



Dom Maklerski BDM S.A.

## SIMFABRIC

### RAPORT ANALITYCZNY

W minionym roku pomimo braku istotnych premier spółka wypracowała 3,4 mln PLN zysku netto (P/E na poziomie 20,7x) oraz udało jej się powiększyć środki pieniężne do 10,1 mln PLN (po 1Q'22 stan ten uległ pomniejszeniu do 7,7 mln PLN). W tym okresie również SimFabric podzielił się wygenerowanym zyskiem z akcjonariuszami spółki, wypłacając 1,5 mln PLN (0,24 PLN/ akcję, 2,1% DY), a jej drugi największy udziałowiec sukcesywnie zwiększał swoje zaangażowanie (z 16,7% do 16,9%). Z drugiej jednak strony liczyliśmy, że w związku z postępującą produkcją, znajdujemy się blisko stopniowego odtajniania/ marketingu trzech najważniejszych projektów spółki, jak i na debiut „Farm&Fix” pod koniec 2021 r. Niestety od tamtej pory ani deweloper ani wydawcy (Koch Media, Nacon) nie pokazali żadnych nowych materiałów i nie przekazali aktualnych informacji odośnie tych tytułów. W ostatnich dniach jednak spółka przerwała milczenie i zakomunikowała o swoim udziale w nadchodzącym Steam Next Festiwalu (13.06-20.06), na którym przedstawi m.in. demo gier: „ElectriX” oraz „My Demon Wife”. Ponadto SIM rozpocznie w tym roku budowę CBR (Space Engine Lab) o łącznej wartości 25,1 mln PLN (wartość dofinansowania to ok. 11,8 mln PLN). Resztę tego kosztu (13,3 mln PLN) spółka albo pokryje ze swoich środków (co budzi duże ryzyko) bądź wspomże się dodatkową emisją akcji. Dodatkowo m.in. w związku ze starzejącymi się społecznościami poszczególnych tytułów obniżamy nasze oczekiwania co do ich sprzedaży (ostatnie premiery m.in. ze spółek z grupy PLW brutalnie zweryfikowały jak bardzo ważna jest „świeża” wishlista). Mając powyższe na uwadze obniżamy nasze zalecenie z KUPUJ do TRZYMAJ ustalając cenę docelową na poziomie 11,5 PLN/ akcję czyli 2% powyżej obecnej ceny rynkowej.

#### Solidne wyniki za 2021, dywidenda i dobry stan gotówkowy

Pomimo braku istotnych premier w 2021 r. spółka wypracowała 3,4 mln PLN zysku netto, a pod koniec lipca wypłaciła pierwszą w historii dywidendę na poziomie 1,5 mln PLN (0,24 PLN/ akcję, 2,1% DY). Na koniec grudnia'21 posiadała 10,1 mln PLN środków pieniężnych (+22,8% r/r), stan ten jednak uległ obniżeniu na przestrzeni 1Q'22 (aktualnie SIM posiada 7,7 mln PLN).

#### Brak informacji odośnie realizowanych projektów, starzejąca się wishlista

W naszej ostatniej rekomendacji liczyliśmy, że w związku z progresem produkcyjnym, znajdujemy się blisko odtajniania trzech najważniejszych projektów spółki oraz na debiut jednego z nich („Farm&Fix”). Od tamtej pory nie uzyskaliśmy żadnych nowych informacji/ materiałów ani od deweloper ani wydawcy (Koch Media, Nacon) odośnie tych gier. W ostatnich dniach SimFabric przerwał milczenie i ogłosił swój udział na nadchodzącym Steam Next Fest (13.06-20.06), na którym zaprezentuje wersję demo m.in. takich tytułów jak: „ElectriX” oraz „My Demon Wife”. Ponadto mając na uwadze starzejącą się społeczność poszczególnych projektów spółki obniżamy nasze oczekiwania co do ich sprzedaży.

#### Ryzyko dodatkowej emisji akcji w związku z budową Space Engine Lab

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

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	2,7	10,6	9,0	10,1	13,2	14,6
EBITDA [mln PLN]	0,5	5,2	4,7	6,3	8,9	10,8
EBIT [mln PLN]	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9
Wynik brutto [mln PLN]	0,5	4,7	3,7	8,2	10,0	10,2
Wynik netto [mln PLN]	0,4	4,5	3,4	7,5	9,0	9,2
P/BV	31,3	5,5	3,8	2,3	1,8	1,4
P/E	157,3	15,8	20,7	9,4	7,8	7,7
EV/EBITDA	133,9	12,0	12,9	10,8	7,4	6,5
EV/EBIT	134,4	13,6	16,4	13,7	11,4	11,8
DPS	0	0	0,2	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	2,1%	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.

