



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnie miesiące w związku niesprzyjającym otoczeniem rynkowym (sezonowo utrzymujące się wysokie CPI) przyniosły stabilizację przychodów przy jednoczesnym ograniczaniu budżetów marketingowych, co przełożyło się na generację rekordowej pierwszej marży. W związku ze zbliżającym się dużymi krokami okresem świątecznym, oczekujemy, że ostatnie tygodnie 2023 r. przyniosą dalsze ograniczanie nakładów na UA, co z jednej strony pociągnie za sobą spadek przychodów, a z drugiej pozwoli spółce wypracować w 4Q'23 rekordowy poziom skoryg. EBITDA = ok. 9,8 mln PLN (+210% r/r, +26% q/q). Oczekujemy ponownego zwiększenia wydatków reklamowych na przełomie roku. Działania te powinny uwolnić potencjał poczynionych w ostatnich miesiącach zmian w aplikacji i przełożyć się na jej dalszą, dynamiczną progresję wyników od początku 2024 r. Zakładamy, że proces wdrażania największej zmiany do „Unsolved” (metagry) rozpocznie się w 2H'24. Spodziewamy się, że udostępnianie nowych funkcjonalności będzie postępowało stopniowo, tym samym efekt poprawy KPIs w wyniku tej modyfikacji zostanie rozłożony w czasie na wiele kwartałów. Pragniemy zauważyć, że odczyty aplikacji z ostatnich miesięcy przewyższają nasze wcześniejsze oczekiwania, tym samym podwyższamy nasze prognozy na kolejne okresy. W całym 2024 r. zakładamy, że spółce uda się wypracować 114,7 mln PLN przychodów (+39% r/r), 39,9 mln PLN skoryg. EBITDA (+33% r/r) oraz 29,9 mln PLN skoryg. zysku netto (+45% r/r). Szacowane przez nas wyniki implikują atrakcyjną wycenę mnożnikową spółki (P/E adj. na poziomie 7x). Dodatkowo, uważamy, że istnieje duża szansa, że pierwszy raz w historii Artifex podzieli się z akcjonariuszami zyskami wypracowanymi na przestrzeni rekordowego 2023 r. (dywidenda bądź skup akcji). W naszym modelu zakładamy DPS na poziomie 0,6 PLN/akcję. Mając powyższe na uwadze utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ dla spółki Artifex Mundi podwyższając jednocześnie cenę docelową do poziomu 24,8 PLN/akcję czyli 49% powyżej obecnej ceny rynkowej.

W naszej poprzedniej rekomendacji, liczyliśmy, że spadek CPI na przełomie 3/4Q'23 pozwoli spółce ponownie, wyraźnie zwiększyć budżety reklamowe. Jednakże, w związku wydłużeniem się okresu zwiększonych budżetów reklamowych e-commerce związanym z kampanią „Back to School”, wysokie koszty marketingowe utrzymywały się od połowy sierpnia do początku października. Tym samym mniejsza ilość pozyskiwanych użytkowników do aplikacji „Unsolved” wpłynęła na płaską dynamikę przychodów w ostatnim czasie. Z drugiej strony, ograniczanie wydatków na kampanie marketingowe przełożyło się na osiąganą przez spółkę rekordową pierwszą marżę (3,3-3,4 mln PLN/ msc). Mając na uwadze zbliżający się dużymi krokami okres świąteczny (wysokie koszty reklam), spodziewamy się zwiększenia skali UA dopiero na przełomie roku.

Jednocześnie dzięki znaczącej poprawie KPIs aplikacji oraz dywersyfikacji kanałów marketingowych oczekujemy słabszego wpływu wysokich CPIs na odczyty w listopadzie-grudniu niż to miało miejsce w porównywalnym okresie 2022 r. Naszym zdaniem, odporność wyników aplikacji na sezonową zmienność, będzie kolejnym dowodem na to jak duże zmiany w niej zaszły. Liczymy, że w 2024 r. spółka wejdzie dynamicznie zwiększając bazę odbiorców, co uwolni jej dalszy potencjał monetizacyjny. Odczyty aplikacji z ostatnich miesięcy przewyższają nasze wcześniejsze oczekiwania, stąd podwyższamy nasze założenia przychodowe na 2024 r. o 21% do poziomu 106,6 mln PLN.

Oczekujemy, że proces wdrażania największej zmiany do „Unsolved” (metagry) rozpocznie się w 2H'24. Spodziewamy się, że udostępnianie nowych funkcjonalności będzie postępowało stopniowo, tym samym efekt poprawy KPIs w wyniku tej modyfikacji zostanie rozłożony w czasie na wiele kwartałów. Scenariusz ten zakłada początkowe udostępnienie „Unsolved 2.0” niewielkiej ilości nowych graczy, po czym z każdym miesiącem, po dokładanych testach i feedbacku ze strony odbiorców grono użytkowników będzie sukcesywnie rozszerzane. W przyszłym roku oczekujemy progresji przychodów „Unsolved” na poziomie 49% r/r do ok. 106,6 mln PLN przy UA w okolicach 62,5 mln PLN. W całym 2024 r. prognozujemy, że spółka wypracuje 39,9 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 29,9 mln PLN skoryg. zysku netto. Akcentujemy atrakcyjną wycenę wskaźnikową (P/E adj. na poziomie 7x).

Naszym zdaniem istnieje duża szansa, że pierwszy raz w historii spółka podzieli się z akcjonariuszami zyskami wypracowanymi na przestrzeni rekordowego 2023 r. (dywidenda bądź skup akcji). Biorąc pod uwagę generowane przepływy oraz środki potrzebne na dalszy rozwój produktów oraz UA, zakładamy, że potencjalny DPS może wynieść ok. 0,6 PLN/akcję (DY = 3,5%).

Dodatkowym elementem rozważanym przez Artifex jest uruchomienie własnego sklepu (na wzór Huuuge czy TEN). Inicjatywa ta, powinna przełożyć się na obniżenie kosztów prowizji, tym samym na zwiększenie wpływu do spółki. Aktualnie nie uwzględniamy tego rozwiązania w naszych założeniach. Pragniemy jednak podkreślić, że potencjalne stworzenie takiej platformy może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje.

Potencjalnym czynnikiem ryzyka pozostaje debiut nowej gry RPG. Na koniec 3Q'23 spółka miała aktywowanych 15,4 mln PLN kosztów na bilansie związanych z tym projektem. Prace nad nową grą RPG przebiegają zgodnie z harmonogramem, a jej premiery spodziewamy się na początku 2025 r. Warto podkreślić, że projekt ten zadebiutuje nie tylko na mobile ale też na PC, z funkcjonalnością cross-play, co naszym zdaniem zwiększa szanse na jego sukces komercyjny.

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 25,7 | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 |
| EBITDA [mln PLN] | 17,0 | 20,3 | 14,9 | 29,5 | 39,2 | 48,8 |
| EBITDA skoryg. [mln PLN] | 19,5 | 21,5 | 16,4 | 30,0 | 39,9 | 49,6 |
| EBIT [mln PLN] | 10,0 | 15,3 | 9,9 | 24,6 | 32,2 | 34,6 |
| Zysk netto [mln PLN] | 8,2 | 13,0 | 12,1 | 20,0 | 29,2 | 31,9 |
| Zysk netto skoryg. [mln PLN] | 10,8 | 14,2 | 13,6 | 20,6 | 29,9 | 32,7 |
| P/BV | 6,7 | 5,0 | 3,9 | 2,9 | 2,2 | 1,8 |
| P/E | 24,0 | 16,7 | 17,9 | 10,8 | 7,4 | 6,8 |
| P/E skoryg.* | 18,3 | 15,2 | 15,9 | 10,5 | 7,2 | 6,6 |
| EV/EBITDA | 11,7 | 10,7 | 14,5 | 7,4 | 5,5 | 4,4 |
| EV/EBITDA skoryg.* | 10,1 | 10,1 | 13,2 | 7,2 | 5,4 | 4,4 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,9 |
| DY | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 3,5% | 5,4% |

*- skoryg. o koszty programu motywacyjnego na lata 2021-26

Report 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.

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

KUPUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: KUPUJ)

WYCENA 24,8 PLN

1 GRUDNIA 2023, 11:40 CET

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Wycena DCF [PLN] | 22,0 |
| Wycena końcowa [PLN] | 24,8 |
| Potencjał do wzrostu | 49% |
| Koszt kapitału | 15,7% |
| Cena rynkowa [PLN] | 16,7 |
| Kapitalizacja [mln PLN] | 198,1 |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 11,9 |
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 19,8 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN] | 11,4 |
| Stopa zwrotu za 3 mc | -9% |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 44% |
| Stopa zwrotu za 9 mc | 98% |
| Struktura akcjonariatu: | |
| Porozumienie akcjonariuszy | 21,6% |
| Warsaw Equity ASI | 14,7% |
| Nationale-Nederlanden OFE | 9,9% |
| G5 Entertainment AB | 5,2% |
| Pozostali | 48,5% |

Krzysztof Tkocz

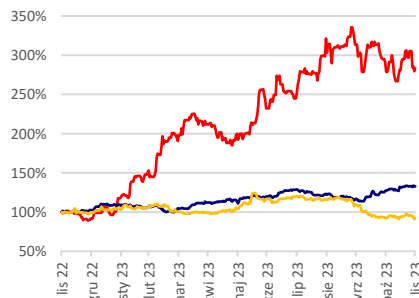
krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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

— Artifex Mundi — WIG — WIG-Games



SPIS TREŚCI:

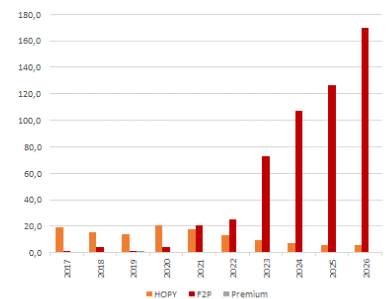
| | |
|---|----|
| WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE | 3 |
| WYCENA I PODSUMOWANIE | 4 |
| WYCENA DCF..... | 4 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA | 7 |
| CZYNNIKI RYZYKA | 8 |
| OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23 | 9 |
| PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY | 11 |
| ZMIANA ZAŁOŻEŃ | 13 |
| DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI | 14 |

