PLN] | 5,9 | 11,1 | 13,3 | 9,9 | 15,3 | 8,7 | 13,9 | 9,9 | 16,6 | 10,4 |
| Amortyzacja: [mln PLN] | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,6 |
| CAPEX [mln PLN]* | -1,0 | -4,1 | -4,1 | -4,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -2,5 | 0,9 | -2,5 | 1,0 | -2,6 | -1,8 | 0,3 | -0,3 | -4,2 | 4,5 |
| FCF [mln PLN] | 2,4 | 8,0 | 6,7 | 6,8 | 13,3 | 7,6 | 14,9 | 10,2 | 13,0 | 15,4 |
| DFCF [mln PLN] | 2,3 | 7,0 | 5,4 | 5,0 | 9,0 | 4,6 | 8,3 | 5,2 | 6,1 | 6,6 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 59,6 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 196,8 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 84,1 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 143,7 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2020 [mln PLN] | -8,2 | | | | | | | | | |
| Dywidenda 2021 [mln PLN] | 1,5 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego [mln PLN] | 150,4 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [tys.] | 6,3 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 24,1 | | | | | | | | | |

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

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|---------|----------|----------|----------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| Przychody zmiana r/r | -62,3% | 51,0% | 13,5% | -14,9% | 35,6% | -21,0% | 31,3% | -13,2% | 32,1% | -17,1% |
| EBIT zmiana r/r | -74,2% | 87,6% | 19,4% | -25,5% | 54,5% | -43,1% | 60,2% | -28,6% | 66,8% | -37,0% |
| FCF zmiana r/r | -86,9% | 235,9% | -15,8% | 1,3% | 96,7% | -43,4% | 96,6% | -31,2% | 27,0% | 18,9% |
| Marża EBITDA | 46,5% | 57,7% | 60,7% | 53,1% | 63,1% | 46,8% | 55,5% | 46,4% | 57,2% | 44,3% |
| Marża EBIT | 46,4% | 57,6% | 60,6% | 53,0% | 60,4% | 43,6% | 53,1% | 43,7% | 55,2% | 42,0% |
| Marża NOPLAT | 41,7% | 51,8% | 54,5% | 47,7% | 54,4% | 39,2% | 47,8% | 39,3% | 49,7% | 37,8% |
| CAPEX / Przychody | 7,3% | 19,2% | 16,9% | 19,8% | 0,4% | 0,4% | 0,3% | 0,4% | 0,3% | 0,4% |
| CAPEX / Amortyzacja | 5335,6% | 30073,9% | 25899,0% | 22145,0% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 13,4% | 18,7% |
| Zmiana KO / Przychody | 17,8% | -4,4% | 10,2% | -4,8% | 9,1% | 7,9% | -1,1% | 1,2% | 12,5% | -16,2% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -10,8% | -13,0% | 85,4% | 27,3% | 34,8% | -29,8% | -4,8% | -7,9% | 51,2% | 78,5% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*- CAPEX netto (po dofinansowaniu)

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 | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Beta | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,3 |
| Premia kredytowa | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% | 1,5% |
| Koszt kapitału własnego | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% |
| Udział kapitału własnego | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 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 | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% | 9,5% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| beta | 1 | 24,3 | 25,3 | 26,4 | 27,8 | 29,3 | 31,2 | 33,5 | 36,4 | 40,2 |
| | 1,1 | 22,7 | 23,5 | 24,5 | 25,6 | 26,9 | 28,4 | 30,2 | 32,5 | 35,3 |
| | 1,2 | 21,3 | 22,0 | 22,8 | 23,8 | 24,8 | 26,1 | 27,5 | 29,3 | 31,4 |
| | 1,3 | 20,1 | 20,7 | 21,4 | 22,2 | 23,0 | 24,1 | 25,3 | 26,7 | 28,4 |
| | 1,4 | 19,0 | 19,5 | 20,1 | 20,8 | 21,5 | 22,4 | 23,3 | 24,5 | 25,8 |
| | 1,5 | 18,0 | 18,5 | 19,0 | 19,5 | 20,2 | 20,9 | 21,7 | 22,7 | 23,8 |
| | 1,6 | 17,1 | 17,5 | 18,0 | 18,4 | 19,0 | 19,6 | 20,3 | 21,1 | 22,0 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|----|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| premia za ryzyko | 3% | 28,6 | 30,1 | 31,9 | 34,0 | 36,7 | 40,0 | 44,3 | 50,0 | 58,2 |
| | 4% | 23,6 | 24,5 | 25,6 | 26,8 | 28,3 | 30,0 | 32,1 | 34,7 | 38,0 |
| | 5% | 20,1 | 20,7 | 21,4 | 22,2 | 23,0 | 24,1 | 25,3 | 26,7 | 28,4 |
| | 6% | 17,5 | 17,9 | 18,3 | 18,9 | 19,4 | 20,1 | 20,8 | 21,7 | 22,7 |
| | 7% | 15,4 | 15,7 | 16,1 | 16,4 | 16,8 | 17,3 | 17,7 | 18,3 | 18,9 |
| | 8% | 13,8 | 14,0 | 14,3 | 14,5 | 14,8 | 15,1 | 15,5 | 15,8 | 16,3 |
| | 9% | 12,5 | 12,7 | 12,9 | 13,1 | 13,3 | 13,5 | 13,7 | 14,0 | 14,3 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | beta | | | | | | | | |
|------------------|----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 1 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,8 |
| premia za ryzyko | 3% | 48,4 | 45,1 | 42,3 | 40,0 | 38,0 | 36,2 | 34,7 | 33,4 | 32,2 |
| | 4% | 35,7 | 33,5 | 31,6 | 30,0 | 28,7 | 27,5 | 26,5 | 25,6 | 24,8 |
| | 5% | 28,1 | 26,5 | 25,2 | 24,1 | 23,1 | 22,3 | 21,5 | 20,9 | 20,3 |
| | 6% | 23,1 | 21,9 | 20,9 | 20,1 | 19,4 | 18,8 | 18,2 | 17,7 | 17,3 |
| | 7% | 19,6 | 18,7 | 17,9 | 17,3 | 16,7 | 16,2 | 15,8 | 15,4 | 15,1 |
| | 8% | 16,9 | 16,2 | 15,6 | 15,1 | 14,7 | 14,3 | 14,0 | 13,7 | 13,4 |
| | 9% | 14,9 | 14,4 | 13,9 | 13,5 | 13,1 | 12,8 | 12,6 | 12,3 | 12,1 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