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

## TRZYMAJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 11,5 PLN

20 MAJA 2022, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	11,5
Potencjał do wzrostu / spadku	2%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	11,3
Kapitalizacja [mln PLN]	70,6
Ilość akcji [mln. szt.]	6,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	19,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,8
Stopa zwrotu za 3 mc	-27,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-41,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	-45,4%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	45,0%
Emil Leszczyński	16,9%
Julia Leszczyńska	12,8%
Pozostali	25,4%

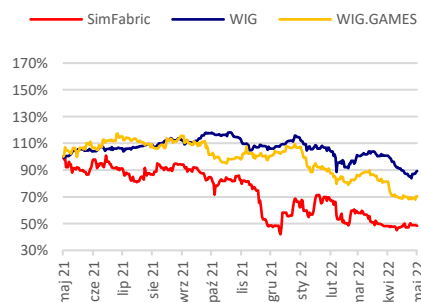
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

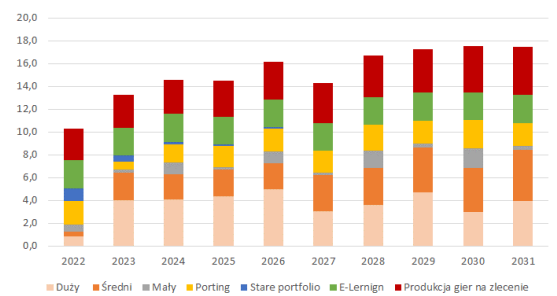
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
WYNIKI ZA 1Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	10

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

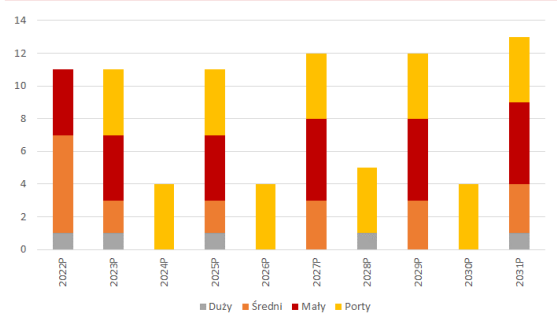
Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>2,7</b>	<b>10,6</b>	<b>9,0</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>0,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>7,0</b>
SG&A	2,1	6,0	5,3	5,1	7,5	8,7	7,5
PPO/PKO	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>0,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,3</b>	<b>8,9</b>	<b>10,8</b>	<b>10,7</b>
EBIT	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9	7,0
Zysk brutto	0,5	4,7	3,7	8,2	10,0	10,2	7,0
<b>Zysk netto</b>	<b>0,4</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>7,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,2</b>	<b>6,3</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>18,6</b>	<b>31,9</b>	<b>46,2</b>	<b>50,5</b>
Wartości niematerialne	0,0	0,0	3,7	9,4	14,3	20,2	25,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,1	6,5	15,0	23,3	22,6
Aktywa finansowe	0,0	0,3	0,3	2,7	2,7	2,7	2,7
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3,4</b>	<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>14,7</b>	<b>11,6</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>
Zapasy	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	0,2	5,6	5,6	8,9	3,4	2,3	3,2
Należności pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należność z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	8,2	10,1	2,2	4,7	0,8	1,6
Pozostałe aktywa	0,0	0,4	1,1	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>3,4</b>	<b>15,9</b>	<b>21,1</b>	<b>33,3</b>	<b>43,6</b>	<b>52,8</b>	<b>58,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>2,3</b>	<b>12,9</b>	<b>18,4</b>	<b>30,6</b>	<b>39,7</b>	<b>48,9</b>	<b>55,1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>
Pożyczki otrzymane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	2,4	1,7	1,8	3,0	3,0	2,9
Zobowiązania pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>3,4</b>	<b>15,9</b>	<b>21,1</b>	<b>33,3</b>	<b>43,6</b>	<b>52,8</b>	<b>58,9</b>
Dług netto	0,0	-8,2	-10,1	-2,2	-4,7	-0,8	-1,6
Dług netto/ Kapitał własny	0,0%	-63,8%	-54,8%	-7,1%	-11,8%	-1,6%	-2,9%
Dług netto/ EBITDA	0,0	-1,6	-2,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-0,1	4,5	-2,2	5,6	19,0	15,2	8,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-0,7	-0,7	-18,2	-16,5	-19,1	-8,0
Przepływy z działalności finansowej	0,9	3,3	4,8	4,7	0,0	0,0	0,0
Przepływy pieniężne netto	0,8	7,2	1,9	-7,9	2,5	-3,9	0,8
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
P/E	157,3	15,8	20,7	9,4	7,8	7,7	11,2
P/BV	31,3	5,5	3,8	2,3	1,8	1,4	1,3
EV/ EBITDA	133,9	12,0	12,9	10,8	7,4	6,5	6,4
EV/EBIT	134,4	13,6	16,4	13,7	11,4	11,8	9,9
EV/S	26,6	5,9	6,7	6,8	5,0	4,8	4,8
MC/S	26,6	6,7	7,9	7,0	5,3	4,8	4,9
BVPS	0,4	2,1	2,9	4,9	6,3	7,8	8,8
EPS	0,1	0,7	0,5	1,2	1,4	1,5	1,0
DPS (w danym roku)	0,5	1,8	3,0	0,3	0,5	0,1	0,3
<b>Wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przychody zmiana r/r	218,3%	300,3%	-15,4%	12,4%	31,3%	10,2%	-0,6%
EBITDA zmiana r/r	913,4%	882,8%	-9,3%	34,8%	41,0%	20,9%	-0,9%
Zysk netto zmiana r/r	3351,3%	896,2%	-23,9%	120,5%	20,4%	1,7%	-31,6%
Marża brutto na sprzedaży	19,5%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%
Marża EBITDA	19,9%	48,9%	52,4%	62,9%	67,5%	74,1%	73,9%
Marża EBIT	19,8%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%
Marża netto	16,9%	42,2%	37,9%	74,4%	68,2%	63,0%	43,3%
ROE	19,9%	34,7%	18,5%	24,5%	22,8%	18,8%	11,4%
ROA	13,1%	28,1%	16,2%	22,5%	20,7%	17,4%	10,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 11,3 PLN.