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

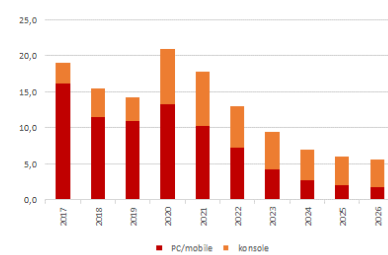
| Rachunek wyników [mln PLN] | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|---|---------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| Przychody | 25,7 | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 | 175,7 |
| Zysk brutto ze sprzedaży | 15,8 | 29,4 | 29,4 | 73,0 | 102,7 | 113,5 | 150,8 |
| SG&A | 13,1 | 23,7 | 28,6 | 58,2 | 82,5 | 98,5 | 127,6 |
| PPO/PKO | -2,6 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 17,0 | 20,3 | 14,9 | 29,5 | 39,2 | 48,8 | 66,0 |
| EBITDA skoryg.** | 19,5 | 21,5 | 16,4 | 30,0 | 39,9 | 49,6 | 66,7 |
| EBIT | 10,0 | 15,3 | 9,9 | 24,6 | 32,2 | 34,6 | 48,1 |
| Zysk brutto | 10,2 | 14,7 | 12,5 | 22,6 | 32,8 | 35,9 | 49,9 |
| Zysk netto | 8,2 | 13,0 | 12,1 | 20,0 | 29,2 | 31,9 | 44,4 |
| Zysk netto skoryg.** | 10,8 | 14,2 | 13,6 | 20,6 | 29,9 | 32,7 | 45,1 |
| Marża brutto ze sprzedaży | 61,4% | 75,1% | 76,3% | 88,2% | 89,6% | 85,2% | 85,8% |
| Marża EBITDA | 65,9% | 51,9% | 38,7% | 35,6% | 34,2% | 36,7% | 37,6% |
| Marża EBITDA skoryg.** | 75,9% | 55,1% | 42,6% | 36,2% | 34,8% | 37,2% | 38,0% |
| Marża EBIT | 38,9% | 39,2% | 25,7% | 29,7% | 28,1% | 26,0% | 27,4% |
| Marża zysku netto | 32,0% | 33,3% | 31,3% | 24,2% | 25,4% | 24,0% | 25,3% |
| Marża zysku netto skoryg.** | 42,0% | 36,4% | 35,2% | 24,8% | 26,1% | 24,5% | 25,7% |
| Bilans [mln PLN] | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| Aktywa trwałe | 7,9 | 6,0 | 5,6 | 9,6 | 10,0 | 10,2 | 10,6 |
| WNIP | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 3,3 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 2,0 | 2,3 | 2,6 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 4,5 | 3,5 | 3,6 | 7,8 | 7,9 | 7,9 | 8,0 |
| Aktywa obrotowe | 27,8 | 44,7 | 59,4 | 83,5 | 107,4 | 129,7 | 169,0 |
| Aktywowane koszty gier komputerowych | 12,3 | 20,5 | 32,4 | 47,1 | 64,0 | 77,1 | 88,0 |
| Należności z tytułu dostaw i usług | 4,2 | 5,2 | 5,5 | 13,4 | 15,4 | 18,0 | 24,8 |
| Środki pieniężne | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 | 41,4 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 0,2 | 1,5 | 18,3 | 14,8 | 14,8 | 14,8 | 14,8 |
| Aktywa razem | 35,7 | 50,7 | 65,0 | 93,1 | 117,4 | 139,9 | 179,6 |
| Kapitał własny | 29,4 | 43,3 | 55,2 | 75,6 | 97,2 | 117,5 | 149,1 |
| Zobowiązania długoterminowe | 2,7 | 1,9 | 1,1 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | 2,1 | 1,3 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 3,6 | 5,4 | 8,7 | 16,9 | 19,4 | 21,7 | 29,8 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 2,3 | 3,4 | 5,9 | 14,4 | 17,0 | 19,3 | 27,3 |
| Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Zobowiązania z tytułu leasingu | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Pozostałe rezerwy krótkoterminowe | 0,5 | 0,7 | 1,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Inne zobowiązania finansowe | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Pasywa razem | 35,7 | 50,7 | 65,0 | 93,1 | 117,4 | 139,9 | 179,6 |
| Cash Flow [mln PLN] | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| Przepływy z działalności operacyjnej | 8,0 | 7,2 | 5,6 | 7,5 | 13,7 | 19,5 | 35,8 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,3 | 0,0 | -16,0 | -1,9 | -1,2 | -1,3 | -1,3 |
| Przepływy z działalności finansowej | -0,8 | -0,7 | -0,9 | -0,6 | -7,5 | -11,7 | -12,8 |
| Przepływy pieniężne netto | 7,1 | 6,4 | -11,3 | 5,0 | 4,9 | 6,6 | 21,7 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 4,0 | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 | 41,4 |
| Dynamiki [%] | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| Przychody | 54,5% | 51,9% | -1,3% | 114,7% | 38,6% | 16,0% | 32,0% |
| EBITDA | -307,3% | 19,6% | -26,5% | 97,5% | 33,1% | 24,6% | 35,2% |
| EBITDA skoryg.** | 75,0% | 10,3% | -23,7% | 82,7% | 33,1% | 24,1% | 34,6% |
| EBIT | -169,7% | 53,3% | -35,4% | 148,0% | 31,2% | 7,5% | 38,8% |
| Zysk netto | -160,2% | 57,7% | -7,2% | 65,8% | 45,8% | 9,5% | 39,0% |
| Zysk netto skoryg.** | 91,6% | 31,8% | -4,6% | 51,4% | 45,5% | 9,2% | 38,2% |
| Wybrane dane i wskaźniki* | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
| ROE | 28,0% | 30,0% | 21,9% | 26,5% | 30,0% | 27,2% | 29,8% |
| ROA | 23,1% | 25,6% | 18,6% | 21,5% | 24,8% | 22,8% | 24,7% |
| Dywid | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 3,5% | 5,4% | 5,9% |
| DPS w okresie (PLN) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| Payout ratio | 0% | 0% | 0% | 0% | 37% | 40% | 40% |
| P/E (x) | 24,0 | 16,7 | 17,9 | 10,8 | 7,4 | 6,8 | 4,9 |
| P/E (x) skoryg.** | 18,3 | 15,2 | 15,9 | 10,5 | 7,2 | 6,6 | 4,8 |
| P/BV (x) | 6,7 | 5,0 | 3,9 | 2,9 | 2,2 | 1,8 | 1,5 |
| EV/EBIT (x) | 19,8 | 14,1 | 21,8 | 8,8 | 6,7 | 6,3 | 4,5 |
| EV/EBITDA (x) | 11,7 | 10,7 | 14,5 | 7,4 | 5,5 | 4,4 | 3,3 |
| EV/EBITDA (x) skoryg.** | 10,1 | 10,1 | 13,2 | 7,2 | 5,4 | 4,4 | 3,2 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 16,7 PLN; **- skoryg. o koszty PM21-26

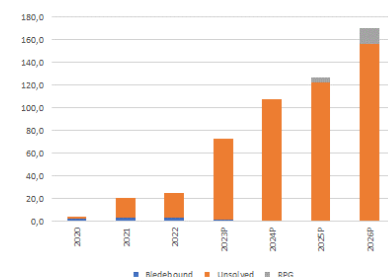
ART - przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



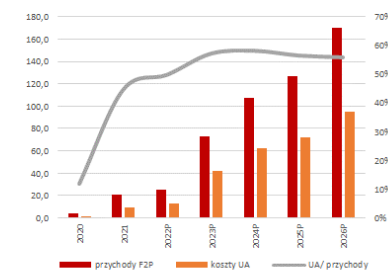
ART - przychody z gier HOPA w podziale na PC/mobile i konsolle [mln PLN]



ART - przychody segm. F2P w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]



ART - przychody F2P/ marketing [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty
- 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier
- 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników
- 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników
- 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów
- 6) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym
- 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży
- 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych
- 9) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple i planowanych zmian w polityce Google
- 10) Ryzyko nowej polityki opłat Unity

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Artifex Mundi opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym nadaliśmy wagę odpowiednio po 15%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 22,0 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 26,7 PLN, a do spółek zagranicznych 35,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 322,2 mln PLN, czyli **24,8 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

| | | mln PLN | PLN | Potencjał |
|---|------------------------------|--------------|-------------|------------|
| A | Wycena DCF | 285,9 | 22,0 | 32% |
| B | Wycena porównawcza | 406,8 | 31,3 | 88% |
| | Wycena porównawcza Polska | 347,6 | 26,7 | 61% |
| | Wycena porównawcza zagranica | 466,0 | 35,8 | 115% |
| C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa | | 322,2 | 24,8 | 49% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (przyjmujemy długoterminowo 5,5%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,1. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest Artifex Mundi.

Główne założenia modelu:

- W 2024 roku prognozujemy 114,7 mln PLN przychodów. Spodziewamy się dalszego spadku z segmentu gier HOPA do poziomu 7,0 mln PLN (-27% r/r). Oczekujemy że w tym okresie segment F2P w tym „Unsolved” będzie motorem napędowym wyników i wygeneruje 107,4 mln PLN przychodów (+48% r/r). W całym 2024 roku prognozujemy 39,9 mln skoryg. EBITDA oraz 29,9 mln PLN skoryg. zysku netto.
- Zakładamy scenariusz, w którym spółka skupia się na rozwoju aplikacji „Unsolved”, tym samym zaprzestaje wydawania nowych gier. Oczekujemy kontynuacji portowania HOPÓw na konsole, zakładamy 8-10 rocznie, aż do wykończenia portfela gier, do których Artifex ma prawa własności. W latach 2024-2026 prognozujemy spadek monetyzacji do poziomu ok. 5,5-7 mln PLN.
- Spodziewamy się dalszej ewolucji aplikacji „Unsolved”, skalowania jej poprzez kampanie marketingowe. Oczekujemy, że w najbliższych latach odegra ona istotną rolę w monetyzacji gier HOPA. Liczymy, że „Unsolved” w 2024 roku będzie w stanie wygenerować ok. 106,6 mln przychodów (+49% r/r), przy UA na poziomie 62,5 mln PLN (+50% r/r).
- „Bladebound” – zakładamy regresję monetyzacji tej gry na przestrzeni 2024 r. do ok. 60-70 tys. PLN/ msc. W kolejnych latach, w związku ze starzejącym się produktem i pojawiającymi się nowymi konkurencyjnymi grami spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego.
- Przesuwamy premierę nowej gry RPG z końca 2024 r. na początek 2025 r. Prognozujemy, że w roku od debiutu tytuł ten wypracuje ok. 4,7 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 2,3 mln PLN. W związku z ryzykiem jakim są obciążone gry mobilne podchodzimy konserwatywnie do tego projektu opierając swoje prognozy o wcześniejszą grę RPG studia czyli „Bladebound” jak i inne podobne gry z tego gatunku od polskich deweloperów. Dodatkowo biorąc pod uwagę nową politykę opłat Unity, uwzględniamy w naszym założeniach prowizję, opierając kalkulację na pobraniach gry.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- 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 2023 roku.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), umożliwi zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. W swoich prognozach implikujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 11%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Program motywacyjny – spółka zaktualizowała obowiązujący Program Motywacyjny, rozszerzając go o lata 2025-26 (trzecia transza, 379 tys. warrantów subskrypcyjnych). Minimalny i maksymalny wynik, który pozwoli aktywować program to odpowiednio 21 mln PLN /25 mln PLN łącznie w latach 2021-2022, 25 mln PLN /35 mln PLN w latach 2023-24 i 35 mln PLN/ 42 mln PLN na przestrzeni 2025-26. Na potrzeby realizacji programu, zarząd ma zostać upoważniony do emisji łącznie nie więcej niż ok. 1,1 mln akcji po cenie emisyjnej równiej 9,01 PLN. Spodziewamy się jego realizacji w pełnym dopuszczalnym zakresie, tym samym ujmujemy go w naszym modelu.
- Do obliczeń przyjęliśmy 13,0 mln szt. akcji (aktualna ilość 11,9 mln + 1,1 mln sztuk ze zrealizowanego programu motywacyjnego).
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 29 lutego 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 285,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 22,0 PLN.

