

2021-06-30 08:27

Cena docelowa 31.12.2021[PLN]	126,00
Wycena DCF [PLN]	126,07
Wycena porównawcza [PLN]	106,50
Cena rynkowa [PLN]	118,00
Pot.wzrostu/spadku [%]	6,78%
Kapitalizacja [mln PLN]	752,8
Free float [mln PLN]	241,3
Sektor Energetyka	
Kod GPW	MLS
Bloomberg	MLS PW

Analitik:
Tomasz Czarnecki

Tel.: (22) 53 95 542

Artur Wizner

Tel.: (22) 53 95 548

Profil Spółki:

ML System to spółka technologiczna, oferująca innowacyjne rozwiązania fotowoltaiczne zintegrowane z budownictwem (BIPV). Spółka rozwija takie technologie jak m.in. ultralekkie szkło budowlane - Ultra PV oraz Quantum Glass (fotowoltaiczne szyby zespolone oparte o kropki kwantowe) służących do pozyskiwania energii elektrycznej z promieni słonecznych. Ponadto na życzenie zleceniodawców spółka zajmuje się montażem systemu NoFrost odpowiedzialnego za topienie śniegu i ogrzewanie pomieszczeń

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Edyta Stanek	31,35
Dawid Cycoń	31,35
TFI Rockbridge SA	4,00
TFI Skarbiec SA	1,40
TFI Millennium SA	1,07

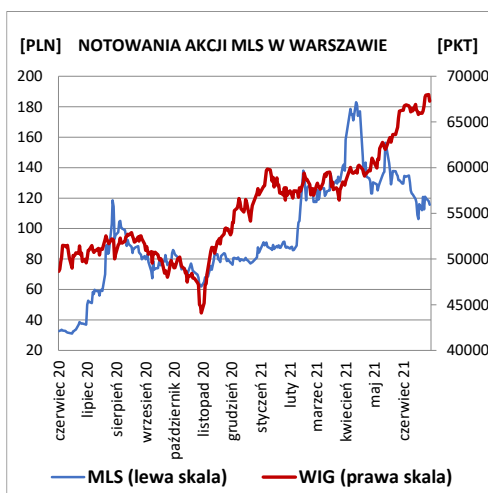
ML SYSTEM S.A.

Inicjujący Raport Analityczny

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki ML SYSTEM – od Trzymaj i określamy cenę docelową na poziomie 126 zł/akcję, tj. 6,78 % powyżej ceny rynkowej.

ML System to największy w Polsce oraz jeden z większych w Europie producentów rozwiązań fotowoltaicznych zintegrowanych z budynkami (Building Integrated Photovoltaics-BIPV). Spółka rozwija przełomowe technologie, w tym ultralekkie szkło budowlane Ultra PV oraz rewolucyjny produkt Quantum Glass (fotowoltaiczne szyby zespolone oparte o kropki kwantowe). Mimo słabszych wyników za I kw. 2021, spodziewamy się ich poprawy w kolejnych kwartałach - ML System wygenerowało stratę netto w wysokości około 0,5 mln PLN w porównaniu z zyskiem netto równym 1,4 mln zł. w pierwszym kwartale 2020, mimo iż przychody ze sprzedaży spółki wzrosły o 33,5% r/r do 26,3 mln zł. W 2021 roku oczekujemy wzrostu przychodów o 14,7% r/r do 146 mln zł. i EBITDA o 45,4% r/r do 32,4 mln zł. Prognozujemy 19,7% CAGR przychodów (nowe produkty i segmenty działalności) i 29,4% CAGR EBITDA w latach 2021-2025. Jako główne determinanty wzrostu wskazujemy na:

- **Dynamiczny wzrost rynku BIPV widoczny we wzroście zamówień na rozwiązania ML System. Backlog spółki na 2021 rok osiągnął rekordowy poziom ponad 100 mln PLN.**
- **Poprawę efektywności działalności spółki po uruchomieniu seryjnej produkcji szyby powłokowej Quantum Glass.**
- **Dotacje, które w dalszym ciągu będą wspierać wyniki**
- **Produkty biomedyczne m.in. Covid Detector - jako potencjalny dodatkowy katalizator wzrostu.**



[tys. zł]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	127 274	145 979	176 508	213 421	258 053	312 020
EBITDA	22 305	32 431	42 691	52 919	65 241	79 976
marża EBITDA	17,5%	22,2%	24,2%	24,8%	25,3%	25,6%
EBIT	11 542	18 618	26 018	35 141	46 356	60 109
Wynik netto	10 175	16 980	24 322	33 404	44 467	58 092
Kapitał własny	144 350	176 228	198 852	229 823	270 951	324 596
Dług netto	141 291	129 286	98 927	73 898	42 063	21 299
P/E	74,0	44,3	31,0	22,5	16,9	13,0
P/BV	5,2	4,3	3,8	3,3	2,8	2,3
EV/EBITDA	40,1	27,2	20,0	15,6	12,2	9,7

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

ML SYSTEM S.A.

Inicjujący Raport Analityczny

Spis treści

1. STRATEGIA.....	3
2. MODEL BIZNESOWY	4
3. WYCENA	7
4. PROGNOZY FINANSOWE.....	10
5. CZYNNIKI RYZYKA	14
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	17

1. STRATEGIA

Główne założenia obecnej strategii ML System zostały zaprezentowane w dokumencie opublikowanym w dniu 21 lipca 2020 roku **Strategia ML System na lata 2020-2024**.

W ramach przyjętej strategii, ML System będzie dążyć do osiągnięcia pozycji globalnego dostawcy produktów bazujących na technologii kropek kwantowych dla szkła fotowoltaicznego, dedykowanych obiektom architektonicznym i sektorowi automotive. W wyniku realizacji przyjętych założeń spółka oczekuje w 2024 r. przychodów ze sprzedaży na poziomie powyżej 400 mln zł, wobec niecałych 100 mln zł w 2019 r. oraz dalszej poprawy rentowności (na jakich poziomach).