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



SIM - skumulowana ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetyzacji



Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>10,1</b>	<b>13,2</b>	<b>14,6</b>	<b>14,5</b>
<b>Najważniejsze tytuły:</b>				
Farm&Fix	0,9	2,6	1,2	0,8
Electrix	0,4	0,6	0,3	0,2
Moon Village	0,0	0,4	0,3	0,2
Cthulhu: Books of Ancients	0,0	0,2	0,1	0,0
Mushrooms: Forest Walker	0,0	0,1	0,1	0,0
Flipper Mechanic Simulator	0,0	0,1	0,0	0,0
HERO: Flood Rescue	0,0	0,1	0,1	0,0
Ring of Life: Survive in Proxima	0,1	0,1	0,0	0,0
House Designer	0,0	1,5	2,9	1,9
Garden of Magic Mushroom	0,2	0,0	0,0	0,0
P. U. G. S. Agents	0,3	0,0	0,0	0,0
The Artifact Hunter	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Podział na potencjał monetyz.</b>				
Duży	0,9	4,0	4,1	4,4
Średni	0,4	2,4	2,2	2,3
Mały	0,6	0,2	1,0	0,2
Porty	2,0	0,7	1,5	1,8
Usługi e-lerningowe	2,5	2,5	2,5	2,5
Przychody z produkcji gier na zew. wyd.	2,7	2,9	3,0	3,1

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

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny SimFabric dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 11,5 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 12,3 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 72,0 mln PLN, czyli **11,5 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	72,0	11,5	2%
B	Wycena porównawcza	76,6	12,3	8%
<b>C = (100%*A + 0%*B)</b>		<b>72,0</b>	<b>11,5</b>	<b>2%</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 6,5%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,4x.

### Główne założenia modelu:

- W 2022 roku spodziewamy się premier m.in. takich gier jak: „Farm&Fix”, „ElectriX”, „Cthulhu: Books of Ancients” czy „Flipper Mechanic”. Prognozujemy, że w tym roku spółka wypracuje 10,1 mln PLN przychodów, 5,0 mln PLN EBIT oraz 7,5 mln PLN zysku netto. Zakładamy premierę gry „Architect Life” w 2023 r.
- W naszych założeniach spodziewamy się, że w kolejnych latach spółka będzie produkowała i wydała ok. 4 gier portowanych rocznie (produkcja 1-2 osobowy skład, czas = 12 miesięcy, 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 grami mobilnymi m.in. „Thief Stories” „Train Mechanic Simulator Mobile” oraz „Farm Expert 2021 Mobile”. Podmiot zamierza wydawać gry w formie F2P oraz monetyzować je za pomocą inappów, reklam oraz dodatkowego kontentu. W związku z brakiem track recordu spółki w tym obszarze aktualnie nie uwzględniamy tego segmentu w wynikach SIM.
- VR - spółka aktualnie pracuje nad takimi projektami jak: „Flipper Mechanic VR”, „Cthulhu: Books of Ancients VR” oraz „Moon Village VR”. Zakładamy, że proces konwertowania gier pod tą technologię zajmuje od 6 do 12 miesięcy.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10% od 2022 roku. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Dofinansowanie budowę Centrum Badawczo-Rozwojowego o łącznej wartości 11,8 mln PLN. Budowa rozpocznie się w tym roku (wtedy też pojawią się pierwsze zaliczki związane z dofinansowaniem) i powinna potrwać do 2024 roku. Łączna wartość projektu wynosi 25,1 mln PLN.
- Pod koniec 2021 r. spółka przeszła na MSSF (wcześniej UoR). Zaktualizowaniu uległa m.in. metoda wyceny nakładów ponoszonych na produkcję gier. Według nowej metody grupa zalicza nakłady na tworzenie gier do pozycji nakłady na prace rozwojowe w ramach aktywów niematerialnych.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2031 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 6,3 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 20.05.2022 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki SimFabric na poziomie 72,0 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 11,5 PLN.**

**Model DCF**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	10,1	13,2	14,6	14,5	16,2	14,3	16,7	17,3	17,5	17,5
EBIT [mln PLN]	5,0	5,8	5,9	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
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]	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	0,6	0,6	0,8	0,5	0,7
NOPLAT [mln PLN]	4,5	5,2	5,3	6,3	6,9	5,5	5,6	7,3	4,6	5,9
Amortyzacja: [mln PLN]	1,3	3,2	4,9	3,7	4,3	3,7	5,6	4,0	6,9	5,1
CAPEX [mln PLN]*	-9,7	-9,7	-10,8	-5,2	-4,6	-4,4	-4,7	-5,0	-5,4	-5,7
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]	-3,2	6,8	1,1	-1,1	0,2	-0,2	0,2	-0,2	0,2	0,0
FCF [mln PLN]	-7,0	5,5	0,6	3,7	6,7	4,5	6,7	6,1	6,4	5,3
DFCF [mln PLN]	-6,5	4,4	0,4	2,3	3,8	2,2	2,9	2,3	2,2	1,6
Suma DFCF [mln PLN]	15,6									
Wartość rezydualna [mln PLN]	156,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	46,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	61,9									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-10,1									
Dywidenda 2022 [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>72,0</b>									
Ilość akcji [tys.]	6,3									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>11,5</b>									