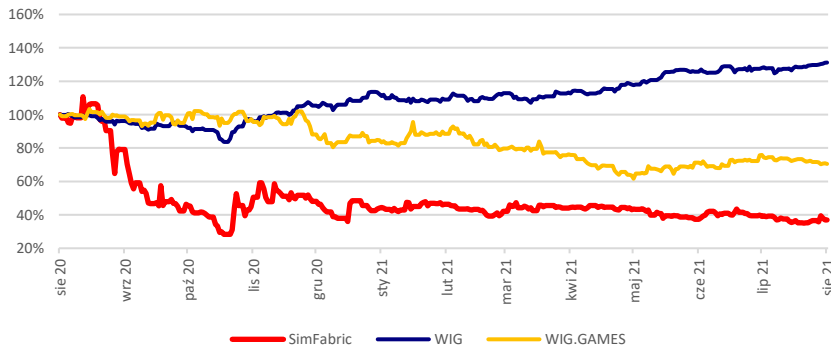
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena SimFabric metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **31,7 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie spółki, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej sprawdza się w wycenie spółek gamingowych. Ponadto uważamy, że polskie studia różnią się co do profilu i skali prowadzonej działalności dlatego mylnym byłoby włączenie jej do finalnej wyceny.

Wycena porównawcza [PLN]

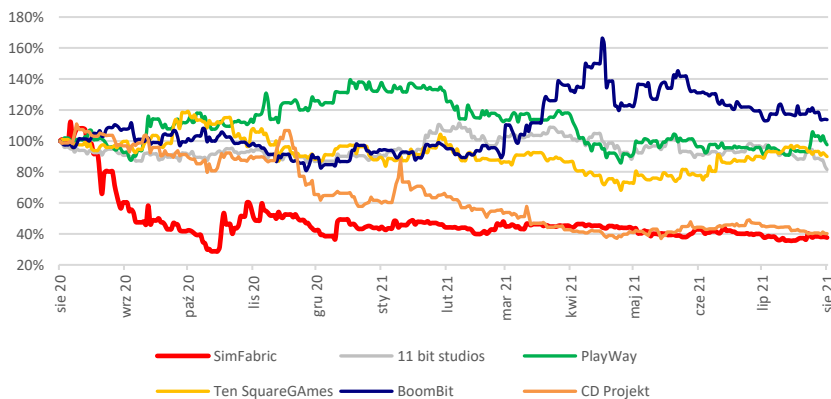
| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|-------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021P | 2022P | 2023P | 2021P | 2022P | 2023P |
| 11 bit studios | 34,7 | 29,1 | 34,5 | 24,0 | 19,0 | 21,7 |
| PlayWay | 18,0 | 15,2 | 13,1 | 16,3 | 13,1 | 11,7 |
| Ten Square Games | 22,2 | 18,4 | 17,6 | 16,2 | 13,4 | 12,8 |
| CD Projekt | 63,2 | 64,7 | 8,7 | 36,1 | 34,7 | 5,3 |
| PCF Group | 22,2 | 18,4 | 17,6 | 16,2 | 13,4 | 12,8 |
| BoomBit | 18,0 | 15,2 | 13,1 | 16,3 | 13,1 | 11,7 |
| Mediana grupy | 23,3 | 18,8 | 15,4 | 17,1 | 13,5 | 12,2 |
| SimFabric | 19,6 | 8,8 | 7,6 | 17,0 | 8,6 | 7,1 |
| Premia/dyskonto | 83,9% | 46,6% | 50,4% | 99,4% | 64,0% | 42,1% |
| Wycena wg wskaźnika [PLN] | 24,0 | 43,2 | 40,6 | 20,3 | 29,7 | 32,3 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena wg wskaźników [PLN] | | 35,9 | | | 27,4 | |
| Waga wskaźnika | | 50% | | | 50% | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | | 31,7 | | | | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Zachowanie kursów od sierpnia 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY

Opis spółki

SimFabric prowadzi działalność na rynku gier wideo, specjalizując się w portowaniu gier na konsole Nintendo Switch, PS4 i komputery stacjonarne oraz produkcjach własnych gier. Najważniejszym dotychczasowym produktem spółki jest gra „Farm Expert 2018”, która w wersji mobilnej sprzedała się w liczbie ponad 2,5 mln kopii. Spółka posiada autorskie prawa majątkowe do wszystkich wydanych gier.