Model DCF

| | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P |
|--|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN] | 114,7 | 133,1 | 175,7 | 191,9 | 205,1 | 216,3 | 227,8 | 239,9 | 252,1 | 264,3 |
| EBIT [mln PLN] | 32,2 | 34,6 | 48,1 | 54,2 | 58,4 | 60,5 | 62,5 | 64,6 | 66,7 | 68,5 |
| Stopa podatkowa | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% | 11,0% |
| Podatek od EBIT [mln PLN] | 3,5 | 3,8 | 5,3 | 6,0 | 6,4 | 6,7 | 6,9 | 7,1 | 7,3 | 7,5 |
| NOPLAT [mln PLN] | 28,7 | 30,8 | 42,8 | 48,2 | 51,9 | 53,8 | 55,7 | 57,5 | 59,4 | 61,0 |
| Amortyzacja: [mln PLN] | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 1,3 |
| CAPEX [mln PLN] | -1,2 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -1,4 | -1,4 | -1,5 | -1,5 | -1,5 | -1,6 |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN] | -16,5 | -13,4 | -9,7 | -10,2 | -9,1 | -8,2 | -7,6 | -7,4 | -7,6 | -7,7 |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN] | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF [mln PLN] | 12,0 | 17,2 | 32,9 | 37,7 | 42,6 | 45,4 | 47,8 | 49,9 | 51,6 | 53,1 |
| DFCF [mln PLN] | 10,6 | 13,1 | 21,7 | 21,6 | 21,1 | 19,4 | 17,7 | 15,9 | 14,3 | 12,7 |
| Suma DFCF [mln PLN] | 168,1 | | | | | | | | | |
| Wartość rezydualna [mln PLN] | 378,0 | | | | | | | | | |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] | 90,4 | | | | | | | | | |
| Wartość firmy EV [mln PLN] | 258,4 | | | | | | | | | |
| Dług netto 2023 [mln PLN] | -27,5 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału własnego [mln PLN] | 285,9 | | | | | | | | | |
| Ilość akcji [tys.] | 13,0 | | | | | | | | | |
| Wartość kapitału na akcję [PLN] | 22,0 | | | | | | | | | |

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

| | | | | | | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody zmiana r/r | 38,6% | 16,0% | 32,0% | 9,2% | 6,9% | 5,5% | 5,3% | 5,3% | 5,1% | 4,8% |
| EBIT zmiana r/r | 31,2% | 7,5% | 38,8% | 12,6% | 7,8% | 3,6% | 3,4% | 3,3% | 3,2% | 2,8% |
| FCF zmiana r/r | 29,0% | 43,4% | 91,6% | 14,7% | 12,9% | 6,7% | 5,2% | 4,4% | 3,4% | 2,9% |
| Marża EBITDA | 34,2% | 36,7% | 37,6% | 38,8% | 39,7% | 39,9% | 39,9% | 39,8% | 39,6% | 39,6% |
| Marża EBIT | 28,1% | 26,0% | 27,4% | 28,2% | 28,5% | 28,0% | 27,4% | 26,9% | 26,5% | 25,9% |
| Marża NOPLAT | 25,0% | 23,2% | 24,4% | 25,1% | 25,3% | 24,9% | 24,4% | 24,0% | 23,5% | 23,1% |
| CAPEX / Przychody | 1,1% | 1,0% | 0,8% | 0,7% | 0,7% | 0,7% | 0,6% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| CAPEX / Amortyzacja | 127,3% | 126,3% | 125,3% | 124,4% | 123,6% | 123,1% | 122,4% | 121,7% | 119,7% | 119,2% |
| Zmiana KO / Przychody | 14,3% | 10,1% | 5,5% | 5,3% | 4,4% | 3,8% | 3,3% | 3,1% | 3,0% | 2,9% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 51,5% | 72,9% | 22,7% | 63,3% | 68,7% | 72,8% | 66,3% | 61,0% | 61,9% | 63,4% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

| | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P | 2029P | 2030P | 2031P | 2032P | 2033P |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% | 5,5% |
| Premia za ryzyko | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% | 6,5% |
| Beta | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 | 1,10 |
| 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 | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% |
| 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 | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% | 6,2% |
| Udział kapitału obcego | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| WACC | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% | 15,7% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------|-----|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| beta | 0,8 | 23,9 | 24,3 | 24,7 | 25,1 | 25,5 | 26,0 | 26,5 | 27,1 | 27,7 |
| | 0,9 | 22,8 | 23,1 | 23,4 | 23,7 | 24,1 | 24,5 | 24,9 | 25,4 | 26,0 |
| | 1,0 | 21,7 | 21,9 | 22,2 | 22,5 | 22,8 | 23,2 | 23,5 | 24,0 | 24,4 |
| | 1,1 | 20,7 | 20,9 | 21,2 | 21,4 | 21,7 | 22,0 | 22,3 | 22,7 | 23,0 |
| | 1,2 | 19,8 | 20,0 | 20,2 | 20,4 | 20,7 | 20,9 | 21,2 | 21,5 | 21,8 |
| | 1,3 | 19,0 | 19,1 | 19,3 | 19,5 | 19,7 | 19,9 | 20,2 | 20,4 | 20,7 |
| | 1,4 | 18,2 | 18,4 | 18,5 | 18,7 | 18,9 | 19,1 | 19,3 | 19,5 | 19,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| | | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym | | | | | | | | |
|------------------|-------|---|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
| premia za ryzyko | 4,5% | 24,4 | 24,8 | 25,2 | 25,6 | 26,1 | 26,6 | 27,2 | 27,8 | 28,5 |
| | 5,5% | 22,4 | 22,7 | 23,0 | 23,3 | 23,7 | 24,1 | 24,5 | 25,0 | 25,5 |
| | 6,5% | 20,7 | 20,9 | 21,2 | 21,4 | 21,7 | 22,0 | 22,3 | 22,7 | 23,0 |
| | 7,5% | 19,2 | 19,4 | 19,6 | 19,8 | 20,0 | 20,2 | 20,5 | 20,8 | 21,0 |
| | 8,5% | 17,9 | 18,1 | 18,2 | 18,4 | 18,6 | 18,7 | 18,9 | 19,1 | 19,4 |
| | 9,5% | 16,8 | 16,9 | 17,0 | 17,2 | 17,3 | 17,5 | 17,6 | 17,8 | 18,0 |
| | 10,5% | 15,8 | 15,9 | 16,0 | 16,1 | 16,2 | 16,3 | 16,5 | 16,6 | 16,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

| | | beta | | | | | | | | |
|------------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 | 1,6 |
| premia za ryzyko | 4,5% | 28,1 | 27,6 | 27,1 | 26,6 | 26,2 | 25,8 | 25,4 | 25,1 | 24,8 |
| | 5,5% | 25,5 | 25,0 | 24,5 | 24,1 | 23,7 | 23,3 | 23,0 | 22,7 | 22,5 |
| | 6,5% | 23,3 | 22,8 | 22,4 | 22,0 | 21,6 | 21,3 | 21,1 | 20,8 | 20,6 |
| | 7,5% | 21,4 | 20,9 | 20,6 | 20,2 | 19,9 | 19,7 | 19,4 | 19,2 | 19,0 |
| | 8,5% | 19,8 | 19,4 | 19,0 | 18,7 | 18,5 | 18,2 | 18,0 | 17,8 | 17,6 |
| | 9,5% | 18,4 | 18,0 | 17,7 | 17,5 | 17,2 | 17,0 | 16,8 | 16,7 | 16,5 |
| | 10,5% | 17,1 | 16,8 | 16,6 | 16,3 | 16,1 | 15,9 | 15,8 | 15,6 | 15,5 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **26,7 PLN**, natomiast do globalnych **35,8 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy je w naszej wycenie, nadając im wartość odpowiednio po 15%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | 2024P | 2025P | 2026P | 2024P | 2025P | 2026P |
| 11 BIT STUDIOS | 7,0 | 8,7 | 14,0 | 4,4 | 5,2 | 6,0 |
| BOOMBIT | 10,8 | 13,1 | - | 6,3 | 5,8 | - |
| CD PROJEKT SA | 42,8 | 78,0 | 24,4 | 26,2 | 43,5 | 12,5 |
| CREEPY JAR | 8,7 | 8,1 | 13,0 | 5,1 | 4,9 | 9,4 |
| HUUUGE GAMES | 6,9 | 7,3 | 7,6 | 2,8 | 2,7 | 1,4 |
| PCF GROUP | 30,4 | 5,2 | 5,7 | 15,2 | 2,9 | 1,8 |
| PLAYWAY | 13,3 | 13,9 | 10,8 | 9,3 | 9,8 | 6,7 |
| TEN SQUARE GAMES | 8,6 | 9,7 | 10,4 | 5,5 | 6,5 | 6,3 |
| Mediana | 9,7 | 9,2 | 10,8 | 5,9 | 5,5 | 6,3 |
| Artifex Mundi* | 7,2 | 6,6 | 4,8 | 5,4 | 4,4 | 3,2 |
| Premia/dyskonto dla Artifex Mundi | -25,6% | -28,2% | -55,6% | -8,1% | -21,1% | -48,6% |
| Wycena wg wskaźnika | 22,4 | 23,2 | 37,5 | 19,1 | 22,6 | 35,6 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | 27,7 | | | 25,8 | | |
| Waga wskaźnika | 50% | | | 50% | | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 26,7 | | | | | |