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

Przychody zmiana r/r	12,4%	31,3%	10,2%	-0,6%	11,5%	-11,7%	17,1%	3,5%	1,2%	-0,3%
EBIT zmiana r/r	35,8%	15,2%	3,0%	17,6%	9,3%	-20,5%	2,8%	30,2%	-36,6%	27,8%
FCF zmiana r/r	231,7%	-177,5%	-89,8%	564,3%	82,1%	-32,9%	47,4%	-9,1%	5,9%	-17,2%
Marża EBITDA	62,9%	67,5%	74,1%	73,9%	73,7%	68,3%	70,8%	69,9%	68,8%	66,7%
Marża EBIT	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%	47,2%	42,4%	37,3%	46,9%	29,4%	37,7%
Marża NOPLAT	44,6%	39,2%	36,6%	43,3%	42,5%	38,2%	33,5%	42,2%	26,5%	33,9%
CAPEX / Przychody	95,8%	73,1%	73,9%	35,7%	28,3%	31,2%	28,1%	28,7%	30,6%	32,5%
CAPEX / Amortyzacja	723,0%	304,9%	221,2%	138,7%	106,7%	120,5%	83,8%	125,0%	77,5%	111,8%
Zmiana KO / Przychody	32,0%	-51,2%	-7,7%	7,8%	-1,0%	1,2%	-0,9%	1,4%	-1,4%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	290,6%	-214,6%	-83,5%	-1198,1%	-9,9%	-9,2%	-6,5%	43,0%	-109,7%	1,0%

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

**Kalkulacja WACC**

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
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	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

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	1,1	11,9	12,3	12,7	13,1	13,6	14,2	14,8	15,5	16,3
	1,2	11,2	11,5	11,9	12,3	12,7	13,2	13,7	14,3	15,0
	1,3	10,5	10,8	11,2	11,5	11,9	12,3	12,8	13,3	13,9
	1,4	10,0	10,2	10,5	10,8	11,2	11,5	11,9	12,4	12,9
	1,5	9,4	9,7	9,9	10,2	10,5	10,8	11,2	11,6	12,0
	1,6	8,9	9,2	9,4	9,6	9,9	10,2	10,5	10,8	11,2
	1,7	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3	9,6	9,9	10,2	10,5

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%	14,1	14,6	15,2	15,9	16,6	17,5	18,4	19,5	20,8
	4%	11,7	12,1	12,5	12,9	13,4	14,0	14,6	15,3	16,1
	5%	10,0	10,2	10,5	10,8	11,2	11,5	11,9	12,4	12,9
	6%	8,6	8,8	9,0	9,2	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6
	7%	7,5	7,6	7,8	8,0	8,1	8,3	8,5	8,8	9,0
	8%	6,6	6,7	6,9	7,0	7,1	7,3	7,4	7,6	7,7
	9%	5,9	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5	6,6	6,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

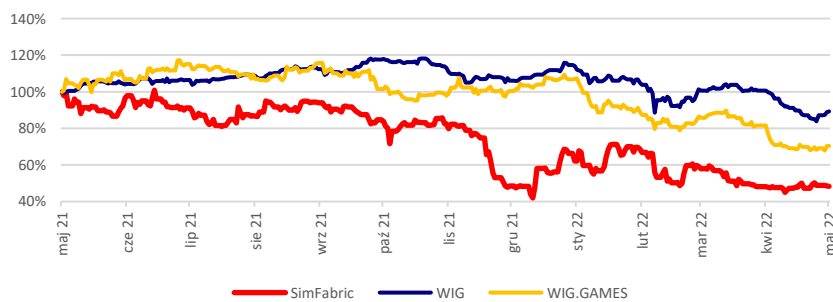
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena SimFabric metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **12,3 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		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	116,7	8,7	14,7	60,3	5,7	8,7
Artufex Mundi*	7,4	6,3	5,2	4,5	3,9	3,2
BoomBit*	36,8	29,5	39,7	19,6	18,9	24,5
CD Projekt	20,5	4,7	0,0	7,2	2,2	0,0
CI Games	20,8	21,2	14,1	15,0	14,5	10,1
Huuuge Games	13,4	11,0	10,9	9,1	7,5	7,9
PCF Group	6,9	6,2	8,1	6,6	5,8	5,2
PlayWay	8,3	7,5	6,9	2,0	1,1	0,2
Ten Square Games	14,4	11,7	10,5	4,1	2,9	2,2
<b>Mediana grupy</b>	<b>14,4</b>	<b>8,7</b>	<b>10,7</b>	<b>7,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>
SimFabric	9,4	7,8	7,7	10,8	7,4	6,5
Premia/dyskonto	65,4%	89,7%	28,1%	150,4%	129,5%	1,2%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>17,3</b>	<b>12,6</b>	<b>15,7</b>	<b>7,6</b>	<b>8,9</b>	<b>11,4</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>	<b>15,2</b>			<b>9,3</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>12,3</b>					

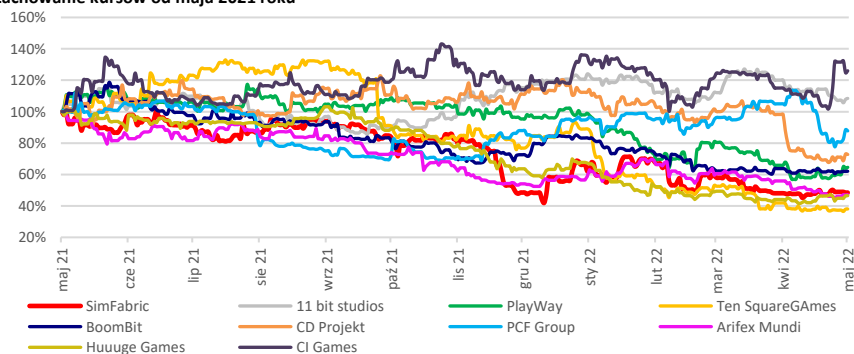
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*prognozy BDM