Produkty SIM są sprzedawane na całym świecie, co oznacza, że z dowolnego miejsca za pośrednictwem sieci gracze mają możliwość kupna jej produktów. Jest to cecha charakterystyczna gier, które są sprzedawane w modelu dystrybucji cyfrowej, głównie za pośrednictwem dedykowanej platformy dystrybucyjnej Nintendo eShop, PlayStation Store oraz Steam, będącej największym dystrybutorem gier PC na świecie.

Głównym założeniem prowadzonej działalności jest portowanie i wydawanie kilku, nisko oraz średnio budżetowych i wysokomarżowych gier przez rozproszone niewielkie zespoły deweloperskie. Dzięki czemu maleje ryzyko operacyjne przy optymalnej reakcji na niespodziewane zdarzenia losowe występujące podczas produkcji projektów. Spółka świadczy usługi portowania w oparciu o umowy wydawnicze na projekty otrzymane od podmiotów zewnętrznych, z tytułów których staje się wydawcą gry, a w zamian za to kontrahent otrzymuje miesięczną prowizję od sprzedaży. Spółka wykonuje także na zlecenie innych podmiotów elementy gier, tj. assety. A także świadczy usługi podwykonawstwa assetów oraz przygotowania dokumentacji projektowych na gry. Poza działalnością na rynku gier wideo, zawarła również kilka umów na wykonanie materiałów do e-learningu oraz materiałów audio.

W lipcu 2019 roku spółka otworzyła oddział w Łodzi odpowiedzialny za działania B+R, mających na celu stworzenie innowacyjnych rozwiązań w branży gier komputerowych.

W swojej strategii rozwoju spółka zakłada:

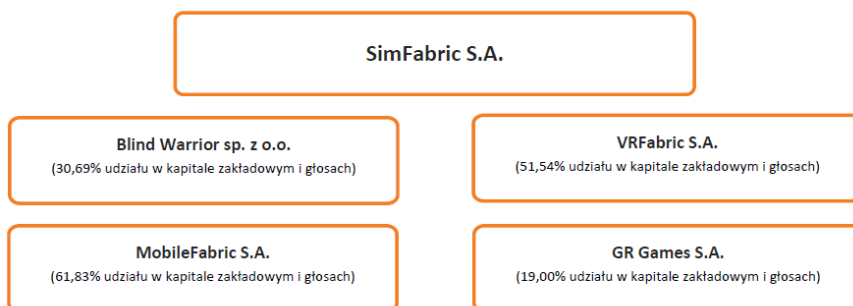
1. Rozwój studia portującego.
2. Uczestnictwo w najważniejszych targach na świecie (m. in. Gamescom Kolonia, PAX West Seattle, China Joy w Szanghaju, Tokyo Gameshow w Japonii oraz Game Connect w Paryżu).
3. Dywersyfikacja portfolio gier poprzez portowanie i wydawanie przynajmniej kilkunastu produkcji rocznie.
4. Pozyskiwanie inwestorów na tworzenie nowych gier.
5. Prowadzenie działalności badawczo-rozwojowej.

Grupa Kapitałowa SimFabric

| Spółka | Udział w spółce | O spółce |
|---------------|-----------------|---|
| Blind Warrior | 30,69% | Spółka celowa do realizacji projektu SAR pn.: Platforma rozszerzonej rzeczywistości z elementami sztucznej inteligencji. |
| MobileFabric | 61,83% | Spółka będzie koncentrowała się na wykonywaniu symulatorów, gier i produkcji własnych na urządzenia mobilne z systemami Android i IOS, a także będzie portowała gry z portfolio SimFabric na urządzenia mobilne. |
| VRFabric | 51,54% | Spółka będzie koncentrowała się na wykonywaniu symulatorów, gier i produkcji własnych na gogle wirtualnej rzeczywistości, a także będzie portowała gry z portfolio SimFabric oraz innych studiów zewnętrznych na urządzenia VR. |
| GR Games | 19,00% | Spółka została powołana do tworzenia serii gier wyścigowych, rajdowych i samochodowych w oparciu o markę Gumball 3000, do której licencję na zasadach wyłączności na 10 lat udzielił GR Games, Maximillion Cooper. |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Podmioty zależne od SimFabric



Źródło: spółka

Struktura rodzajowa przychodów netto ze sprzedaży [mln PLN]