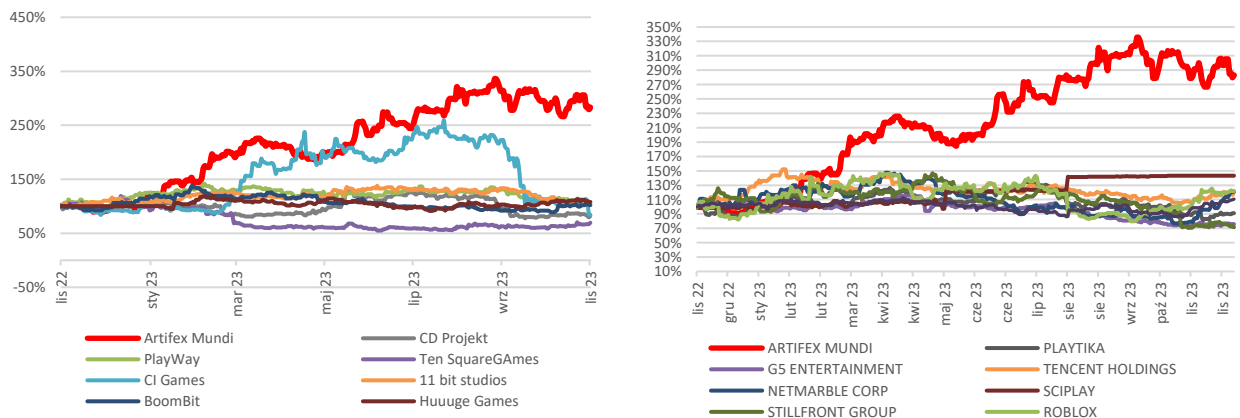
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg*-skoryg. o Program Motywacyjny

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | 2024P | 2025P | 2026P | 2024P | 2025P | 2026P |
| PLAYTIKA HOLDING CORP | 9,8 | 9,2 | 7,8 | 5,0 | 4,3 | - |
| G5 ENTERTAINMENT AB | 9,5 | 8,7 | 8,7 | 3,1 | 2,7 | 2,3 |
| TENCENT HOLDINGS LTD | 16,8 | 14,8 | 12,3 | 11,9 | 9,9 | 7,5 |
| NETMARBLE CORP | 101,7 | 69,8 | - | 22,3 | 20,3 | - |
| SCIPLAY CORP-CLASS A | 111,1 | 45,0 | 15,7 | 10,3 | 9,2 | 10,5 |
| STILLFRONT GROUP AB | 6,1 | 5,1 | 4,7 | 3,9 | 3,4 | 2,8 |
| ROBLOX | - | - | - | 52,9 | 33,8 | 25,1 |
| NEXON | 21,3 | 18,8 | 17,7 | 12,0 | 10,2 | - |
| Mediana | 16,8 | 14,8 | 10,5 | 11,1 | 9,5 | 5,2 |
| Artifex Mundi* | 7,2 | 6,6 | 4,8 | 5,4 | 4,4 | 3,2 |
| Premia/dyskonto dla Artifex Mundi | -56,9% | -55,3% | -54,3% | -51,0% | -54,2% | -37,4% |
| Wycena wg wskaźnika | 38,6 | 37,3 | 36,4 | 35,0 | 37,8 | 29,8 |
| Waga roku | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |
| Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN] | 37,4 | | | 34,2 | | |
| Waga wskaźnika | 50% | | | 50% | | |
| Wycena końcowa 1 akcji [PLN] | 35,8 | | | | | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg*-skoryg. o Program Motywacyjny

Zachowanie kursów od listopada 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google

W związku z planowanymi zmianami polityki prywatności Google, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych może zostać utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem Android. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA.

2. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty

Popyt na oferowane przez spółkę gry i usługi ma zasadniczy wpływ na jej wyniki finansowe. Wysokość wpływów ze sprzedaży gier, a co za tym idzie możliwość pokrycia poniesionych wydatków przy procesie ich produkcji jest bezpośrednio związana z sukcesem rynkowym określonego produktu, którego skalę można mierzyć przychodami ze sprzedaży i wielkością popytu na oferowane produkty. Deweloper nie jest w stanie, aż do chwili zaprezentowania nowego produktu, przewidzieć reakcji klientów, ani poziomu przychodów ze sprzedaży. Istnieje ryzyko, iż spółka może nie wypracować zysku, a nawet nie odzyskać wszystkich poniesionych kosztów i nakładów związanych z wyprodukowaniem i wydaniem gry na rynek.

3. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

Wytworzenie nowej gry jest zwińczeniem złożonego procesu, którego poszczególne etapy muszą być realizowane w odpowiedniej kolejności. Niektóre z nich nie są zależne wyłącznie od spółki, oparte są bowiem na działaniach podmiotów zewnętrznych, w tym między innymi licencjodawców i partnerów. Istnieje również ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych trudności w pracy nad wymagającym produktem, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na czas pracy zespołów projektowych.

4. Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników

Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów oraz niekorzystnie wpłynąć na świadczone przez dewelopera usługi.

5. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

Zarówno wiedza, umiejętności, jak i doświadczenie pracowników spółki stanowią strategiczny czynnik dla kluczowych interesów Artifex Mundi. Polski rynek pracy nie oferuje wystarczającej liczby wysokiej klasy specjalistów w zakresie tworzenia i wprowadzania do sprzedaży gier wideo przeznaczonych na urządzenia mobilne, zwłaszcza gier w modelu F2P. Trudności w pozyskaniu wykwalifikowanych pracowników mogą z kolei osłabić pozycję konkurencyjną spółki, niekorzystnie wpłynąć na jej rozwój, a w rezultacie spowodować pogorszenie jej wyników finansowych.

6. Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów

Działalność spółki zależy bezpośrednio od prawidłowego funkcjonowania systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów. W przypadku wystąpienia ewentualnych awarii, usterek technicznych (w tym także będących rezultatem ataków hackerskich) oraz innych niedających się przewidzieć problemów mogą wystąpić utrudnienia związane z dostępem do gier dystrybuowanych przez dewelopera lub ze świadczeniem oferowanych usług.

7. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Rynek gier F2P, na którym funkcjonuje spółka jest rynkiem rozproszonym i mocno konkurencyjnym. Pojawienie się konkurenta dysponującego znaczącym budżetem na produkcję oraz promocję i reklamę gier, jak również na rozwój nowych technologii, który mógłby zdominować rynek producentów gier na urządzenia mobilne, może wpłynąć na zmniejszenie zainteresowania oferowanymi przez spółkę produktami i mieć negatywny wpływ na jej działalność operacyjną i wyniki finansowe.

8. Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży

Branża gier, w której spółka prowadzi działalność, cechuje się bardzo szybkim rozwojem stosowanych technologii i rozwiązań informatycznych. Deweloper musi monitorować i uwzględniać wszelkie modyfikacje implementowane przez główne platformy sprzętowe lub kanały dystrybucji produktów, a także efektywnie dostosowywać technologie do nowych trendów, co wiąże się też z dokonywaniem określonych inwestycji. Brak przystosowania działalności do innowacyjnych rozwiązań informatycznych może skutkować zmniejszeniem popytu na gry realizowane przez spółkę.

9. Ryzyko zmienności kursów walutowych

Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne, w szczególności amerykański, chiński oraz europejski. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

10. Ryzyko nowej polityki opłat Unity

Spółka w produkcji nowej gry RPG wykorzystuje silnik Unity. Dlatego też potencjalna zmiana cennika opłat Unity może negatywnie wpłynąć na jej wyniki finansowe w przyszłości.

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23

Komentarz BDM: Wyniki spółki za 3Q'23 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań co odebraliśmy neutralnie. Na poziomie przychodów Artifex wypracował 23,6 mln PLN (+166,1% r/r), co było poziomem zgodnym z raportowanymi w ostatnich miesiącach odczytami. Pozytywnie zaskoczył nas koszt tantiem, który sięgnął w 1,2 mln PLN (+41,4% r/r), a relacja przychodów z „Unsolved” pomniejszonych o UA do tantiem spadła z 10,2% w 2Q'23 do 10,0% w 3Q'23. Wskazuje to na dalsze możliwości spółki co do poprawy rentowności tej aplikacji przy pomocy samej rotacji gier startowych. Poziom kosztów SG&A był zbliżony do naszych oczekiwań, a jego znaczący wzrost r/r (+245,4%) wynikał głównie ze zwiększenia nakładów na kampanie marketingowe na „Unsolved”, które wyniosły w tym okresie 12,9 mln (+370,7% r/r, +24,7% q). **W 3Q'23 Artifex wypracował rekordowy poziom skoryg. EBITDA = 7,8 mln PLN (+89,9% r/r; skoryg. o 0,2 mln PLN kosztów związanych z funkcjonującym w spółce programem motywacyjnym), tym samym delikatnie przebił nasze oczekiwania, co odebraliśmy lekko pozytywnie.** Z drugiej strony lekko negatywnie zaskoczył nas wynik z działalności finansowej (-1,4 mln PLN), czego głównym powodem jest wyższa strata na wycenie zawartych transakcji walutowych FX (1,1 mln PLN). Tym samym skoryg. zysku netto spółki wyniósł 4,6 mln PLN (+142,2%), co było poziomem delikatnie niższym od naszych prognoz. W omawianym okresie nakłady inwestycyjne na produkcję gier wyniosły 4,7 mln PLN (+24,6% r/r, -9,6% q/q). Na koniec września'23 spółka posiadała 23,3 mln PLN środków pieniężnych oraz aktywów finansowych (+0,1 mln PLN q/q). W minionym kwartale kontynuowano prace nad rozwojem obecnej wersji „Unsolved” oraz silnikiem umożliwiające rozbudowę aplikacji o metagrę. Pace nad **nową grą RPG** przebiegały zgodnie z wyznaczonym harmonogramem. Dalsze kroki w ramach tego projektu przewidują w 1H'24 rundę kolejnych testów z graczami, a w 2H'24 reveal gry oraz rozpoczęcie działań marketingowych.

Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

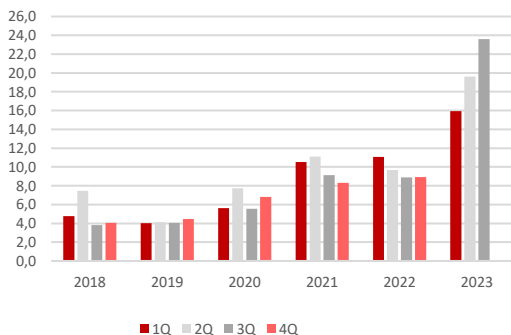
| | 3Q'22 | 3Q'23 | zmiana r/r | 3Q'23P BDM | odchyl. |
|-----------------------------------|-------|-------|------------|------------|---------|
| Przychody | 8,9 | 23,6 | 166,1% | 23,6 | 0,0% |
| Gry F2P | 6,0 | 21,3 | 251,5% | 21,3 | 0,0% |
| Gry HOPA | 2,8 | 2,3 | -16,6% | 2,3 | 0,0% |
| Gry Premium | 0,1 | 0,1 | -15,9% | 0,1 | 0,0% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 6,7 | 21,2 | 214,7% | 20,6 | 2,9% |
| EBITDA | 3,9 | 7,6 | 95,5% | 7,1 | 7,0% |
| EBITDA skoryg.* | 4,1 | 7,8 | 89,9% | 7,3 | 6,9% |
| EBIT | 2,5 | 6,4 | 158,7% | 6,0 | 7,8% |
| Zysk (strata) netto | 1,7 | 4,5 | 161,5% | 4,8 | -7,5% |
| Zysk (strata) netto skoryg.* | 1,9 | 4,6 | 142,2% | 5,0 | -7,1% |
| Marża brutto na sprzedaży | 75,8% | 89,6% | | 87,1% | |
| Marża EBITDA | 43,8% | 32,2% | | 30,1% | |
| Marża EBITDA skoryg.* | 46,2% | 33,0% | | 30,9% | |
| Marża EBIT | 28,0% | 27,2% | | 25,2% | |
| Marża zysku netto | 19,2% | 18,9% | | 20,4% | |
| Marża zysku netto skoryg.* | 21,6% | 19,7% | | 21,2% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka ;*-skoryg. o koszty programu motywacyjnego

- Spółka w 3Q'23 wypracowała 23,6 mln PLN przychodów (+166,1% r/r) – z czego HOPY 2,3 mln PLN (-16,6% r/r), F2P 21,3 mln PLN (+251,5% r/r) - w tym „Bladebound” = 0,3 mln PLN (-59,2% r/r), „Unsolved” = 21,0 mln PLN (+284,6% r/r; 4,8 mln PLN z reklam), a resztę 0,1 mln PLN gry premium (-15,9% r/r).
- W 3Q'23 koszty wytworzenia sprzedanych usług sięgnęły 2,4 mln PLN (+14,0% r/r, +6,7% q/q): tantiemy = 1,2 mln PLN (+41,4% r/r, +11,6% q/q), amortyzacja = 1,2 mln PLN (-15,9% r/r, +2,9% q/q).
- W omawianym okresie grupa rozpoznała 1,6 mln PLN kosztów ogólnego zarządu (+18,3% r/r, +43,0% q/q – z czego 0,2 mln PLN stanowiły niegotówkowe koszty programu motywacyjnego) oraz 13,1 mln PLN kosztów sprzedaży (+355,5% r/r, +24,9% q/q) – z czego 12,9 mln PLN dotyczy UA (+370,7% r/r, +24,7% q/q).
- W 3Q'23 EBITDA wyniosła 7,6 mln PLN (+95,5% r/r), skoryg. EBITDA sięgnęła 7,8 mln PLN (+89,9% r/r; 0,2 mln PLN kosztów związanych z programem motywacyjnym).
- Przychody finansowe sięgnęły 0,3 mln PLN (całość tej kwoty dotyczy odsetek od lokat i rachunków bankowych). Koszty finansowe wyniosły 1,7 mln PLN (0,1 mln PLN dotyczy odsetek, 0,3 mln PLN wynika z różnic kursowych, a 1,1 mln PLN aktualizacja wartości inwestycji czyli wyceny zawartych transakcji walutowych FX), czym negatywnie nas zaskoczyły.
- W omawianym okresie na poziomie zysku netto spółka wypracowała 4,5 mln PLN (+161,5% r/r).

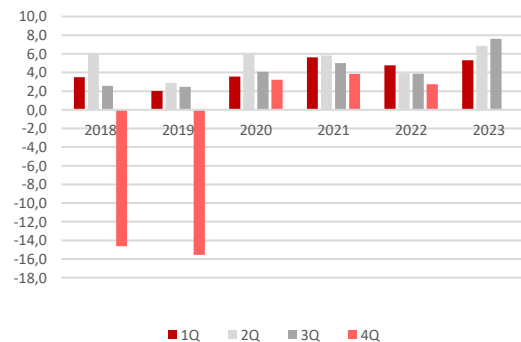
- W 3Q'23 CF operacyjny wyniósł 0,9 mln PLN, CF inwestycyjny = 0,3 mln PLN, CF finansowy = -0,2 mln PLN. Na koniec września'23 spółka miała 23,3 mln PLN środków pieniężnych oraz aktywów finansowych (+0,1 mln PLN q/q).
- Na koniec września'23 aktywowane koszty gier wyniosły 43,5 mln PLN (+3,6 mln PLN q/q, +15,8 mln PLN r/r), z czego 43,2 mln PLN dotyczą gry w trakcie produkcji F2P (+3,6 mln PLN q/q, +15,9 mln PLN r/r) – 7,9 mln PLN „Unsolved” (+0,9 mln PLN q/q), 15,4 mln PLN Nowa gra RPG (+2,0 mln PLN q/q), 16,7 mln PLN projekty badawczo rozwojowe (+1,1 mln PLN q/q).
- Nakłady inwestycyjne na produkcję gier = 4,7 mln PLN (+24,6% r/r, -9,6% q/q).
- Delikatny wzrost liczby pracowników = 98 w 3Q'23 (vs 95 w 2Q'23).
- „Unsolved” – w minionym kwartale kontynuowano prace nad rozwojem obecnej wersji gry, m.in. zwiększając liczbę tytułów dostępnych w aplikacji, wdrażając nowe mechaniki i funkcjonalności, dające istotny wzrost LTV, stwarzający przestrzeń dla zwielokrotnienia wydatków na akwizycje graczy. Równocześnie kontynuowano prace nad silnikiem gry, umożliwiające rozbudowę Unsolved o metagry, czyli o warstwę dodającą zaangażowanym graczom dodatkowe mechaniki rozgrywki, zwiększając potencjał gry do monetyzacji.
- **Nowa gra RPG** - w minionym okresie prowadzono prace zgodnie z harmonogramem. Przeprowadzone w 2Q'23 testy gry z graczami (tzw. technical soft-launch), mające na celu zweryfikowanie kluczowych założeń i wskaźników projektu, potwierdziły atuty gry (unique selling points) w postaci m.in. wysokiego poziomu jakości contentu, unikalnego art style czy gameplay'u. Uwzględniając wnioski z analizy danych zebranych w ramach testów w 3Q'23 oraz po jego zakończeniu, do dnia sporządzenia sprawozdania, w ramach projektu prowadzono prace m.in. w obszarze trybów gry oraz jej zawartości. Harmonogram dalszych prac w ramach projektu zakłada przeprowadzenie kolejnych testów w graczami w 1H'24, a następnie reveal gry oraz rozpoczęcie działań marketingowych w 2H'24.
- **Gry HOPA** – na koniec września'23 50 gier z całego portfolio Artifex Mundi było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych (+1 q/q).

Przychody [mln PLN]



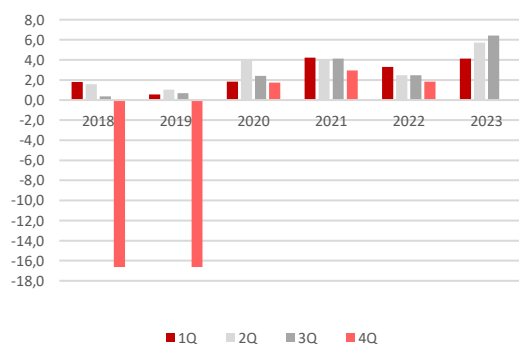
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



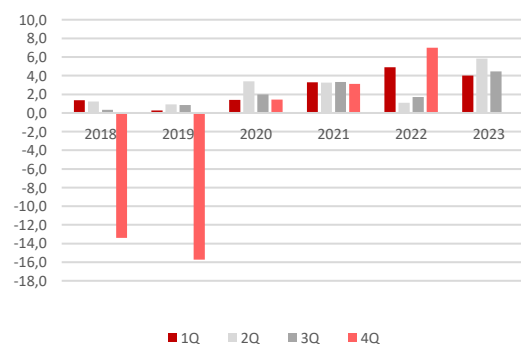
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

- Oczekujemy, że w związku występującą sezonowością (wysokie CPI) spółka w 4Q'23 ograniczy nakłady na kampanie marketingowe, co wpłynie na spadek przychodów z „Unsolved” w tym okresie. Całościowo na poziomie przychodów spodziewamy się 23,6 mln PLN przychodów, z czego za 90% będzie odpowiadała wyżej wspomniana aplikacja (21,2 mln PLN), a za 2,0 mln PLN HOPY. Zakładamy, że koszty UA spadną do poziomu 10,5 mln PLN, tym samym na poziomie skoryg. EBITDA spółka wypracuje w tym okresie ok. 9,8 mln PLN. W związku z umocnieniem się PLN oczekujemy negatywnego wpływu różnic kursowych (ponad 2 mln PLN). Na poziomie skoryg. zysk netto szacujemy 5,9 mln PLN.
- Całościowo w 2023 r. szacujemy, że Artifex wygeneruje rekordowe wyniki, tj. 82,8 mln PLN przychodów, 30,0 mln skoryg. EBITDA oraz 20,6 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

| | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22 | 1Q'23 | 2Q'23 | 3Q'23 | 4Q'23P | 1Q'24P | 2Q'24P | 3Q'24P | 4Q'24P |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody | 11,1 | 9,7 | 8,9 | 8,9 | 15,9 | 19,6 | 23,6 | 23,6 | 25,5 | 27,8 | 30,8 | 30,6 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,7 | 7,3 | 6,7 | 6,7 | 13,7 | 17,3 | 21,2 | 20,8 | 22,8 | 25,0 | 27,9 | 27,1 |
| EBITDA | 4,7 | 3,9 | 3,9 | 2,7 | 5,3 | 6,9 | 7,6 | 9,6 | 8,0 | 8,9 | 10,0 | 12,4 |
| EBITDA skoryg. | 5,0 | 4,2 | 4,1 | 3,2 | 5,7 | 6,7 | 7,8 | 9,8 | 8,1 | 9,1 | 10,2 | 12,6 |
| EBIT | 3,3 | 2,5 | 2,5 | 1,8 | 4,1 | 5,7 | 6,4 | 8,3 | 6,2 | 7,1 | 8,2 | 10,7 |
| Zysk brutto | 5,2 | 1,3 | 2,2 | 6,4 | 4,5 | 6,6 | 5,0 | 6,4 | 6,3 | 7,2 | 8,4 | 10,8 |
| Zysk netto | 4,9 | 1,1 | 1,7 | 7,0 | 4,0 | 5,8 | 4,5 | 5,7 | 5,6 | 6,4 | 7,5 | 9,6 |
| Zysk netto skoryg. | 5,1 | 1,4 | 1,9 | 7,4 | 4,4 | 5,6 | 4,6 | 5,9 | 5,8 | 6,6 | 7,7 | 9,8 |
| Marża brutto | 78,9% | 75,2% | 75,8% | 75,0% | 86,1% | 88,3% | 89,6% | 88,2% | 89,3% | 89,8% | 90,5% | 88,7% |
| Marża EBITDA | 42,9% | 40,4% | 43,8% | 30,6% | 33,4% | 35,1% | 32,2% | 40,8% | 31,2% | 31,9% | 32,4% | 40,5% |
| Marża EBITDA skoryg. | 44,8% | 43,4% | 46,2% | 35,5% | 36,0% | 34,0% | 33,0% | 41,6% | 31,9% | 32,6% | 33,0% | 41,1% |
| Marża EBIT | 29,9% | 25,4% | 28,0% | 20,5% | 26,0% | 29,2% | 27,2% | 35,1% | 24,2% | 25,4% | 26,8% | 35,1% |
| Marża zysku netto | 44,4% | 11,3% | 19,2% | 78,3% | 25,1% | 29,8% | 18,9% | 24,2% | 22,0% | 23,1% | 24,3% | 31,5% |
| Marża zysku netto skoryg. | 46,3% | 14,3% | 21,6% | 83,2% | 27,6% | 28,7% | 19,7% | 25,0% | 22,7% | 23,8% | 24,9% | 32,1% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *skoryg. o Program Motywacyjny

- W związku z oczekiwanym sezonowym spadkiem CPI po okresie świątecznym, liczymy, że spółka na przełomie 2023/24 ponownie zwiększy budżety reklamowe na „Unsolved”, co pozwoli uwolnić potencjał poczynionych w ostatnich miesiącach zmian w aplikacji i przełoży się na dalsze wzrosty przychodów.
- Oczekujemy, że proces wdrażania największej zmiany do „Unsolved” (metagry) rozpocznie się w 2H'24. Spodziewamy się, że udostępnianie nowych funkcjonalności będzie postępowało stopniowo, tym samym efekt poprawy KPIs w wyniku tej modyfikacji zostanie rozłożony w czasie na wiele kwartałów. Scenariusz ten zakłada początkowe udostępnienie „Unsolved 2.0” niewielkiej ilości nowych graczy, po czym z każdym miesiącem, po każdym teście i feedbacku ze strony odbiorców grono użytkowników będzie sukcesywnie rozszerzane.
- Mając powyższe na uwadze oczekujemy progresji przychodów „Unsolved” w 2024 r. na poziomie 49% r/r do ok. 106,6 mln PLN przy UA w okolicach 62,5 mln PLN. Mimo tak dużego wzrostu, jaki aplikacja notuje od początku 2023 r., w projekcie tym niezmiennie tkwi sporo potencjału do dalszego uwolnienia.
- Zakładamy dalszy spadek monetyzacji gry „Bladebound”. Oczekujemy, że na przestrzeni 2024 r. tytuł ten, będzie w stanie generować ok. 60-70 tys. PLN/ msc., tym samym dołoży od siebie ok. 0,8 mln PLN przychodów (-44% r/r). W kolejnych latach, w związku ze starzejącym się produktem i pojawiającymi się nowymi konkurencyjnymi grami spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego.
- W 1H'24 planowane jest przeprowadzenie kolejnych testów nowej gry RPG z graczami, po których rozpocznie się jej marketing i budowa społeczności. Oczekujemy, że premiera tego projektu będzie miała miejsce na początku 2025 r., a jej budżet wyniesie 25,6 mln PLN. W związku z ryzykiem jakim są obciążone gry mobilne podchodzimy konserwatywnie do tej produkcji opierając swoje prognozy m.in. o wcześniejszą grę RPG studia. W konserwatywnym scenariuszu zakładamy wzrost zysków z nowego projektu o ok. 3x vs „Bladebound”. Szacujemy, że w rok od debiutu tytuł ten wypracuje ok. 4,7 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 2,3 mln PLN. Warto podkreślić, że projekt ten zadebiutuje nie tylko na mobile ale też na PC, z funkcjonalnością cross-play, co naszym zdaniem zwiększa szanse na jego sukces komercyjny.
- Przychody segmentu gier HOPA kontynuują trend spadkowy, na przestrzeni I-X'23 wygenerowały 8,4 mln PLN, co oznacza regres o 25,4% r/r. Spółka próbuje ograniczyć dalszy spadek monetyzacji gier HOPA poprzez portowanie ich na konsole. Do końca 3Q'23 łącznie ok. 50 gier z całego portfolio grupy (85 gier) było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych.
- Oczekujemy, że w kolejnych latach spółka będzie portować ok. 8-10 gier HOPA, aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Nie zakładamy premier nowych tytułów z tego gatunku na PC. Prognozujemy, że segment ten pozwoli w 2024 roku wypracować 7 mln PLN, to jest 28% mniej r/r. Liczymy się, że stopniowym spadkiem przychodów z HOPÓw w kolejnych latach (po 2026 r. naszym zdaniem dojdzie do wyczerpania kolejnych tytułów do przeportowania, stąd prognozujemy jeszcze wyższą dynamikę spadku monetyzacji).

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|-----------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody | 20,1 | 16,7 | 25,7 | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 | 175,7 | 191,9 | 205,1 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,0 | 8,4 | 15,8 | 29,4 | 29,4 | 73,0 | 102,7 | 113,5 | 150,8 | 164,2 | 174,3 |
| EBITDA | -12,4 | -8,2 | 17,0 | 20,3 | 14,9 | 29,5 | 39,2 | 48,8 | 66,0 | 74,4 | 81,3 |
| EBITDA skoryg.* | 11,6 | 11,2 | 19,5 | 21,5 | 16,4 | 30,0 | 39,9 | 49,6 | 66,7 | 74,4 | 81,3 |
| EBIT | -12,9 | -14,4 | 10,0 | 15,3 | 9,9 | 24,6 | 32,2 | 34,6 | 48,1 | 54,2 | 58,4 |
| Zysk brutto | -13,2 | -14,4 | 10,2 | 14,7 | 12,5 | 22,6 | 32,8 | 35,9 | 49,9 | 56,6 | 61,6 |
| Zysk netto | -10,5 | -13,7 | 8,2 | 13,0 | 12,1 | 20,0 | 29,2 | 31,9 | 44,4 | 50,4 | 54,8 |
| Zysk netto skoryg.* | 13,5 | 5,6 | 10,8 | 14,2 | 13,6 | 20,6 | 29,9 | 32,7 | 45,1 | 50,4 | 54,8 |
| Marża brutto | 39,8% | 50,3% | 61,4% | 75,1% | 76,3% | 88,2% | 89,6% | 85,2% | 85,8% | 85,6% | 85,0% |
| Marża EBITDA | -61,6% | -49,1% | 65,9% | 51,9% | 38,7% | 35,6% | 34,2% | 36,7% | 37,6% | 38,8% | 39,7% |
| Marża EBITDA skoryg.* | 57,6% | 67,0% | 75,9% | 55,1% | 42,6% | 36,2% | 34,8% | 37,2% | 38,0% | 38,8% | 39,7% |
| Marża EBIT | -64,1% | -86,2% | 38,9% | 39,2% | 25,7% | 29,7% | 28,1% | 26,0% | 27,4% | 28,2% | 28,5% |
| Marża zysku | -52,1% | -82,3% | 32,0% | 33,3% | 31,3% | 24,2% | 25,4% | 24,0% | 25,3% | 26,3% | 26,7% |
| Marża zysku skoryg.* | 67,1% | 33,9% | 42,0% | 36,4% | 35,2% | 24,8% | 26,1% | 24,5% | 25,7% | 26,3% | 26,7% |

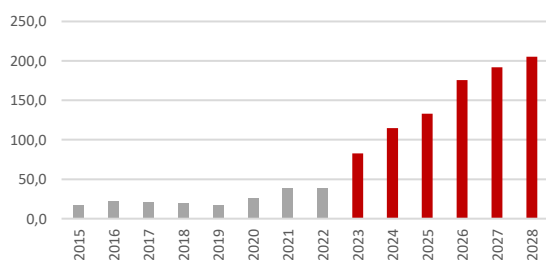
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-skoryg. o Program Motywacyjny

Główne założenia

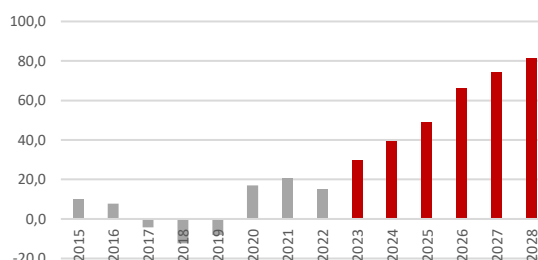
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P |
|---------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Przychody [mln PLN] | 16,7 | 25,7 | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 | 175,7 |
| HOPY | 14,2 | 20,8 | 17,9 | 13,0 | 9,5 | 7,0 | 6,0 | 5,5 |
| PC/Mobile | 10,9 | 13,3 | 10,3 | 7,3 | 4,3 | 2,7 | 2,0 | 1,8 |
| Konsole | 3,3 | 7,5 | 7,5 | 5,7 | 5,2 | 4,3 | 3,9 | 3,7 |
| F2P | 1,2 | 4,0 | 20,6 | 25,1 | 72,7 | 107,4 | 126,8 | 169,9 |
| Bledebound | 1,2 | 2,2 | 3,5 | 3,1 | 1,4 | 0,8 | 0,7 | 0,6 |
| Unsolved | 0,0 | 1,7 | 16,9 | 22,0 | 71,3 | 106,6 | 121,4 | 155,7 |
| RPG | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 4,7 | 13,6 |
| Premium | 1,1 | 0,9 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| UA | 0,0 | 0,5 | 9,2 | 12,5 | 41,6 | 62,5 | 71,7 | 95,1 |
| Unsolved | 0,0 | 0,5 | 9,2 | 12,5 | 41,6 | 62,5 | 69,4 | 87,1 |
| RPG2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,3 | 8,0 |
| Tantiemy | 1,8 | 3,6 | 4,9 | 3,9 | 4,8 | 5,7 | 6,2 | 7,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