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od maja 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA 1Q'22 I PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Wyniki SimFabric za 1Q'22 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań stąd obieraliśmy je neutralnie. W omawianym okresie spółka wypracowała 2,5 mln PLN przychodów (+18% r/r). W 1Q'22 koszty działalności operacyjnej sięgnęły 1,0 mln (-7,9% r/r). Największy koszt jak zwykle wiąże się z produkcją gier, stąd koszty usług obcych wyniosły 0,7 mln PLN (+11,9% r/r), a wynagrodzenia spadły r/r o 60,4% do 0,1 mln PLN. W minionym kwartale spółka wypracowała 1,7mln PLN EBITDA (+43,3% r/r), a na poziomie zysku netto n.j.d. udało jej się wypracować 1,6 mln PLN (+77,5% r/r). Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej w 1Q'22 wyniosły -0,2 mln PLN, przepływy z działalności inwestycyjnej były równe -6,9 mln PLN, a z finansowej +4,7 mln PLN. Na koniec marca'22 spółka posiadała 7,7 mln PLN środków pieniężnych i ekwiwalentów (-2,4 mln PLN q/q). Wartości niematerialne spółki urosły z 3,7 mln PLN na koniec 2021 r. do 5,5 mln PLN na koniec 1Q'22 (z czego 3,2 mln PLN to koszty gier w toku produkcji, 1,7 mln PLN prawa do gier, a 0,6 mln PLN koszty zakończonych gier. SimFabric we współpracy z VRFabric zaplanowało udział w czerwcowym festiwalu gier Next Fest w sklepie Steam. W trakcie tego festiwalu zostaną zaprezentowane szerokiemu gronu graczy wersje demo gier: Gardenia VR, My Demon Wife oraz ElectriX.

W związku ze starzejącymi się społecznościami poszczególnych tytułów obniżamy nasze oczekiwania co do ich sprzedaży (ostatnie premiery m.in. ze spółek z grupy PLW brutalnie zweryfikowały jak bardzo ważna jest „świeża” wishlista), co również przekłada się na spadek potencjałów sprzedażowych kolejnych projektów, założonych przez nas w przyszłości. W tym roku spodziewamy się premier m.in. takich gier jak: „Farm&Fix”, „ElectriX”, „Cthulhu: Books of Ancients” czy „Flipper Mechanic”. W całym 2022 roku zakładamy 10,1 mln PLN przychodów, 6,3 mln EBITDA oraz 7,5 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'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	0,2	0,4	0,7	1,3	1,3	1,9	2,8	4,7	2,1	2,5	1,5	2,9	2,5	2,4	2,2	3,0
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	2,6	1,8	1,2	0,9	-0,1	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4
EBITDA	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	3,0	2,0	1,2	1,0	0,6	1,9	1,7	1,4	1,2	2,0
EBIT	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	2,6	1,8	1,2	0,9	-0,1	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4
Wynik brutto	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	2,6	1,9	1,2	0,8	0,0	1,6	1,4	2,2	2,1	2,5
Wynik netto	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,1	2,5	1,9	1,1	0,5	-0,2	2,0	1,4	2,0	1,9	2,2
marża brutto	6,1%	20,9%	15,7%	23,4%	15,7%	0,7%	94,3%	37,7%	57,8%	38,5%	-7,5%	55,8%	57,6%	49,5%	45,9%	45,9%
marża EBITDA	10,3%	20,8%	15,8%	23,5%	15,8%	0,8%	106,2%	43,1%	57,9%	39,0%	42,8%	64,4%	70,4%	57,7%	56,0%	65,8%
marża EBIT	10,2%	20,8%	15,7%	23,4%	15,7%	0,7%	94,3%	37,7%	57,8%	38,6%	-7,5%	55,8%	57,6%	49,5%	45,9%	45,9%
marża netto	8,6%	18,1%	10,7%	21,3%	13,9%	-3,6%	89,3%	40,3%	53,8%	20,8%	-12,8%	66,4%	56,7%	85,3%	84,4%	73,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	0,8	2,7	10,6	9,0	10,1	13,2	14,6	14,5	16,2	14,3	16,7	17,3	17,5	17,5
Zysk brutto ze sprzedaży	0,1	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
EBITDA	0,1	0,5	5,2	4,7	6,3	8,9	10,8	10,7	11,9	9,8	11,8	12,1	12,1	11,6
EBIT	0,0	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
Wynik brutto	0,0	0,5	4,7	3,7	8,2	10,0	10,2	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
Wynik netto	0,0	0,4	4,5	3,4	7,5	9,0	9,2	6,3	6,9	5,5	5,6	7,3	4,6	5,9
marża brutto	6,1%	19,5%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%	47,2%	42,4%	37,3%	46,9%	29,4%	37,7%
marża EBITDA	6,3%	19,9%	48,9%	52,4%	62,9%	67,5%	74,1%	73,9%	73,7%	68,3%	70,8%	69,9%	68,8%	66,7%
marża EBIT	5,0%	19,8%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%	47,2%	42,4%	37,3%	46,9%	29,4%	37,7%
marża netto	1,6%	16,9%	42,2%	37,9%	74,4%	68,2%	63,0%	43,3%	42,5%	38,2%	33,5%	42,2%	26,5%	33,9%