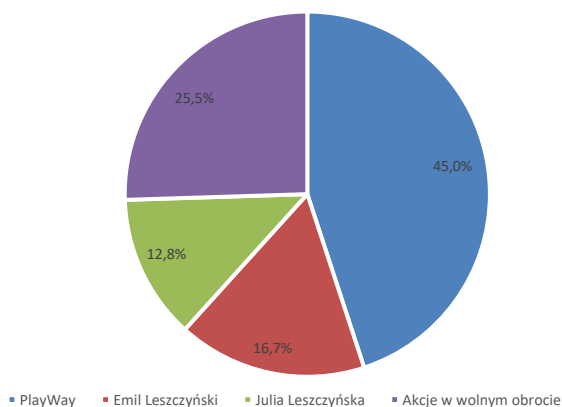
| | 2018 r. | 2019 r. |
|--|-------------------|---------------------|
| Przychody z portowania gier, w tym: | 7 322,08 | 400 817,95 |
| gra Saboteur! | 3 461,11 | 33 307,80 |
| gra STUMP | 3 860,97 | 31 372,98 |
| gra Mad Age & This Gu | 0 | 45 212,29 |
| gra Preventive Strike | 0 | 121 395,83 |
| gra Lust for Darkness | 0 | 160 233,36 |
| gra Saboteur II: Avenging Ange | 0 | 9 295,69 |
| Przychody z produkcji własnych, w tym: | 140 958,92 | 163 149,82 |
| gra Farm Expert 2018for Nintendo Switch | 140 958,92 | 97 268,65 |
| gra Construction Machines Simulator | 0 | 65 881,17 |
| Pozostałe gry | 21 015,68 | 412 060,00 |
| Przychody z działalności badawczo-rozwojowej | 31562,81 | 650005,94 |
| Zmiana stanu produktów (zwiększenie –wartość dodatnia, zmniejszenie –wartość ujemna) | 631764,66 | 1024100,66 |
| Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nimi | 832624,15 | 2 650 134,37 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Produkty przeznaczone do sprzedaży

| Gra | Data wydania | Zakres prac |
|--|--------------|-------------------------------------|
| 1. Farm Expert 2018 Mobile | 01.07.2017 | Produkcja własna |
| 2. Farm Expert 2018 for NS | 30.03.2018 | Produkcja własna/Portowanie/Wydanie |
| 3. Saboteur!(NS) | 09.11.2018 | Portowanie/Wydanie |
| 4. STUMP(NS) | 23.11.2018 | Portowanie/Wydanie |
| 5. Saboteur!(PC/Mac) | 30.11.2018 | Portowanie/Wydanie |
| 6. Mad Age & This Guy (NS) | 24.12.2018 | Portowanie/Wydanie |
| 7. Construction Machines Simulator(NS) | 19.04.2019 | Produkcja własna/Portowanie/Wydanie |
| 8. Preventive Strike(NS) | 03.05.2019 | Portowanie/Wydanie |
| 9. Farm Expert 2019 for NS(wersja pudełkowa) | 10.05.2019 | Produkcja Własna/Portowanie |
| 10. Lust for Darkness (NS) | 12.07.2019 | Portowanie/Wydanie |
| 11. Saboteur II: Avenging Angel (NS, PC/Mac) | 02.08.2019 | Portowanie/Wydanie |
| 12. Saboteur!(PS4) | 24.01.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 13. Mad Age & This Guy (PS4) | 30.01.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 14. Saboteur II: Avenging Angel (PS4) | 14.02.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 15. Lust for Darkness: Dawn Edition(NS) | 20.03.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 16. Construction Machines Simulator(Nintendo Switch)Wersja pudełkowa | 17.04.2020 | Produkcja Własna/Portowanie |
| 17. Saboteur SiO (PC) | 01.09.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 18. Saboteur SiO (Nintendo Switch) | 01.09.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 19. Lust for Darkness (PS4) | 16.10.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 20. Farm Mechanic Simulator (NS) | 23.10.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 21. Truck Mechanic Simulator (NS) | 23.10.2020 | Portowanie/Wydanie |
| 22. Saboteur SiO (PS4) | 12.02.2021 | Portowanie/Wydanie |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Global top wishlist [sierpień 2021]

| Miejsce | Gra | Producent/ Wydawca | Follow [tys.] |
|---------|--------------------------------------|--------------------|---------------|
| 1. | Dying Light 2 Stay Human | Techland | 221,7 |
| 206. | Farm&Fix 2020 | SIM | 12,1 |
| 318. | ElectriX: Electro Mechanic Simulator | SIM | 8,8 |
| 383. | Moon Village | SIM | 5,5 |
| 388. | Cthulhu: Books of Ancients | SIM | 4,3 |
| 585. | House Designer | SIM | 2,8 |
| 900. | HERO: Flood Rescue | SIM | 2,1 |
| 916. | Mushrooms: Forest Walker | SIM | 3,0 |
| 1084. | Flipper Mechanic | SIM | 1,6 |

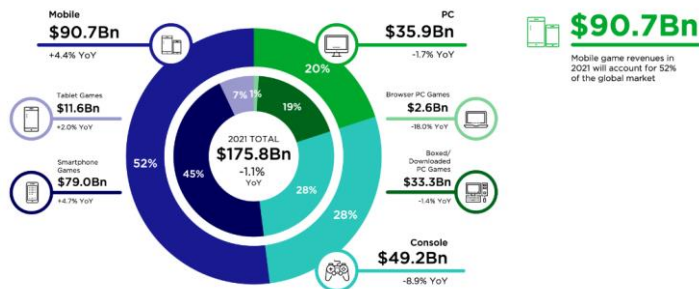
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, steamdb.info