Strategia rozwoju ML System opiera się na trzech fundamentalnych założeniach:



Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

uruchomieniu seryjnej produkcji innowacyjnych w skali światowej fotowoltaicznych szyb z powłokami kwantowymi: Quantum Glass, 2D Glass, Active Glass,



Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

konsekwentnym rozwoju bazującym na dotychczasowych produktach i rynkach zbytu z obszaru BIPV (systemów fotowoltaicznych zintegrowanych z budynkami) i klasycznej fotowoltaiki,



Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

dalszych pracach B+R, ukierunkowanych na komercjalizację innowacyjnych w skali światowej produktów: w obszarze szkła fotowoltaicznego, w ramach projektów wdrożenia do produkcji szyb samochodowych QDrive, struktur niskowymiarowych, linii Smart Glass.

W celu realizacji strategii, w latach 2020 – 2024, spółka planuje przeznaczyć na inwestycje do 216 mln zł, z czego do 147 mln zł na rozwój projektu Active Glass, 26 mln zł na rozwój projektu 2D Glass, 18 mln zł na dokończenie projektu Quantum Glass oraz 25 mln zł na inwestycje w infrastrukturę magazynowo-logistyczną. Powyższe wydatki nie obejmują planowanych projektów B+R.

ML System przewiduje, że wydatki inwestycyjne zostaną sfinansowane ze środków własnych, otrzymanych i planowanych grantów oraz za pomocą kredytów bankowych i instrumentów dłużnych, w tym umów leasingowych. Spółka zamierza wyemitować do 1,5 mln akcji, stanowiących do 21 % w podwyższonym kapitale zakładowym.

W pierwszej połowie 2021 r. ML System planuje wdrożyć do masowej produkcji Quantum Glass – transparentną szybę zespoloną, generującą energię elektryczną, powstałą dzięki inwestycji o wartości 45 mln zł, będącej głównym celem IPO spółki, zrealizowanego w 2018 r. Zgodnie z założeniami spółki, osiągnięcie pełnych mocy produkcyjnych, szacowanych na poziomie do 5 tys. m² miesięcznie, jest planowane na koniec 2021 r. W kolejnych krokach, odpowiednio w 2022 r. oraz w 2023 r., firma planuje uruchomić produkcję 2D Glass oraz Active Glass z mocami produkcyjnymi na poziomie odpowiednio do 5 tys. m² i do 10 tys. m² miesięcznie.

Jednym z celów strategicznych spółki pozostaje ekspansja na rynki zagraniczne, czego potwierdzeniem jest podpisanie przez ML System umowy o strategicznej współpracy z amerykańskim koncernem Guardian Glass – jednym z globalnych liderów branży szkła budowlanego – na mocy której produkty spółki będą oferowane w sieci sprzedaży partnera na całym świecie.

W ramach projektów B+R spółka planuje rozwój produktów „nowej ery kwantowej” m.in. poprzez wspólną komercjalizację z Pilkington Automotive Poland szyb z powłokami kwantowymi dla branży automotive.

ML System oczekuje, że efektem realizacji strategii będzie osiągnięcie w 2024 r. przychodów ze sprzedaży na poziomie powyżej 400 mln zł, wobec niecałych 100 mln zł w 2019 r. oraz dalsza poprawa rentowności.

2. MODEL BIZNESOWY

ML System to wysoce wyspecjalizowana spółka technologiczna, oferująca innowacyjne rozwiązania fotowoltaiczne zintegrowane z budownictwem (BIPV). Produkty ML System stanowią atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnych materiałów budowlanych. Spółka jest liderem w swojej branży na rynku polskim. Co więcej, zgodnie z raportem Building Integrated Photovoltaic Skylights Market 2020-2027, firma należy do grona kluczowych producentów BIPV na świecie. Łączna powierzchnia zakładów produkcyjnych z magazynami i centrum badawczo-rozwojowym spółki wynosi 14,4 tys. m kw. ML System zatrudnia ponad 200 osób. Spółka dysponuje 12 patentami, a pięć zgłoszeń patentowych czeka na rozpatrzenie.

Segmenty działalności



Źródło: Spółka, PREZENTACJA DLA MEDIÓW 18 maja 2018 r.

Produkty Grupy są sprzedawane w kilkunastu krajach głównie Europy Środkowo – Wschodniej. Sprzedaż zagraniczna stanowi ponad 35% przychodów Spółki. W krajach, gdzie Spółka nie ma magazynów/produkcji, prowadzi sprzedaż poprzez podmioty dystrybucyjne i biura handlowe.

Obecna oferta produktowa

FOTOWOLTAIKA KLASYCZNA oraz BIPV



Fotowoltaiczne fasady

Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

W swojej ofercie ML System posiada klasyczne moduły PV, o szerokim wykorzystywaniu w systemach instalacji fotowoltaicznych mocowanych na dachu lub gruncie.

Główną ofertę stanowią jednak innowacyjne moduły oraz systemy fotowoltaiczne zintegrowane bezpośrednio z budynkiem (Building Integrated Photovoltaics, BIPV), stanowiące alternatywę dla tradycyjnych materiałów budowlanych, wykorzystywanych w pokryciach dachowych czy elewacjach. W ofercie Spółki znajdują się kompletne systemy fotowoltaicznych fasad

wentylowanych i żaluzji, kompatybilne z systemami aluminiowymi wiodących światowych producentów ścian osłonowych i świetlików.

W obszarze BIPV, Spółka od lat aktywnie działa również na rynku małej architektury i obiektów architektonicznych Smart City wykorzystywanych w celu zwiększenia interaktywności i wydajności infrastruktury miejskiej i jej komponentów, w ramach której oferuje rozwiązania produktowe takie jak: fotowoltaiczne wiaty przystankowe, zadaszenia parkingowe -carporty wraz z systemami do ładowania samochodów elektrycznych, zadaszenia tarasowe -pergole, lampy oraz ławki fotowoltaiczne.