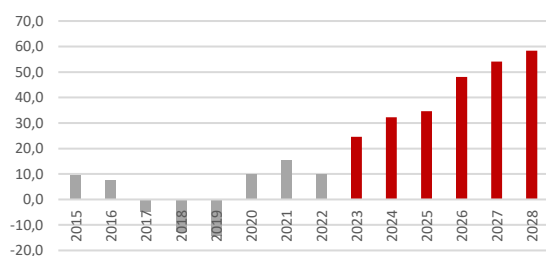
Przychody [mln PLN]



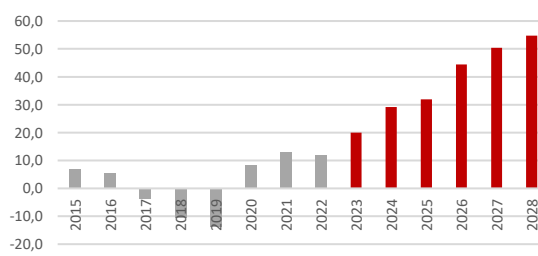
EBITDA [mln PLN]



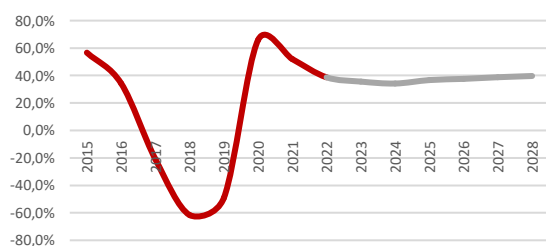
EBIT [mln PLN]



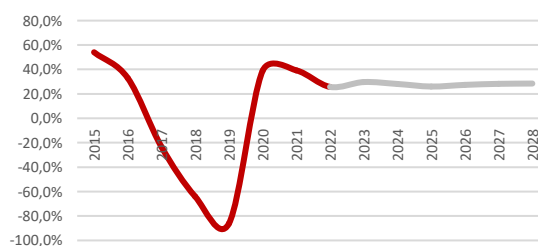
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 30.08.2023 wynika m.in. z:

- 1) braku rozbicia „Unsolved” na 1.0. i 2.0. i scalenia aplikacji z metagrą w ramach jednego produktu. W naszych ostatnich rekomendacjach podkreślaliśmy, że zarówno aktualizacja obecnej wersji jak i uruchomienie kolejnej aplikacji powinna mieć sumarycznie podobny efekt ekonomiczny.
- 2) lepszej od naszych założeń monetyzacji aplikacji „Unsolved” w ostatnich miesiącach;
- 3) głębszej regresji wyników z segmentu gier HOPA oraz gry „Bladebound” vs nasze założenia;
- 4) przesunięcia premiery nowej gry RPG z końcówki 2024 na początek 2025 r., co wiąże się również z przesunięciami w amortyzowaniu tego projektu;
- 5) uwzględnienia zmiany cennika Unity (wpływ na prognozowane przepływy nowej gry RPG);
- 6) wyższego poziomu kosztów ogólnego zarządu oraz stopy podatkowej;
- 7) zwiększenia zespołu „Unsolved” o ok. 40% osób na przestrzeni 2024 r. i rozbudowy zespołu nowej gry RPG do 40 osób, co przekłada się na wzrost prognozowanych nakładów;
- 8) uwzględnienia dywidendy.

Zmiana prognoz wyników za 4Q'22-4Q'23 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 30.08.2023 [mln PLN]

| | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22P | 1Q'23P | 2Q'23S | 3Q'23P | 4Q'23P |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| POPZEDNIA REKOMENDACJA | | | | | | | | |
| Przychody [mln PLN] | 11,1 | 9,7 | 8,9 | 8,9 | 15,9 | 19,6 | 22,6 | 23,2 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,7 | 7,3 | 6,7 | 6,7 | 13,7 | 17,2 | 20,3 | 20,5 |
| EBITDA | 4,6 | 3,9 | 3,9 | 2,7 | 5,3 | 6,5 | 6,9 | 8,2 |
| EBIT | 3,1 | 2,5 | 2,5 | 1,8 | 4,1 | 5,1 | 5,3 | 6,5 |
| Zysk brutto | 2,6 | 1,3 | 2,2 | 6,4 | 4,5 | 5,8 | 5,6 | 6,8 |
| Zysk netto | 2,3 | 1,1 | 1,7 | 7,0 | 4,0 | 5,2 | 5,1 | 6,1 |
| AKTUALNA REKOMENDACJA | | | | | | | | |
| Przychody | 11,1 | 9,7 | 8,9 | 8,9 | 15,9 | 19,6 | 23,6 | 23,6 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,7 | 7,3 | 6,7 | 6,7 | 13,7 | 17,3 | 21,2 | 20,8 |
| EBITDA | 4,7 | 3,9 | 3,9 | 2,7 | 5,3 | 6,9 | 7,6 | 9,6 |
| EBIT | 3,3 | 2,5 | 2,5 | 1,8 | 4,1 | 5,7 | 6,4 | 8,3 |
| Zysk brutto | 5,2 | 1,3 | 2,2 | 6,4 | 4,5 | 6,6 | 5,0 | 6,4 |
| Zysk netto | 4,9 | 1,1 | 1,7 | 7,0 | 4,0 | 5,8 | 4,5 | 5,7 |
| ZMIANA % | | | | | | | | |
| Przychody | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 4,5% | 1,9% |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,7% | 4,3% | 1,7% |
| EBITDA | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 5,8% | 10,2% | 17,7% |
| EBIT | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 12,3% | 21,1% | 27,6% |
| Zysk brutto | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 14,5% | -10,8% | -5,6% |
| Zysk netto | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 12,2% | -12,6% | -6,3% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 30.08.2023 [mln PLN]

| | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | |
|-------------------------------|------|------|-------|-------|-------|--------|--------|
| POPZEDNIA REKOMENDACJA | | | | | | | |
| Przychody [mln PLN] | | 39,1 | 38,5 | 81,3 | 98,8 | 113,2 | 158,0 |
| HOPY | | 17,9 | 13,0 | 9,7 | 7,7 | 6,8 | 6,3 |
| F2P | | 20,5 | 25,1 | 71,2 | 90,7 | 106,1 | 151,5 |
| Premium | | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| AKTUALNA REKOMENDACJA | | | | | | | |
| Przychody [mln PLN] | | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 | 175,7 |
| HOPY | | 17,9 | 13,0 | 9,5 | 7,0 | 6,0 | 5,5 |
| F2P | | 20,6 | 25,1 | 72,7 | 107,4 | 126,8 | 169,9 |
| Premium | | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,3 |
| ZMIANA % | | | | | | | |
| Przychody [mln PLN] | | 0,0% | 0,0% | 1,8% | 16,1% | 17,6% | 11,2% |
| HOPY | | 0,0% | 0,0% | -2,2% | -9,6% | -12,0% | -12,0% |
| F2P | | 0,0% | 0,0% | 2,1% | 18,4% | 19,5% | 12,1% |
| Premium | | 0,0% | 0,0% | -7,4% | -1,7% | 11,5% | -5,3% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 30.08.2023 [mln PLN]