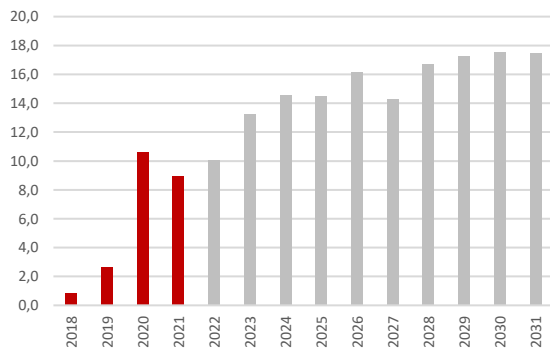
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 20.08.2021 [mln PLN]

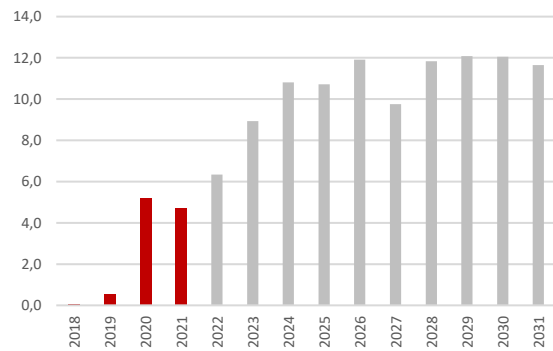
	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	14,2	9,0	-36,8%	21,4	10,1	-52,9%	24,3	13,2	-45,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	7,2	3,7	-48,8%	12,3	5,0	-59,3%	14,7	5,8	-60,8%
EBITDA	6,6	4,7	-28,7%	12,4	6,3	-48,9%	14,8	8,9	-39,6%
EBIT	6,6	3,7	-44,2%	12,3	5,0	-59,3%	14,7	5,8	-60,8%
Wynik brutto	7,4	3,7	-50,4%	16,0	8,2	-48,8%	18,4	10,0	-45,4%
Wynik netto	6,4	3,4	-46,8%	14,4	7,5	-47,9%	16,5	9,0	-45,2%
marża brutto	50,9%	41,0%		57,6%	49,6%		60,6%	43,5%	
marża EBITDA	46,5%	52,4%		57,7%	62,9%		60,7%	67,5%	
marża EBIT	46,4%	41,0%		57,6%	49,6%		60,6%	43,5%	
marża netto	45,3%	37,9%		67,0%	74,4%		67,9%	68,2%	
USD/PLN	3,829	3,862	0,9%	3,892	4,390	12,8%	3,848	4,663	21,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

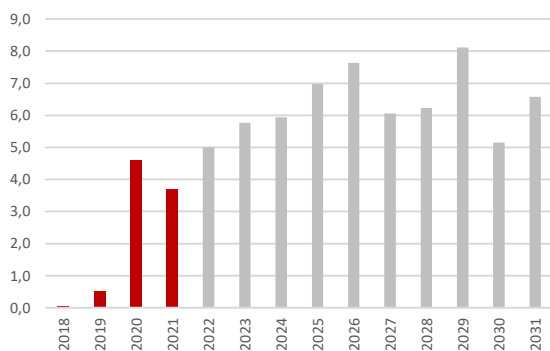


**Przychody [mln PLN]**


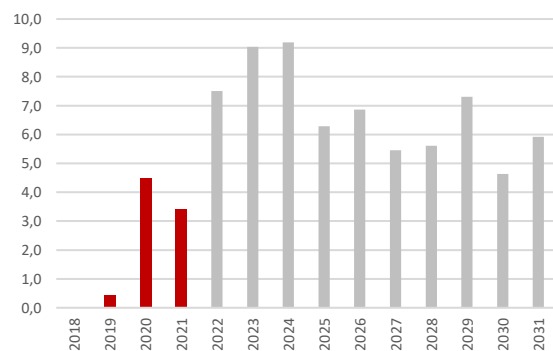
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**


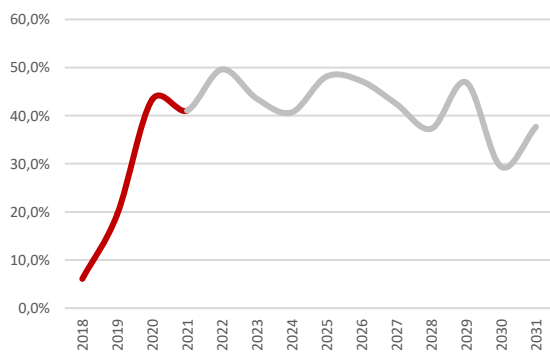
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBIT [mln PLN]**


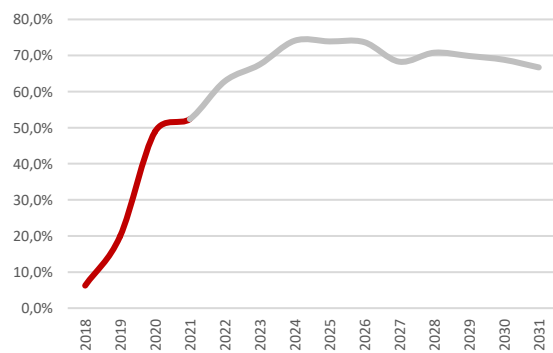
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zysk netto [mln PLN]**