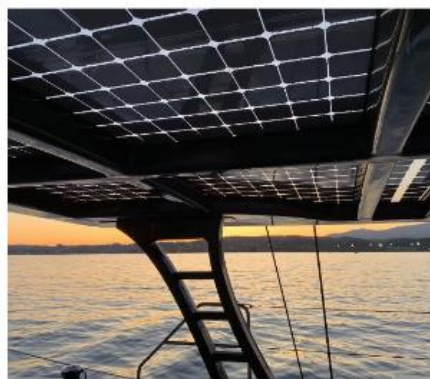
SMART CITY



Wielostanowiskowe zadaszenia parkingowe

Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE
ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

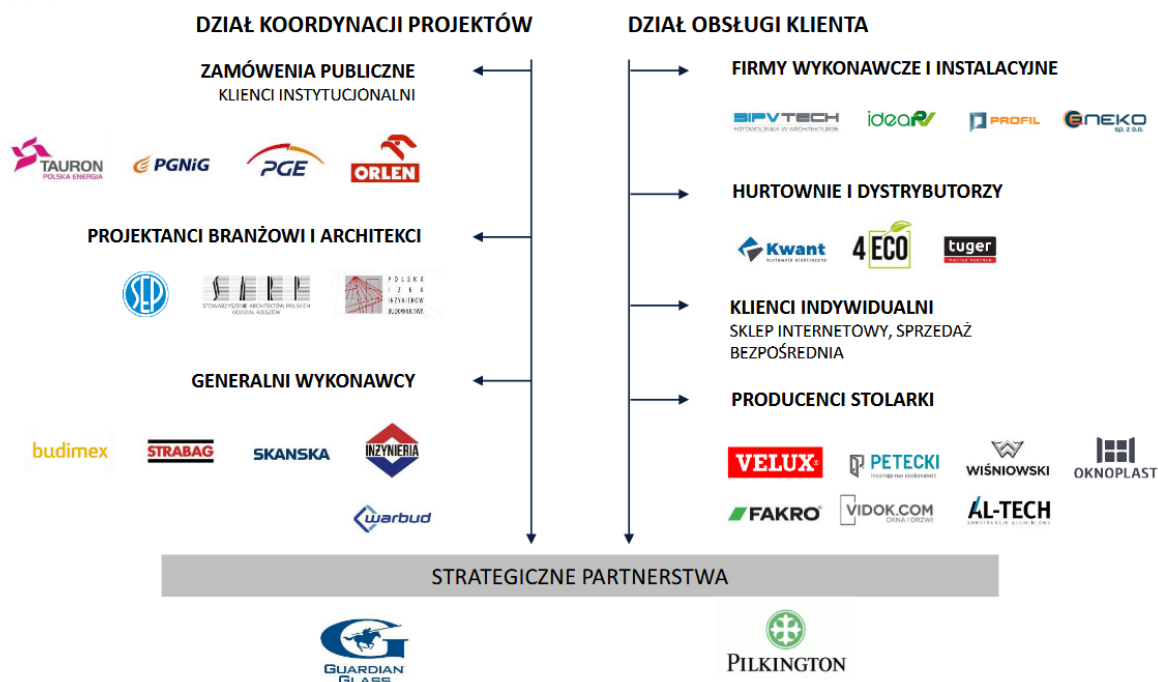
ZAAWANSOWANA OBRÓBKA SZKŁA



Ultracienkie szkło

Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE
ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

Kanały dystrybucji



Źródło: Spółka, WYNIKI FINANSOWE ZA ROK 2020 12 kwietnia 2021 r.

Od 2019 roku ML System buduje własny dział sprzedaży bezpośredniej dla klientów indywidualnych oraz w oparciu o sprzedaż za pośrednictwem ogólnokrajowych i regionalnych sieci hurtowni elektrycznych oraz firm instalacyjnych PV. W 2021 roku Spółka chce się koncentrować na dalszym umacnianiu pozycji lidera na rynku polskim oraz zwiększaniu swojej obecności na zagranicznych rynkach BIPV, w szczególności w Skandynawii i krajach Beneluksu. Ekspansję zagraniczną wspiera m.in. rozpoczęta w 2020 roku współpraca z firmą Guardian Glass, lidera w branży szkła budowlanego, w którego globalnej sieci sprzedaży oferowane są produkty ML System. Ekspansję zagraniczną wspiera także współpraca z producentem szyb samochodowych Pilkington Automotive Poland.

3. WYCENA

Wyceniamy ML System bazując na metodzie zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF dajemy 75% wagę w wycenie. Przedstawiamy także wycenę mnożnikową spółki, której jednak przydzieliliśmy wagę 25% ze względu na brak w naszej ocenie spółek porównywalnych dla ML System (bezpośredni konkurenci spółki to prywatne podmioty zagraniczne lub spółki o wielokrotnie wyższej kapitalizacji, a także często bardziej zdywersyfikowanym modelu biznesowym). Na podstawie wyceny DCF wartość akcji ML System S.A. szacujemy na 126 zł, a na podstawie wyceny porównawczej na 106 zł., co na koniec 2021 roku wynosi 126 PLN, tj. 6,8% powyżej obecnej ceny, co implikuje rekomendację Trzymaj.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	25%	106
Wycena DCF	75%	126
Cena wynikowa		121
Cena docelowa na koniec roku 2021		126

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Wycena porównawcza

W naszej wycenie metodzie porównawczej przyznaliśmy wagę 25%, ze względu na brak w naszej opinii spółek o dostatecznie zbliżonym modelu do ML System. Bezpośrednimi konkurentami spółki, są nienotowane spółki takie jak Onyx Solar Energy, Ertex, Issol czy Antec Solar, które przedstawiamy w dalszej części raportu. W tabeli poniżej zaprezentowano zestawienie danych dla spółek porównywalnych z sektora fotowoltaiki.