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnać średniorocznie 7,2%, osiągając 204,6 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

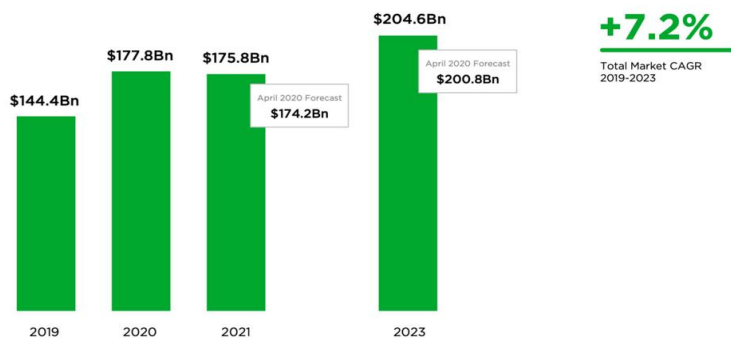
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszłoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do poziomu 175,8 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (-1,1% r/r). Mimo to, analitycy firmy Newzoo zapewniają, że nie jest to powód do niepokoju w długim terminie. Wpływ na spadek wartości będzie mieć m.in. brak półprzewodników, a chociażby Nvidia przewiduje, że niedobory sprzętów mogą potrwać nawet do końca roku. Newzoo podtrzymuje, że w 2023 roku rynek gier przekroczy 204 mld USD. Zdaniem firmy najszybciej rozwijającym się rynkiem mają być gry mobilne. Analitycy jednak podkreślają, że rok 2022 może należeć do gier konsolowych, kiedy to zaplanowano kilka ciekawych premier na sprzęt nowej generacji.

Podział rynku gamingowego w 2021 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



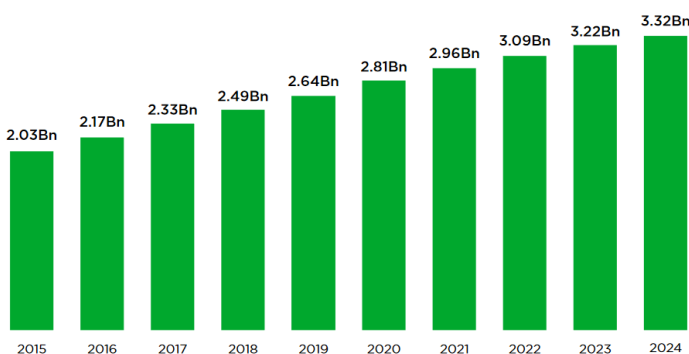
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2019-2023



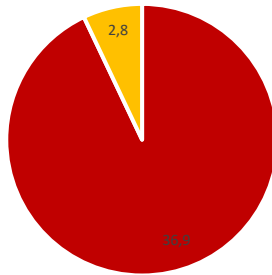
Źródło: Newzoo

Prognoza ilości graczy na świecie 2015-2024



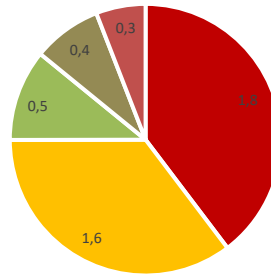
Źródło: Newzoo

Ameryka Północna



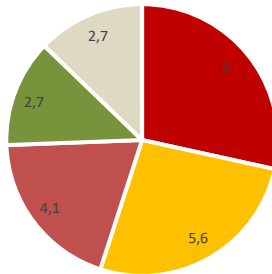
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



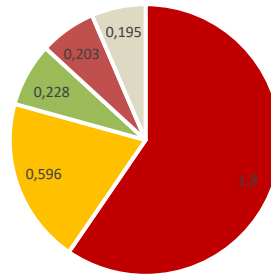
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



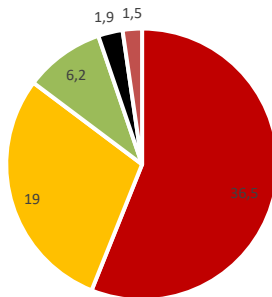
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



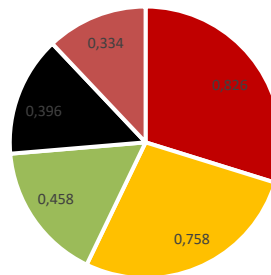
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