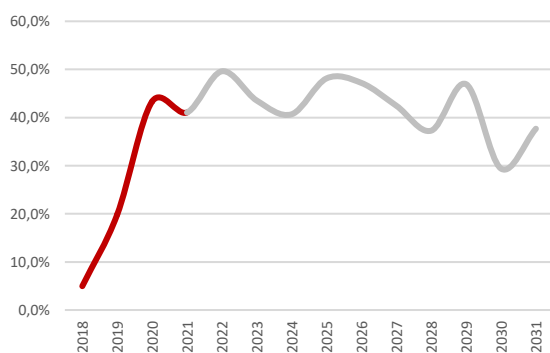
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża brutto [%]**


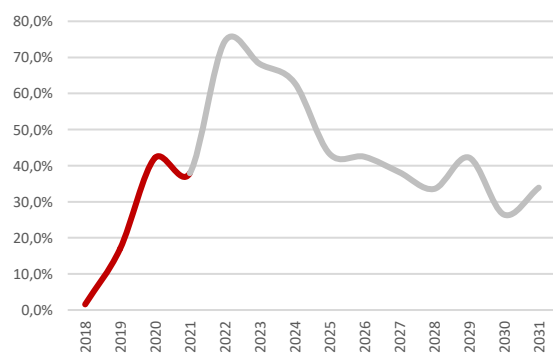
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**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	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>4,1</b>	<b>18,6</b>	<b>31,9</b>	<b>46,2</b>	<b>50,5</b>	<b>54,2</b>	<b>57,8</b>	<b>61,6</b>	<b>65,7</b>	<b>70,1</b>	<b>74,8</b>
Wartości niematerialne	0,0	0,0	3,7	9,4	14,3	20,2	25,2	29,6	33,8	38,3	43,0	48,0	53,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,1	6,5	15,0	23,3	22,6	21,9	21,3	20,6	20,0	19,4	18,9
Aktywa finansowe	0,0	0,3	0,3	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3,4</b>	<b>14,5</b>	<b>17,0</b>	<b>14,7</b>	<b>11,6</b>	<b>6,6</b>	<b>8,4</b>	<b>10,9</b>	<b>13,5</b>	<b>13,0</b>	<b>16,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>
Zapasy	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności z tytułu dostaw i usług	0,2	5,6	5,6	8,9	3,4	2,3	3,2	2,4	3,3	2,5	4,3	2,7	1,0
Należności pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należność z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,2	8,2	10,1	2,2	4,7	0,8	1,6	4,9	6,6	6,9	8,2	6,5	6,3
Pozostałe aktywa	0,0	0,4	1,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>3,4</b>	<b>15,9</b>	<b>21,1</b>	<b>33,3</b>	<b>43,6</b>	<b>52,8</b>	<b>58,9</b>	<b>65,1</b>	<b>71,3</b>	<b>74,6</b>	<b>81,8</b>	<b>82,8</b>	<b>85,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>2,3</b>	<b>12,9</b>	<b>18,4</b>	<b>30,6</b>	<b>39,7</b>	<b>48,9</b>	<b>55,1</b>	<b>62,0</b>	<b>67,5</b>	<b>71,4</b>	<b>77,1</b>	<b>79,5</b>	<b>84,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Rezerwa z tytułu podatku odroczonego	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>0,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>	<b>0,7</b>
Pozyczki otrzymane	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	2,4	1,7	1,8	3,0	3,0	2,9	2,2	2,9	2,3	3,8	2,4	0,7
Zobowiązania pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>3,4</b>	<b>15,9</b>	<b>21,1</b>	<b>33,3</b>	<b>43,6</b>	<b>52,8</b>	<b>58,9</b>	<b>65,1</b>	<b>71,3</b>	<b>74,6</b>	<b>81,8</b>	<b>82,8</b>	<b>85,7</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</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>	<b>2031P</b>
Przychody ze sprzedaży	2,7	10,6	9,0	10,1	13,2	14,6	14,5	16,2	14,3	16,7	17,3	17,5	17,5
Wynik brutto ze sprzedaży	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
EBITDA	0,5	5,2	4,7	6,3	8,9	10,8	10,7	11,9	9,8	11,8	12,1	12,1	11,6
Amortyzacja	0,0	0,6	1,0	1,3	3,2	4,9	3,7	4,3	3,7	5,6	4,0	6,9	5,1
EBIT	0,5	4,6	3,7	5,0	5,8	5,9	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
Wynik brutto	0,5	4,7	3,7	8,2	10,0	10,2	7,0	7,6	6,1	6,2	8,1	5,1	6,6
Wynik netto	0,4	4,5	3,4	7,5	9,0	9,2	6,3	6,9	5,5	5,6	7,3	4,6	5,9
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</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>	<b>2031P</b>
CF operacyjny	-0,1	4,5	-2,2	5,6	19,0	15,2	8,9	11,3	9,0	11,4	11,0	11,8	11,0
CF inwestycyjny	0,0	-0,7	-0,7	-18,2	-16,5	-19,1	-8,0	-8,0	-7,3	-9,4	-8,1	-11,3	-9,8
CF finansowy	0,9	3,3	4,8	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,6	-1,7	-2,2	-1,4
CF netto	0,8	7,2	1,9	-7,9	2,5	-3,9	0,8	3,3	1,7	0,3	1,3	-1,7	-0,2
Środki pieniężne na początek okresu	0,2	1,0	8,2	10,1	2,2	4,7	0,8	1,6	4,9	6,6	6,9	8,2	6,5
Środki pieniężne na koniec okresu	1,0	8,2	10,1	2,2	4,7	0,8	1,6	4,9	6,6	6,9	8,2	6,5	6,3
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</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>	<b>2031P</b>
Przychody zmiana r/r	218,3%	300,3%	-15,4%	12,4%	31,3%	10,2%	-0,6%	11,5%	-11,7%	17,1%	3,5%	1,2%	-0,3%