Wycena porównawcza

	Kraj	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
		2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
FIRST SOLAR INC	USA	22,6	26,6	30,9	1,7	1,6	1,5	11,5	11,8	11,8
SMA SOLAR TECHNOLOGY AG	Niemcy	56,5	42,1	33,2	3,7	3,4	-	16,3	13,5	11,5
SUNPOWER CORP	USA	107,8	51,1	31,2	11,5	9,3	7,0	41,9	30,3	24,4
CANADIAN SOLAR INC	Kanada	33,5	13,7	15,1	1,5	1,3	1,1	12,1	8,0	8,1
SOLARVEST HOLDINGS BHD	Malezja	19,0	30,0	20,0	5,7	5,0	4,0	30,9	22,2	13,2
SHANGHAI AIKO SOLAR ENERGY-A	Chiny	22,4	13,5	10,8	4,1	3,2	2,5	14,0	9,4	8,6
HANGZHOU FIRST APPLIED MAT-A	Chiny	47,2	38,5	33,0	8,8	7,5	6,3	41,0	33,2	26,6
Mediana		33,5	30,0	30,9	4,1	3,4	3,3	16,3	13,5	11,8
ML SYSTEM	Polska	44,3	31,0	22,5	4,3	3,8	3,3	24,5	18,6	15,0
premia (dyskonto)		0,3	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,5	0,4	0,3
Implikowana wycena		568,6	729,7	1 030,5	719,6	682,0	748,5	501,4	544,5	590,2
Wycena 1 akcji (PLN)		106,50								

Źródło: DM BPS, Bloomberg

Założenia do modelu DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- + Beta na poziomie: 1,46 (co wynika z oszacowania Beta spółki względem indeksu WIG).
- + Premia za ryzyko: 5,5%.
- + Stopa wolna od ryzyka: 1,77% (co odpowiada oprocentowaniu obligacji skarbowych 10Y).
- + Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- + Dług netto: na poziomie z końca 2020 roku.
- + Stopa wzrostu po okresie prognozy: 5%.

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [tys. PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	127 274,0	145 979,5	176 508,0	213 420,9	258 053,3	312 019,6	327 620,6
EBITDA	22 305,0	32 430,8	42 691,2	52 919,1	65 240,6	79 975,6	
EBIT	11 542,0	18 618,4	26 018,3	35 141,0	46 355,7	60 109,0	63 114,4
Stopa podatkowa	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
NOPLAT	10 175,0	16 980,2	24 322,0	33 403,6	44 467,5	58 092,3	62 483,3
Amortyzacja	10 763,0	13 812,5	16 672,9	17 778,1	18 884,9	19 866,6	19 866,6
CAPEX	49 423,0	54 558,2	38 200,1	17 686,4	18 623,4	19 866,6	19 866,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	-43 719,0	5 359,0	1 857,1	-649,8	10 771,6	19 284,9	19 284,9
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	15 234,0	-29 124,5	937,8	34 145,1	33 957,4	38 807,4	43 198,4
Współczynnik dyskontujący		0,96	0,89	0,82	0,76	0,70	0,64
DFFCF		-27 978,9	832,2	28 008,1	25 717,7	27 114,8	27 845,4
Stopa wzrostu po okresie prognozy		5,0%					
Wartość rezydualna (TV)		1 272 728,2					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		820 392,8					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		846 971,9					
Dług netto/(gotówka netto)		42 645,0					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		804 326,9					
Ilość akcji [w mln]		6380,0					
Cena jednej akcji [PLN]		126					
Przychody zmiana r/r		14,7%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	5,0%
EBIT zmiana r/r		61,3%	39,7%	35,1%	31,9%	29,7%	5,0%
FCF zmiana r/r		-291,2%	-103,2%	3541,1%	-0,5%	14,3%	11,3%
Marża EBITDA		22,2%	24,2%	24,8%	25,3%	25,6%	0,0%
Marża EBIT		12,8%	14,7%	16,5%	18,0%	19,3%	19,3%
Marża NOPLAT		11,6%	13,8%	15,7%	17,2%	18,6%	19,1%
CAPEX/Przychody		37,4%	21,6%	8,3%	7,2%	6,4%	6,1%
CAPEX/Amortyzacja		395,0%	229,1%	99,5%	98,6%	100,0%	100,0%
Zmiana kapitału obrotowego		5 358,96	1 857,09	-649,82	10 771,58	19 284,93	19 284,93
EV/EBITDA ('21) dla wyceny DCF		26,1					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w		96,9%					

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%	1,77%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Beta (zlewarowana)	1,91	1,89	1,85	1,81	1,77	1,77
Koszt kapitału własnego	12,3%	12,2%	11,9%	11,7%	11,5%	11,5%
Udział kapitału własnego	49,1%	49,1%	50,0%	53,1%	56,0%	56,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Udział kapitału obcego	50,9%	50,9%	50,0%	46,9%	44,0%	44,0%
WACC	8,29%	8,25%	8,19%	8,31%	8,39%	8,39%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

Zmiana wartości ceny akcji metodą DCF ze względu na zmianę współczynnika wzrostu po okresie prognozy oraz zmianę premii za ryzyko.

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-0,40%	-0,30%	-0,20%	-0,10%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	0,75%	83	85	87	89	91	104	121	143	175
	0,50%	91	94	96	98	101	116	137	165	207
	0,25%	101	103	106	109	112	131	157	194	252
	0,00%	112	115	119	122	126	149	182	233	319
	-0,25%	125	129	133	138	143	172	216	288	429
	-0,50%	142	147	152	158	164	202	264	375	641
	-0,75%	162	168	175	182	190	243	334	528	812
	-1,00%	188	196	205	215	226	302	450	869	930