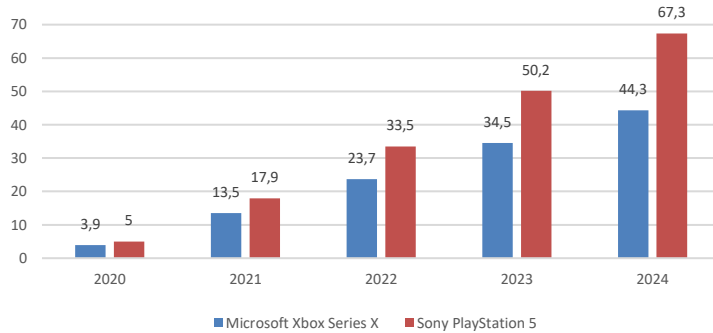
Bliski Wschód i Afryka



■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arab

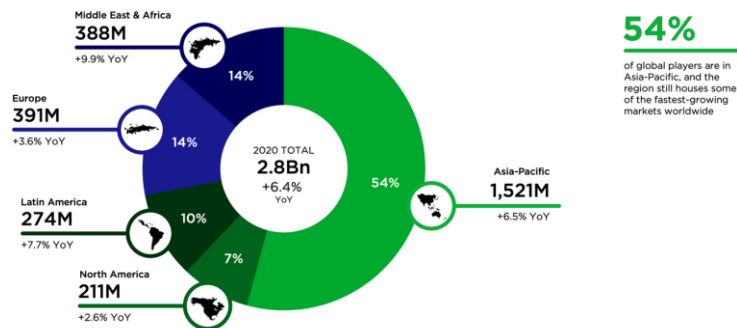
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]



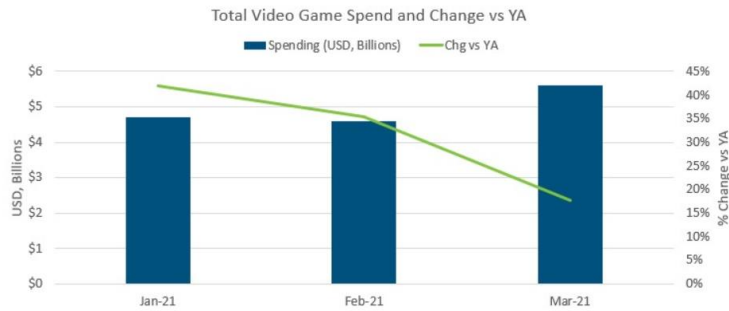
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy w 2020 roku ze względu na region oraz ich zmiana r/r



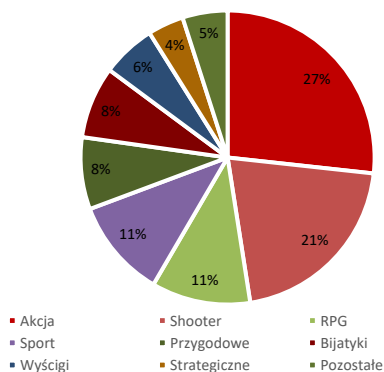
Źródło: Newzoo

Dynamiki rynku amerykańskiego w poszczególnych miesiącach 2021 roku



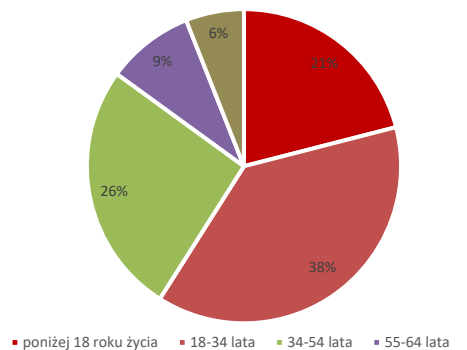
Źródło: The NPD Group

Sprzedaż gier wideo w USA w podziale na gatunki [%]



Źródło: www.theesa.com, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy pod względem wieku w USA w 2020 roku [%]



Źródło: www.Statista.com, Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się, że w 3Q'21 struktura przychodów ze sprzedaży produktów spółki się nie zmieni, za blisko 2/3 będą odpowiadały zaliczki na tworzenie projektów zewnętrznych (Koch Media, Nacon), ok. 0,4 mln PLN wygeneruje portfel aktualnych, przeportowanych gier, a za resztę odpowiadać będą usługi związane z e-learningiem. Szacujemy, że w tym okresie SimFabric wypracuje 3,3 mln PLN przychodów, 1,1 mln PLN EBITDA oraz 1,0 mln PLN zysku netto. Zakładamy, że już w 4Q'21 będzie miała miejsce premiera jednej z najważniejszych gier, nad którymi pracuje studio, czyli „Farm&Fix” (jednocześnie na PC + konsole) - prognozujemy jej sprzedaż na poziomie 76,9 tys. kopii, co przełoży się na 1,2 mln PLN przychodów dla spółki (zwracamy uwagę na podział przychodów między SIM a wydawcą gry – przyjmujemy podział 50/50 po zwrocie kosztów na produkcję). Ponadto w omawianym kwartale zakładamy premiery gier „Garden of Magic Mushroom”, „P.U.G.S. Agents” oraz kilku portowanych tytułów. Jeżeli chodzi o wyżej wspomniane tytuły, spodziewamy się, że to SimFabric będzie ich wydawcą, stąd cały wygenerowany przychód będzie trafiał do spółki, zwracamy jednak uwagę na ich niski potencjał monetyzacji. W całym 2021 roku szacujemy, że spółka wypracuje 14,2 mln PLN przychodów, 6,6 mln PLN EBITDA oraz 6,4 mln PLN zysku netto.