EBITDA zmiana r/r	913,4%	882,8%	-9,3%	34,8%	41,0%	20,9%	-0,9%	11,2%	-18,1%	21,3%	2,1%	-0,3%	-3,4%
EBIT zmiana r/r	1174,2%	774,3%	-19,8%	35,8%	15,2%	3,0%	17,6%	9,3%	-20,5%	2,8%	30,2%	-36,6%	27,8%
Wynik netto zmiana r/r	3351,3%	896,2%	-23,9%	120,5%	20,4%	1,7%	-31,6%	9,3%	-20,5%	2,8%	30,2%	-36,6%	27,8%
Marża brutto na sprzedaży	19,5%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%	47,2%	42,4%	37,3%	46,9%	29,4%	37,7%
Marża EBITDA	19,9%	48,9%	52,4%	62,9%	67,5%	74,1%	73,9%	73,7%	68,3%	70,8%	69,9%	68,8%	66,7%
Marża EBIT	19,8%	43,3%	41,0%	49,6%	43,5%	40,7%	48,1%	47,2%	42,4%	37,3%	46,9%	29,4%	37,7%
Marża netto	16,9%	42,2%	37,9%	74,4%	68,2%	63,0%	43,3%	42,5%	38,2%	33,5%	42,2%	26,5%	33,9%
ROE	19,9%	34,7%	18,5%	24,5%	22,8%	18,8%	11,4%	11,1%	8,1%	7,9%	9,5%	5,8%	7,0%
ROA	13,1%	28,1%	16,2%	22,5%	20,7%	17,4%	10,7%	10,6%	7,7%	7,5%	8,9%	5,6%	6,9%
Dług netto [mln PLN]	0,0	-8,2	-10,1	-2,2	-4,7	-0,8	-1,6	-4,9	-6,6	-6,9	-8,2	-6,5	-6,3
Dług netto/Kapitał własny	0,0%	-63,8%	-54,8%	-7,1%	-11,8%	-1,6%	-2,9%	-7,9%	-9,8%	-9,7%	-10,6%	-8,1%	-7,5%
Dług netto/EBITDA	0,0	-1,6	-2,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5
Dług netto/EBIT	0,0	-1,8	-2,7	-0,4	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-1,1	-1,1	-1,0	-1,3	-1,0
EV [mln PLN]	70,6	62,4	60,5	68,5	65,9	69,9	69,0	65,7	64,0	63,7	62,5	64,2	64,3
CAPEX/Przychody	0,0	0,0	0,2	1,0	0,7	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
CAPEX/Amortyzacja	0,0	0,0	0,6	2,9	2,6	3,7	1,8	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Amortyzacja/Przychody	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Zmiana KO/Przychody	0,0	0,0	0,5	-0,3	0,5	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0	0,0	-2,8	-2,9	2,1	0,8	12,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	1,1	0,0
MC/S	26,6	6,7	7,9	7,0	5,3	4,8	4,9	4,4	4,9	4,2	4,1	4,0	4,0
P/E	157,3	15,8	20,7	9,4	7,8	7,7	11,2	10,3	12,9	12,6	9,7	15,2	11,9
P/BV	31,3	5,5	3,8	2,3	1,8	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8
P/CE	22,0	6,1	3,8	39,2	21,8	137,0	44,4	15,8	9,3	9,2	10,1	8,1	10,6
EV/EBITDA	133,9	12,0	12,9	10,8	7,4	6,5	6,4	5,5	6,6	5,4	5,2	5,3	5,5
EV/EBIT	134,4	13,6	16,4	13,7	11,4	11,8	9,9	8,6	10,6	10,2	7,7	12,5	9,8
EV/S	26,6	5,9	6,7	6,8	5,0	4,8	4,8	4,1	4,5	3,8	3,6	3,7	3,7
BVPS	0,4	2,1	2,9	4,9	6,3	7,8	8,8	9,9	10,8	11,4	12,3	12,7	13,4
EPS	0,1	0,7	0,5	1,2	1,4	1,5	1,0	1,1	0,9	0,9	1,2	0,7	0,9
CEPS	0,5	1,8	3,0	0,3	0,5	0,1	0,3	0,7	1,2	1,2	1,1	1,4	1,1
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	1,7	2,2	1,4
DPS	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,2
Dywidend	0,0%	0,0%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	2,4%	3,1%	2,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	33,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 11,3 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczyński**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczyński@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	11,5	kupuj	24,1	20.05.2022	07:00 CEST	5,30	55 555
kupuj	24,1	-	-	20.08.2021	07:00 CEST	20,2	68 036

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

**System rekomendacji:**

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	50%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	50%	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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są 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 portfelowych 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 portfelowych 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 20.05.2022 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 19.05.2022 roku:

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

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