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. PROGNOZY FINANSOWE

Prognoza na lata 2021-2025

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	123 287,0	93 378,0	127 274,0	145 979,5	176 508,0	213 420,9	258 053,3	312 019,6
Koszt własny sprzedaży	107 348,0	81 435,0	96 585,0	110 944,4	134 146,1	162 199,9	196 120,5	237 134,9
Zysk brutto ze sprzedaży	15 939,0	11 943,0	30 689,0	35 035,1	42 361,9	51 221,0	61 932,8	74 884,7
Koszty sprzedaży	102,0	620,0	1 989,0	1 123,8	1 358,8	1 643,0	1 986,6	2 402,0
Koszty ogólnego zarządu	10 735,0	14 746,0	20 985,0	22 034,3	23 136,0	24 292,8	25 507,4	26 782,8
Pozostałe przychody operacyjne	8 587,0	19 706,0	9 140,0	17 152,5	20 739,6	25 076,9	30 321,2	36 662,2
Pozostałe koszty operacyjne	6 488,0	11 167,0	5 313,0	10 411,2	12 588,5	15 221,1	18 404,3	22 253,1
Zysk na działalności operacyjnej	7 201,0	5 116,0	11 542,0	18 618,4	26 018,3	35 141,0	46 355,7	60 109,0
Przychody finansowe	35,0	20,0	110,0	55,0	61,7	75,6	64,1	67,1
Koszty finansowe	1 550,0	1 622,0	1 393,0	1 521,7	1 512,2	1 475,6	1 503,2	1 497,0
Zysk brutto	5 686,0	3 514,0	10 259,0	17 151,7	24 567,7	33 741,0	44 916,6	58 679,1
Podatek dochodowy	34,0	49,0	84,0	171,5	245,7	337,4	449,2	586,8
ZN z działalności kontynuowanej	5 652,0	3 465,0	10 175,0	16 980,2	24 322,0	33 403,6	44 467,5	58 092,3
Zysk netto za okres	5 652,0	3 465,0	10 175,0	16 980,2	24 322,0	33 403,6	44 467,5	58 092,3

Prognoza bilansu

BILANS [tys. PLN]	2 018	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	111 842,0	146 110,0	184 770,0	225 515,7	247 042,9	264 637,6	282 999,5	301 781,0
Rzeczowe aktywa trwałe	104 804,0	135 226,0	168 486,0	202 740,6	218 753,3	230 784,4	242 931,0	254 778,5
Prawo do użytkowania	0,0	2 730,0	3 475,0	4 423,3	5 630,4	7 166,9	9 122,7	11 612,2
Wartości niematerialne i prawne	6 586,0	7 238,0	10 971,0	16 820,5	20 798,1	24 425,7	28 202,1	32 061,5
Wartość firmy	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Należności długoterminowe	434,0	890,0	1 767,0	1 459,8	1 765,1	2 134,2	2 580,5	3 120,2
-w tym długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	220,0	719,0	1 219,0	963,5	1 165,0	1 408,6	1 703,2	2 059,3
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	3,0	11,0	56,0	56,6	81,1	111,3	148,2	193,6
Aktywa obrotowe	67 500,0	70 080,0	118 758,0	133 186,7	150 308,0	168 114,7	201 202,5	247 470,5
Zapasy	7 290,0	9 615,0	38 266,0	21 896,9	26 476,2	32 013,1	38 708,0	46 802,9
Należności handlowe oraz pozostałe należności	13 152,0	30 248,0	40 968,0	46 713,4	56 482,6	68 294,7	82 577,0	99 846,3
-w tym krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	456,0	491,0	661,0	747,4	903,7	1 092,7	1 321,2	1 597,5
Należności z tytułu bieżącego podatku dochodowego	12,0	0,0	136,0	51,5	73,7	101,2	134,7	176,0
Kwoty należne od odbiorców z tytułu wyceny usług budowlanych	32 396,0	15 085,0	18 852,0	22 626,8	27 358,7	33 080,2	39 998,3	48 363,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	14 650,0	15 132,0	20 536,0	41 898,1	39 916,8	34 625,4	39 784,4	52 282,2
Aktywa razem	179 342,0	216 190,0	303 528,0	358 702,4	397 351,0	432 752,3	484 201,9	549 251,5
Kapitał (fundusz) własny	74 838,0	77 376,0	144 350,0	176 228,1	198 852,1	229 823,5	270 950,6	324 596,1
Kapitał (fundusz) podstawowy	5 650,0	5 650,0	6 380,0	6 380,0	6 380,0	6 380,0	6 380,0	6 380,0
Kapitał (fundusz) zapasowy	62 402,0	37 054,0	93 123,0	108 020,9	108 020,9	108 020,9	108 020,9	108 020,9
Zyski zatrzymane	6 786,0	34 672,0	44 847,0	61 827,2	84 451,2	115 422,6	156 549,7	210 195,2
Zobowiązania i rezerwy	104 508,0	138 814,0	159 178,0	182 474,4	198 498,9	202 928,8	213 251,4	224 655,4
Zobowiązania długoterminowe	59 857,0	92 687,0	95 258,0	109 484,6	110 244,9	96 218,4	84 224,7	68 645,6
Długoterminowe %	11 954,0	32 696,0	31 637,0	38 319,6	38 585,7	33 676,4	29 478,7	24 026,0
Zobowiązania krótkoterminowe	44 651,0	46 127,0	63 920,0	72 989,7	88 254,0	106 710,4	129 026,6	156 009,8
Krótkoterminowe %	16 398,0	16 931,0	31 544,0	29 195,9	35 301,6	42 684,2	51 610,7	62 403,9
Pasywa razem	179 346,0	216 190,0	303 528,0	358 702,4	397 351,0	432 752,3	484 201,9	549 251,5

Prognoza przepływów finansowych.

CASH FLOW [tys. PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CF Operacyjny	-4 202,0	-7 555,0	-21 912,0	47 512,5	36 968,3	36 918,2	49 588,5	60 891,9
CF Inwestycyjny	-25 492,0	-38 731,0	-49 015,0	-53 916,5	-36 663,2	-33 436,9	-34 807,8	-35 573,5
CF Finansowy	41 969,0	46 768,0	76 331,0	27 765,1	-2 288,3	-8 775,8	-9 625,7	-12 825,5
Przepływy pieniężne netto	12 275,0	482,0	5 404,0	21 361,1	-1 983,2	-5 294,4	5 155,0	12 492,8
Środki pieniężne na początek okresu	2 375,0	14 650,0	15 132,0	20 536,0	41 898,1	39 916,8	34 625,4	39 784,4
Środki pieniężne na koniec okresu	14 650,0	15 132,0	20 536,0	41 898,1	39 916,8	34 625,4	39 784,4	52 282,2

Źródło: DM Banku BPS S.A., spółka

Analiza wskaźnikowa.