Na początku 2022 roku spodziewamy się kolejnej premiery ważnej gry „Eletrix” – tak samo jak w „Farm&Fix” zakładamy, że tytuł ten zostanie wydany z ramienia globalnego wydawcy, dlatego przyjmujemy podział 50/50 po zwrocie kosztów na produkcję. Szacujemy, że wyżej wspomniany projekt, będzie się w stanie sprzedać w nakładzie 99 tys. kopii, co przełoży się na 1,5 mln PLN przychodów dla SIM. W drugiej części omawianego roku zakładamy premierę kolejnej bardzo ważnej produkcji studia, czyli „Architect Life: A Building Simulator” (wydawca Nancon, podział 50/50 po zwróceniu kosztów produkcji), szacujemy w tym okresie 140,4 tys. sprzedanych kopii (debiut na PC + konsole jednocześnie), co przełoży się na 2,8 mln PLN przychodów dla SIM. Ponadto spodziewamy się premier innych tytułów, które aktualnie znajdują się w produkcji (m.in. „Mushrooms: Forest Walker”, „Cthulhu: Books of Ancients”). W całym 2022 roku zakładamy 21,4 mln PLN przychodów, 12,4 mln EBITDA oraz 14,4 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

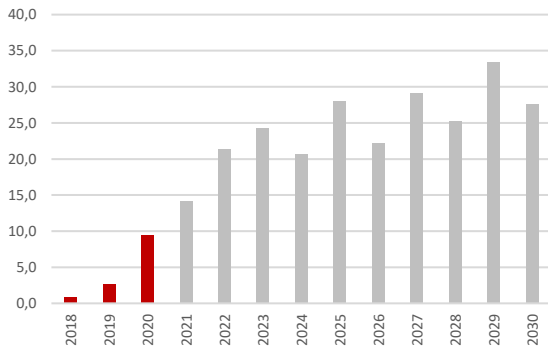
| | 1Q'19 | 2Q'19 | 3Q'19 | 4Q'19 | 1Q'20 | 2Q'20 | 3Q'20P | 4Q'20 | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21P | 4Q'21P |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Przychody | 0,2 | 0,4 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | 1,9 | 1,6 | 4,7 | 2,5 | 3,1 | 3,3 | 5,3 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,2 | 1,2 | 1,6 | 1,1 | 3,3 |
| EBITDA | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,3 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 3,3 |
| EBIT | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,3 | 1,2 | 0,9 | 1,1 | 3,3 |
| Wynik brutto | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,8 | 2,4 | 1,2 | 0,8 | 1,1 | 4,2 |
| Wynik netto | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,7 | 2,4 | 1,1 | 0,5 | 1,0 | 3,8 |
| marża brutto | 6,1% | 20,9% | 15,7% | 23,4% | 15,7% | 11,9% | 49,4% | 46,9% | 49,2% | 51,3% | 32,4% | 63,0% |
| marża EBITDA | 10,3% | 20,8% | 15,8% | 23,5% | 15,8% | 11,5% | 49,6% | 48,2% | 49,3% | 30,9% | 32,5% | 63,0% |
| marża EBIT | 10,2% | 20,8% | 15,7% | 23,4% | 15,7% | 11,4% | 49,4% | 48,1% | 49,2% | 30,6% | 32,4% | 63,0% |
| marża netto | 8,6% | 18,1% | 10,7% | 21,3% | 13,9% | 7,0% | 41,5% | 51,9% | 45,9% | 16,5% | 29,2% | 72,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

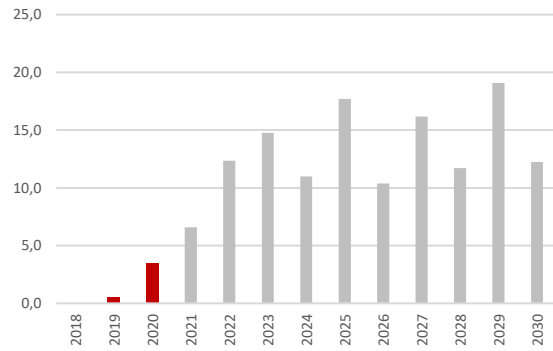
Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 0,8 | 2,7 | 9,5 | 14,2 | 21,4 | 24,3 | 20,7 | 28,1 | 22,2 | 29,1 | 25,3 | 33,4 | 27,6 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 0,1 | 0,5 | 3,4 | 7,2 | 12,3 | 14,7 | 11,0 | 17,0 | 9,7 | 15,5 | 11,0 | 18,4 | 11,6 |
| EBITDA | 0,1 | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,4 | 14,8 | 11,0 | 17,7 | 10,4 | 16,2 | 11,7 | 19,1 | 12,2 |
| EBIT | 0,0 | 0,5 | 3,5 | 6,6 | 12,3 | 14,7 | 11,0 | 17,0 | 9,7 | 15,5 | 11,0 | 18,4 | 11,6 |
| Wynik brutto | 0,0 | 0,5 | 3,6 | 7,4 | 16,0 | 18,4 | 14,6 | 17,0 | 9,7 | 15,5 | 11,0 | 18,4 | 11,6 |
| Wynik netto | 0,0 | 0,4 | 3,5 | 6,4 | 14,4 | 16,5 | 13,1 | 15,3 | 8,7 | 13,9 | 9,9 | 16,6 | 10,4 |
| marża brutto | 6,1% | 19,5% | 36,2% | 50,9% | 57,6% | 60,6% | 53,0% | 60,4% | 43,6% | 53,1% | 43,7% | 55,2% | 42,0% |
| marża EBITDA | 6,3% | 19,9% | 36,8% | 46,5% | 57,7% | 60,7% | 53,1% | 63,1% | 46,8% | 55,5% | 46,4% | 57,2% | 44,3% |
| marża EBIT | 5,0% | 19,8% | 36,7% | 46,4% | 57,6% | 60,6% | 53,0% | 60,4% | 43,6% | 53,1% | 43,7% | 55,2% | 42,0% |
| marża netto | 1,6% | 16,9% | 36,8% | 45,3% | 67,0% | 67,9% | 63,5% | 54,4% | 39,2% | 47,8% | 39,3% | 49,7% | 37,8% |