DANE FINANSOWE	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	126,8%	-24,3%	36,3%	14,7%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
EBITDA zmiana r/r	5,5%	-3,6%	58,9%	45,4%	31,6%	24,0%	23,3%	22,6%
EBIT zmiana r/r	-1,0%	-29,0%	125,6%	61,3%	39,7%	35,1%	31,9%	29,7%
Zysk netto zmiana r/r	-6,9%	-38,7%	193,7%	66,9%	43,2%	37,3%	33,1%	30,6%
Marża brutto na sprzedaży	12,9%	12,8%	24,1%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Marża EBITDA	11,8%	15,0%	17,5%	22,2%	24,2%	24,8%	25,3%	25,6%
Marża EBIT	5,8%	5,5%	9,1%	12,8%	14,7%	16,5%	18,0%	19,3%
Marża brutto	4,6%	3,8%	8,1%	11,7%	13,9%	15,8%	17,4%	18,8%
Marża netto	4,6%	3,7%	8,0%	11,6%	13,8%	15,7%	17,2%	18,6%
COGS / Przychody	102,7%	124,1%	99,6%	102,8%	100,9%	99,1%	97,6%	96,3%
SG&A / Przychody	20,9%	48,9%	27,8%	34,0%	32,0%	30,3%	28,8%	27,5%
SG&A / COGS	20,4%	39,4%	28,0%	33,0%	31,7%	30,5%	29,5%	28,5%
ROE	7,6%	4,5%	7,0%	9,6%	12,2%	14,5%	16,4%	17,9%
ROA	3,2%	1,6%	3,4%	4,7%	6,1%	7,7%	9,2%	10,6%
Dług	28 352,0	49 627,0	63 181,0	67 515,5	73 887,3	76 360,6	81 089,3	86 429,9
D/(D+E)	27,5%	39,1%	30,4%	27,7%	27,1%	24,9%	23,0%	21,0%
D/E	37,9%	64,1%	43,8%	38,3%	37,2%	33,2%	29,9%	26,6%
Odsetki / EBIT	21,5%	31,7%	12,1%	8,2%	5,8%	4,2%	3,2%	2,5%
Dług netto	13 702,0	34 495,0	42 645,0	25 617,4	33 970,4	41 735,2	41 304,9	34 147,6
Dług netto / Kapitał własny	18,3%	44,6%	29,5%	14,5%	17,1%	18,2%	15,2%	10,5%
Dług netto / EBITDA	94,1%	245,7%	191,2%	79,0%	79,6%	78,9%	63,3%	42,7%
Dług netto / EBIT	190,3%	674,3%	369,5%	137,6%	130,6%	118,8%	89,1%	56,8%
EV	739 098,0	718 305,0	710 155,0	727 182,6	718 829,6	711 064,8	711 495,1	718 652,4
Dług / EV	3,8%	6,9%	8,9%	9,3%	10,3%	10,7%	11,4%	12,0%
CAPEX / Przychody	18,0%	46,3%	38,8%	37,4%	21,6%	16,6%	14,4%	12,4%
CAPEX / Amortyzacja	301,4%	484,0%	459,2%	395,0%	229,1%	199,0%	197,2%	194,5%
Amortyzacja / Przychody	6,0%	9,6%	8,5%	9,5%	9,4%	8,3%	7,3%	6,4%
Zmiana KO / Przychody	21,2%	1,2%	24,3%	3,7%	1,1%	-0,3%	4,2%	6,2%

Źródło: DM Banku BPS S.A.

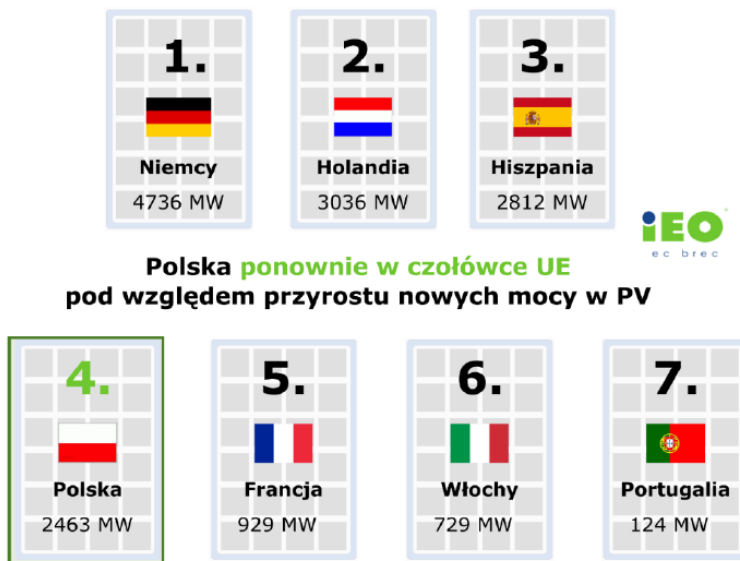
Perspektywy branży fotowoltaicznej w Polsce

W 2020 roku 1,5% energii elektrycznej wyprodukowanej w Polsce pochodziło ze źródeł fotowoltaicznych. W 2021 roku według prognoz będzie to już 3,5%, a w 2025 roku energia słoneczna ma zapewnić ok. 10% energii elektrycznej. Od dwóch lat rynek fotowoltaiki w Polsce przechodzi boom rozwojowy. Na koniec 2020 roku w Polsce działało 3936 MW instalacji fotowoltaicznych, co oznacza wzrost o 2 463 MW (wzrost 200 % w ujęciu r/r).

Perspektywy branży fotowoltaicznej w Unii Europejskiej

Ubiegły rok, mimo pandemii był również udany rok dla europejskiego rynku. Nowo zainstalowana moc fotowoltaiki w Unii Europejskiej wzrosła o 11% w 2020 roku, co było drugim najlepszym wynikiem w historii. Na koniec 2020 roku moc zainstalowana w krajach Unii Europejskiej w fotowoltaice wniosła około 153 GW (przyrost 18,8 GW r/r). Polska znalazła się w czołówce Unii Europejskiej, pod względem przyrostu nowych mocy.