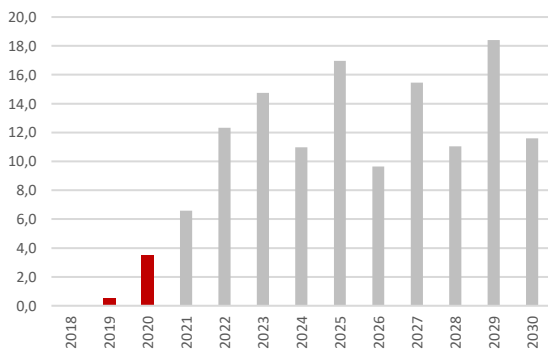
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]


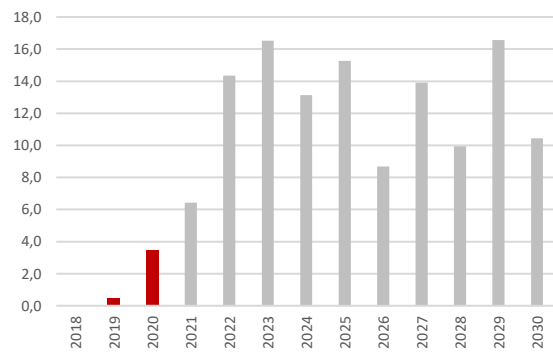
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


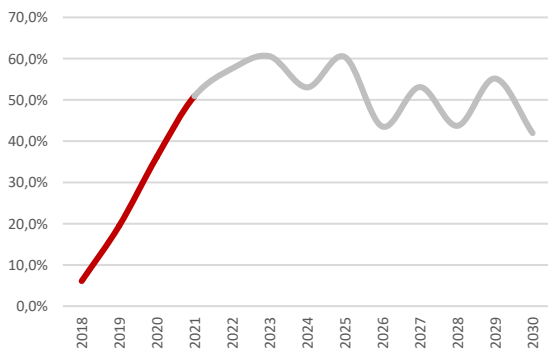
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]


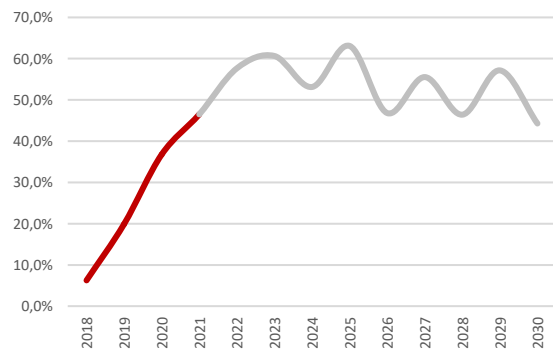
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]


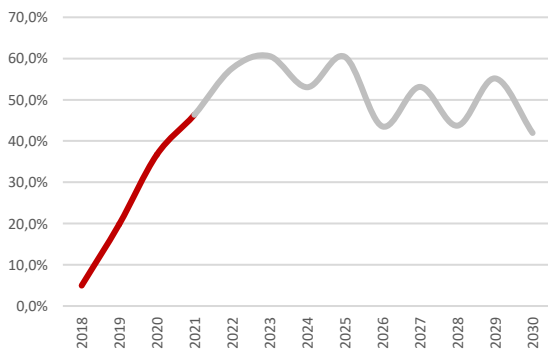
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto [%]


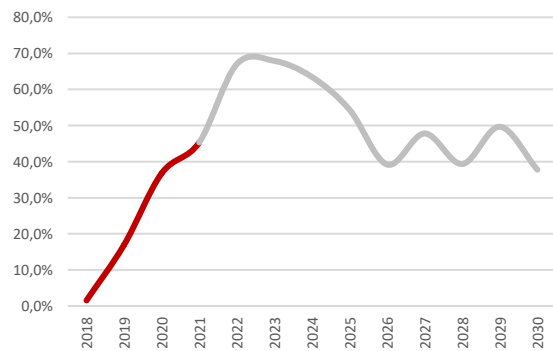
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

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 |
|--------------|---------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|-------------|---------------|
| kupuj | 24,1 | - | - | 20.08.2021* | 07:00 CEST | 20,2 | 68 036 |

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'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 | 3 | 75% | 0 | 0% |
| Akumuluj | 1 | 25% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Redukuj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

Osoby, które 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 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 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 20.08.2020 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 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 19.08.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM 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.