Przyrost mocy w fotowoltaice w 2020 roku [MW],

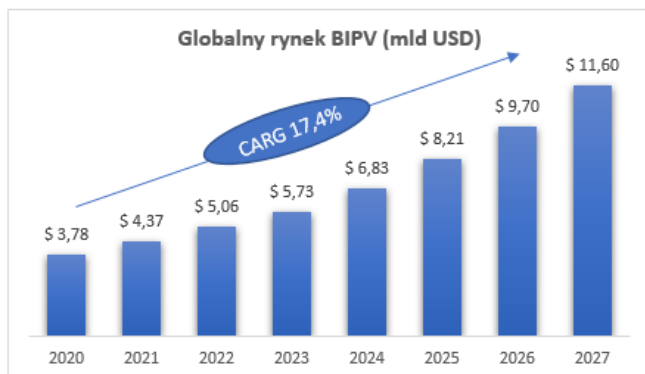


Źródło: Raport Rynek Fotowoltaiki w Polsce 2021

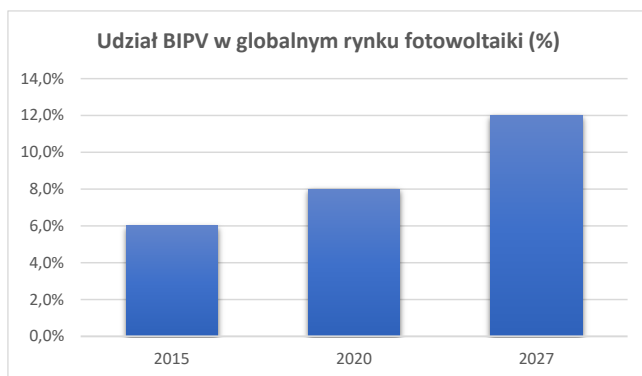
Dalszy dynamiczny rozwój rynku fotowoltaicznego w krajach UE-28 powinien zapewnić plan odbudowy UE po pandemii, w którym Komisja Europejska postawiła OZE w centralnym punkcie. Celem cząstkowym UE jest zmniejszenie do 2030 roku emisji o 43% w porównaniu z 2005 rokiem, w różnych sektorach, aby przeciwdziałać zmianie klimatu. Ponadto za główny cel UE postawiła sobie osiągnięcie neutralności klimatycznej przez wszystkie kraje UE z osobna do 2050 roku.

Perspektywy globalnego rynku Building Integrated Photovoltaics BIPV

Globalny rynek zintegrowanej fotowoltaiki budowlanej (BIPV) wyceniany jest na 3,8 mld USD w 2020 r. Oczekuje się, że do końca 2027 r. osiągnie 11,6 mld USD, rosnąc w średniorocznym tempie na poziomie 17,4% w latach 2021-2026. Globalna fotowoltaika zintegrowana z budynkami stale się rozwija. W 2021 r. światowa produkcja fotowoltaiki zintegrowanej z budynkami wynosi 10700,6 MW przy średnim tempie wzrostu 15,83%. Europa jest największym regionem produkcyjnym zintegrowanych fotowoltaiki z udziałem w rynku na poziomie około 35%. Drugie miejsce zajmuje Ameryka Północna z udziałem ok. około 25% w światowej produkcji.



Źródło: Raport "BIPV Market Forecast and Analysis 2018-2027" n-tech Research



Źródło: Raport "Building Integrated Photovoltaic Skylights Market 2027".

Globalnego rynku BIPV – kluczowi konkurenci ML System

- Onyx Solar Energy** – firma zajmująca się energią słoneczną założona w Ávila w Hiszpanii w 2009 roku przez Alvaro Beltrana i Teodosio del Caño. Producent produkuje fotowoltaikę zintegrowaną z budynkiem i jest znany ze swojego połączenia optymalizacji oszczędzania energii i produkcji energii fotowoltaicznej we wdrożeniach.
- Polysolar** – firma została założona w 2007 roku w Wielkiej Brytanii w celu rozwoju materiałów fotowoltaicznych nowej generacji. W miarę postępu badań firma Polysolar opracowała i skomercjalizowała szereg przezroczystych materiałów do oszklenia fotowoltaicznego, które można zintegrować z coraz większą gamą rozwiązań integracyjnych. Należą do nich zadaszenia, wiaty garażowe, fasady i inne aplikacje na zamówienie.
- Super Sky Products** – firma powstała w Mequon w stanie Wisconsin w Stanach Zjednoczonych produkująca niestandardowe przeszklenia dla budownictwa komercyjnego i wielkopowierzchniowego budownictwa mieszkaniowego. Przeszkłone zadaszenia, konstrukcje fotowoltaiczne i niestandardowe konstrukcje metalowe są dostarczane przez Super Sky głównie na terenie Stanów Zjednoczonych a także na całym świecie.
- EnergyGlass** - firma założona w 2007 roku w Como we Włoszech, której głównym celem jest projektowanie, produkcja i dostarczanie elementów architektonicznych do produkcji energii odnawialnej: moduły fotowoltaiczne ze szkła bezpiecznego (BIPV). EnergyGlass jest liderem zarówno na rynku włoskim, jak i globalnym.

5. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko spadku popytu na produkty spółki

Rynek średniej podczerwieni na którym działa ML System jest dynamicznie rozwijającym obszarem fotoniki. Istnieje jednak ryzyko, iż na skutek różnych czynników, w tym makroekonomicznych, politycznych czy technologicznych popyt na produkty Spółki istotnie osłabnie i rynek nie będzie rozwijał się z dotychczasową, ponadprzeciętną dynamiką.

Ryzyko związane z konkurencją

Ze względu na wysoką koncentrację rynku (tylko kilku producentów) oraz wysokie bariery wejścia ryzyko konkurencji można uważać za stosunkowo niskie. Niemniej jednak wraz z dalszym dynamicznym rozwojem rynku istnieje prawdopodobieństwo, iż wiodące firmy technologiczne podejmą decyzję o wejściu na rynek. Jednocześnie ze względu na szybki rozwój technologii i starzenie się produktu istnieje ryzyko uzyskania przewagi technologicznej przez któregoś z konkurentów.

Ryzyko utraty kluczowych klientów

Zakończenie współpracy z którymś z klientów, bądź ograniczenie zapotrzebowania przez klienta wiążące się z ograniczeniem/brakiem zamówień może istotnie negatywnie wpłynąć na dynamikę wyników spółki. Zwracamy jednak uwagę na ograniczoną konkurencję oraz wysokie koszty przejścia z jednej technologii na inną (co jest jednak także barierą dla pozyskiwania przez Spółkę nowych partnerów).

Ryzyko utraty kluczowych pracowników

Działalności ML System wymaga wysoce wyspecjalizowanych pracowników, których podaż na rynku jest bardzo ograniczona. Jednocześnie wysokie kwalifikacje kadry są uważane przez zarząd za jedną z kluczowych przewag Spółki na rynku.

Ryzyko alternatywnych technologii

Istnieje ryzyko pojawienia się alternatywnych technologii, które mogłyby zastąpić rozwiązania ML System uzyskując lepsze parametry działania i/lub niższą cenę.

Ryzyko awarii sprzętu

Aparatura wykorzystywana przez ML System jest wysoko zaawansowana technologicznie i nie jest powszechnie dostępna na rynku, przez co ewentualne awarie mogłyby skutkować zarówno sporymi nakładami na sprzęt, jak i przestojem w produkcji.

Ryzyko walutowe

Część przychodów jest realizowana w oparciu o długoterminowe kontrakty z ustaloną ceną dostawy. Zdecydowana większość przychodów jest realizowana w złotych. Zaś spółka nabywa materiały i podzespoły głównie płacąc w dolarach oraz euro. Dlatego też ewentualne zmiany wartości tych walut w stosunku do złotówki mogą wpłynąć negatywnie na marżę ML System. Spółka nie stosuje instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kursowym związanym z USD, EUR czy też innych walut.

Ryzyko inwestycji

Ryzyko dotyczy zarówno dotrzymania terminów oraz wzrostu kosztów realizowanych przez Spółkę inwestycji w rozwój produkcji, jak również ryzyko nie osiągnięcia spodziewanych efektów synergii ze spółkami przejmowanymi.

Ryzyko utraty dofinansowania

Aby utrzymywać wysoki poziom dofinansowania do badań i rozwoju spółka musi spełniać szereg kryteriów. Utrata dofinansowania, lub jego mniejsza dostępność w przyszłości wiązałaby się z koniecznością zaangażowania większych środków własnych lub podwyższeniem kredytów.

Ryzyko związane z COVID-19

Ryzyko związane z trwającą pandemią przejawia się poprzez ryzyko ciągłości produkcji, ryzyko dystrybucji. ML System w celu przeciwdziałania potencjalnym, negatywnym skutkom pandemii COVID-19 dywersyfikuje źródła dostaw komponentów. Preferuje zlecenia produkcyjne, w tym eksportowe (głównie z Norwegii i Szwecji, gdzie wpływ koronawirusa jest relatywnie mniej odczuwalny), przy mniejszej koncentracji na kontraktach publicznych i parasolowych, gdzie spowolnieniu uległo tempo ogłaszania przetargów. Produkcja fotowoltaicznych szyb z powłoką kwantową uniezależni Spółkę od azjatyckiego łańcucha dostaw, wszystkie komponenty mają być wytwarzane w Europie, głównie w Polsce.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

CAPEX (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

BIPV (*ang. Building Integrated Photovoltaic*) – rozwiązania fotowoltaiczne zintegrowane z budownictwem

DCF (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

DFCFF – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCFE*).

EBIT (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

EBITDA (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

EV (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

EV/EBITDA – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

FCFF (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

NOPLAT – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT*(1 - stopa podatkowa).

P/BV (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

P/E (*ang. price earnings ratio*) – Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

PV TV – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

TV (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

WACC (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

Opis terminów stosowanych przy wydawaniu rekomendacji inwestycyjnych

- „**kupuj**” oznacza fundamentalnie niedowartościowany-prognozowanie wzrostu o co najmniej 10%
- „**trzymaj**” oznacza fundamentalnie właściwie wyceniony- prognozowanie wzrostu bądź spadku do 10%
- „**sprzedaj**” oznacza fundamentalnie przewartościowany-prognozowanie spadku ponad 10%

6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym raportem analitycznym nastąpiło: 30 czerwca 2020 roku, 08:30

Dystrybucja niniejszego raportu analitycznego: 30 czerwca 2021 roku, 08:45

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art.76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.); bądź (2) porady prawnej; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w jakikolwiek sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286 z późn.zm.).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie stanowi „rekomendację” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 09 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów i zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. W związku z powyższym zwane jest dalej także Rekomendacją.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym opracowaniu będą wycenione przez rynek zgodnie z tą wyceną.

Rekomendacja wydana przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. obowiązuje przez okres 12 miesięcy od dnia jej opublikowania lub do momentu osiągnięcia prognozowanego kursu, chyba że w tym okresie rekomendacja zostanie zaktualizowana.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje emitenta będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania, Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty może dojść do zawarcia umów z emitentem.

Pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A., analitykami/analitykiem przygotowującymi niniejsze opracowanie a emitentem papierów wartościowych, których ono dotyczy nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta. DM Banku BPS nie zawarł z analizowaną spółką umów o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji. Niniejsze opracowanie nie zostało przekazane analizowanej spółce przed jego rozpowszechnieniem do klientów. Niniejsze opracowanie powstało w związku z realizacją Komunikatu nr 285 Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. w sprawie określenia minimalnej częstotliwości publikowania rekomendacji sporządzanych w trybie bezumownym.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części oraz wykorzystywanie go do własnych opracowań celem publikacji jest zabronione bez uzyskania wcześniejszej pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548	Wojciech Białek Analityk Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 525 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych

Rekomendacje Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. wydane w ostatnich 12 miesiącach.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	19.05.2021	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Inicjujący	17.05.2021	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	676,00	702,00	Raport Aktualizujący	08.04.2021	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
Śnieżka	Kupuj	106,00	89,00	Raport Inicjujący	31.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
JSW	Trzymaj	27,00	25,17	Raport Aktualizujący	22.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	629,00	650,00	Raport Aktualizujący	10.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	2,19	1,79	Raport Aktualizujący	03.12.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	23,20	18,25	Raport Aktualizujący	16.11.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	Tomasz Czarnecki, Artur Wizner