| | 2023P | | | 2024P | | | 2025P | | |
|---------------------------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|
| | poprzednia | obecna | zmiana | poprzednia | obecna | zmiana | poprzednia | obecna | zmiana |
| Przychody | 81,3 | 82,8 | 1,8% | 98,8 | 114,7 | 16,1% | 113,2 | 133,1 | 17,6% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 71,7 | 73,0 | 1,9% | 85,7 | 102,7 | 19,9% | 96,9 | 113,5 | 17,1% |
| EBITDA | 27 | 29,5 | 9,1% | 37,0 | 39,2 | 6,0% | 42 | 48,8 | 16,3% |
| EBIT | 21,1 | 24,6 | 16,5% | 27,9 | 32,2 | 15,5% | 30 | 34,6 | 15,5% |
| Wynik brutto | 22,7 | 22,6 | -0,6% | 29,4 | 32,8 | 11,5% | 32 | 35,9 | 12,1% |
| Wynik netto | 20,4 | 20,0 | -1,9% | 26,5 | 29,2 | 10,1% | 28,8 | 31,9 | 10,9% |
| marża brutto | 88,1% | 88,2% | | 86,7% | 89,6% | | 85,6% | 85,2% | |
| marża EBITDA | 33,1% | 35,6% | | 37,4% | 34,2% | | 37,1% | 36,7% | |
| marża EBIT | 25,9% | 29,7% | | 28,3% | 28,1% | | 26,5% | 26,0% | |
| marża netto | 25,1% | 24,2% | | 26,8% | 25,4% | | 25,4% | 24,0% | |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bilans [mln PLN] | | | | | | | | | | |
| Aktywa trwałe | 10,2 | 7,9 | 6,0 | 5,6 | 9,6 | 10,0 | 10,2 | 10,6 | 10,9 | 11,2 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 4,1 | 3,3 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 2,0 | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 3,1 |
| Aktywa niematerialne | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 5,9 | 4,5 | 3,5 | 3,6 | 7,8 | 7,9 | 7,9 | 8,0 | 8,0 | 8,0 |
| Aktywa obrotowe | 17,7 | 27,8 | 44,7 | 59,4 | 83,5 | 107,4 | 129,7 | 169,0 | 202,2 | 218,4 |
| Aktywowane koszty gier komputerowych | 9,5 | 12,3 | 20,5 | 32,4 | 47,1 | 64,0 | 77,1 | 88,0 | 98,3 | 107,6 |
| Należności z tytułu dostaw i usług | 3,9 | 4,2 | 5,2 | 5,5 | 13,4 | 15,4 | 18,0 | 24,8 | 25,5 | 27,3 |
| Środki pieniężne | 4,0 | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 | 41,4 | 63,6 | 68,7 |
| Pozostałe aktywa obrotowe | 0,3 | 0,2 | 1,5 | 18,3 | 14,8 | 14,8 | 14,8 | 14,8 | 14,8 | 14,8 |
| Aktywa razem | 27,9 | 35,7 | 50,7 | 65,0 | 93,1 | 117,4 | 139,9 | 179,6 | 213,1 | 229,5 |
| Kapitał własny | 21,2 | 29,4 | 43,3 | 55,2 | 75,6 | 97,2 | 117,5 | 149,1 | 181,7 | 196,2 |
| Zobowiązania długoterminowe | 3,2 | 2,7 | 1,9 | 1,1 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego | 0,5 | 0,7 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | 2,8 | 2,1 | 1,3 | 0,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Zobowiązania krótkoterminowe | 3,5 | 3,6 | 5,4 | 8,7 | 16,9 | 19,4 | 21,7 | 29,8 | 30,6 | 32,6 |
| Zobowiązania z tytułu dostaw i usług | 2,1 | 2,3 | 3,4 | 5,9 | 14,4 | 17,0 | 19,3 | 27,3 | 28,2 | 30,1 |
| Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Zobowiązania z tytułu leasingu | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Pozostałe rezerwy krótkoterminowe | 0,5 | 0,5 | 0,7 | 1,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Inne zobowiązania finansowe | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Pasywa razem | 27,9 | 35,7 | 50,7 | 65,0 | 93,1 | 117,4 | 139,9 | 179,6 | 213,1 | 229,5 |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN] | | | | | | | | | | |
| Przychody ze sprzedaży | 16,7 | 25,7 | 39,1 | 38,5 | 82,8 | 114,7 | 133,1 | 175,7 | 191,9 | 205,1 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 8,4 | 15,8 | 29,4 | 29,4 | 73,0 | 102,7 | 113,5 | 150,8 | 164,2 | 174,3 |
| EBITDA | -8,2 | 17,0 | 20,3 | 14,9 | 29,5 | 39,2 | 48,8 | 66,0 | 74,4 | 81,3 |
| Amortyzacja | 1,4 | 7,0 | 5,1 | 5,2 | 4,9 | 7,0 | 14,2 | 17,9 | 20,2 | 23,0 |
| EBIT | -14,4 | 10,0 | 15,3 | 9,9 | 24,6 | 32,2 | 34,6 | 48,1 | 54,2 | 58,4 |
| Saldo działalności finansowej | -0,1 | 0,2 | -0,6 | 2,6 | -2,0 | 0,5 | 1,2 | 1,8 | 2,5 | 3,2 |
| Zysk (strata) brutto | -14,4 | 10,2 | 14,7 | 12,5 | 22,6 | 32,8 | 35,9 | 49,9 | 56,6 | 61,6 |
| Zysk (strata) netto | -13,7 | 8,2 | 13,0 | 12,1 | 20,0 | 29,2 | 31,9 | 44,4 | 50,4 | 54,8 |
| CF [mln PLN] | | | | | | | | | | |
| Przepływy z działalności operacyjnej | -6,2 | 8,0 | 7,2 | 5,6 | 7,5 | 13,7 | 19,5 | 35,8 | 41,3 | 46,8 |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -0,1 | -0,3 | 0,0 | -16,0 | -1,9 | -1,2 | -1,3 | -1,3 | -1,4 | -1,4 |
| Przepływy z działalności finansowej | -0,9 | -0,8 | -0,7 | -0,9 | -0,6 | -7,5 | -11,7 | -12,8 | -17,8 | -40,3 |
| Przepływy pieniężne netto | -7,2 | 7,1 | 6,4 | -11,3 | 5,0 | 4,9 | 6,6 | 21,7 | 22,1 | 5,1 |
| Środki pieniężne na początek okresu | 11,2 | 4,0 | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 | 41,4 | 63,6 |
| Środki pieniężne na koniec okresu | 4,0 | 11,0 | 17,5 | 3,2 | 8,2 | 13,2 | 19,7 | 41,4 | 63,6 | 68,7 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 16,7 PLN.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody zmiana r/r | -17,2% | 54,5% | 51,9% | -1,3% | 114,7% | 38,6% | 16,0% | 32,0% | 9,2% | 6,9% |
| EBITDA zmiana r/r | - | - | 19,6% | -26,5% | 97,5% | 33,1% | 24,6% | 35,2% | 12,6% | 9,4% |
| EBITDA skoryg. zmiana r/r | - | - | 10,3% | -23,7% | 82,7% | 33,1% | 24,1% | 34,6% | 11,4% | 9,4% |
| EBIT zmiana r/r | - | - | 53,3% | -35,4% | 148,0% | 31,2% | 7,5% | 38,8% | 12,6% | 7,8% |
| Zysk netto zmiana r/r | - | - | 57,7% | -7,2% | 65,8% | 45,8% | 9,5% | 39,0% | 13,5% | 8,8% |
| Zysk netto skoryg. zmiana r/r | - | - | 31,8% | -4,6% | 51,4% | 45,5% | 9,2% | 38,2% | 11,6% | 8,8% |
| Marża brutto ze sprzedaży | 50,3% | 61,4% | 75,1% | 76,3% | 88,2% | 89,6% | 85,2% | 85,8% | 85,6% | 85,0% |
| Marża EBITDA | -49,1% | 65,9% | 51,9% | 38,7% | 35,6% | 34,2% | 36,7% | 37,6% | 38,8% | 39,7% |
| Marża EBITDA skoryg. | 67,0% | 75,9% | 55,1% | 42,6% | 36,2% | 34,8% | 37,2% | 38,0% | 38,8% | 39,7% |
| Marża EBIT | -86,2% | 38,9% | 39,2% | 25,7% | 29,7% | 28,1% | 26,0% | 27,4% | 28,2% | 28,5% |
| Marża netto | -82,3% | 32,0% | 33,3% | 31,3% | 24,2% | 25,4% | 24,0% | 25,3% | 26,3% | 26,7% |
| Marża netto skoryg. | 33,9% | 42,0% | 36,4% | 35,2% | 24,8% | 26,1% | 24,5% | 25,7% | 26,3% | 26,7% |
| ROE | -64,7% | 28,0% | 30,0% | 21,9% | 26,5% | 30,0% | 27,2% | 29,8% | 27,7% | 27,9% |
| ROA | -49,1% | 23,1% | 25,6% | 18,6% | 21,5% | 24,8% | 22,8% | 24,7% | 23,6% | 23,9% |
| Dług netto | -1,2 | -8,4 | -15,5 | -20,0 | -27,5 | -32,5 | -39,0 | -60,7 | -82,9 | -88,0 |
| Dług netto / kapitał własny | -5,8% | -28,4% | -35,6% | -36,2% | -36,4% | -33,4% | -33,2% | -40,7% | -45,6% | -44,8% |
| Dług netto / EBITDA | 0,1 | -0,5 | -0,8 | -1,3 | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -1,1 | -1,1 |
| Dług netto / EBITDA skoryg. | -0,1 | -0,4 | -0,7 | -1,2 | -0,9 | -0,8 | -0,8 | -0,9 | -1,1 | -1,1 |
| Dług netto / EBIT | 0,1 | -0,8 | -1,0 | -2,0 | -1,1 | -1,0 | -1,1 | -1,3 | -1,5 | -1,5 |
| EV | 198,7 | 198,7 | 217,2 | 217,2 | 217,2 | 217,2 | 217,2 | 217,2 | 217,2 | 217,2 |
| CAPEX / Przychody | 0,7% | -1,3% | -0,6% | -1,1% | 0,0% | 1,1% | 1,0% | 0,8% | 0,7% | 0,7% |
| CAPEX / Amortyzacja | 9,2% | -28,2% | -21,1% | -46,2% | -3,2% | 127,3% | 126,3% | 125,3% | 124,4% | 123,6% |
| Amortyzacja / Przychody | 8,1% | 4,5% | 2,6% | 2,4% | 1,2% | 0,9% | 0,8% | 0,6% | 0,6% | 0,6% |
| Zmiana KO / Przychody | -62,8% | 16,9% | 26,2% | 24,3% | 16,4% | 14,3% | 10,1% | 5,5% | 5,3% | 4,4% |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 301,8% | 47,9% | 76,6% | -1784,2% | 30,6% | 51,5% | 72,9% | 22,7% | 63,3% | 68,7% |
| Wskaźniki rynkowe | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
| MC/S* | 11,9 | 7,7 | 5,5 | 5,6 | 2,6 | 1,9 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| P/E* | - | 24,0 | 16,7 | 17,9 | 10,8 | 7,4 | 6,8 | 4,9 | 4,3 | 4,0 |
| P/E skoryg* | - | 18,3 | 15,2 | 15,9 | 10,5 | 7,2 | 6,6 | 4,8 | 4,3 | 4,0 |
| P/BV* | 9,4 | 6,7 | 5,0 | 3,9 | 2,9 | 2,2 | 1,8 | 1,5 | 1,2 | 1,1 |
| P/CE* | - | 0,7 | 1,0 | 0,9 | 1,5 | 2,2 | 2,5 | 3,4 | 3,9 | 4,2 |
| EV/EBITDA* | - | 11,7 | 10,7 | 14,5 | 7,4 | 5,5 | 4,4 | 3,3 | 2,9 | 2,7 |
| EV/EBITDA skoryg* | - | 10,1 | 10,1 | 13,2 | 7,2 | 5,4 | 4,4 | 3,2 | 2,9 | 2,7 |
| EV/EBIT* | - | 19,8 | 14,1 | 21,8 | 8,8 | 6,7 | 6,3 | 4,5 | 4,0 | 3,7 |
| EV/S* | 11,9 | 7,7 | 5,5 | 5,6 | 2,6 | 1,9 | 1,6 | 1,2 | 1,1 | 1,1 |
| BVPS | 1,8 | 2,5 | 3,3 | 4,2 | 5,8 | 7,5 | 9,0 | 11,5 | 14,0 | 15,1 |
| EPS | - | 0,7 | 1,0 | 0,9 | 1,5 | 2,2 | 2,5 | 3,4 | 3,9 | 4,2 |
| CEPS | - | 24,0 | 16,7 | 17,9 | 10,8 | 7,4 | 6,8 | 4,9 | 4,3 | 4,0 |
| Dywidenda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 7,5 | 11,7 | 12,8 | 17,8 | 40,3 |
| DPS | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,6 | 0,9 | 1,0 | 1,4 | 3,1 |
| Dyield | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 3,5% | 5,4% | 5,9% | 8,2% | 18,6% |
| Payout ratio | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 37,5% | 40,0% | 40,0% | 40,0% | 80,0% |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 16,7 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Maciej Bobrowski
Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado
Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz
Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz
Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

Piotr Dedecjus
tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@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

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

Historia rekomendacji spółki:

| zalecenie | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data | godzina publikacji | kurs | WIG |
|-----------|---------------|-------------------------|--------------------------|------------|--------------------|------|--------|
| kupuj* | 24,8 | kupuj | 22,8 | 01.12.2023 | 11:40 CET | 16,7 | 75 195 |
| kupuj* | 22,8 | kupuj | 14,1 | 30.08.2023 | 08:50 CEST | 17,6 | 68 795 |
| kupuj | 14,1 | kupuj | 18,0 | 13.03.2023 | 12:40 CET | 10,4 | 58 050 |
| kupuj | 18,0 | kupuj | 22,5 | 18.01.2022 | 07:00 CEST | 9,94 | 72 250 |
| Kupuj* | 22,5 | kupuj | 13,9 | 16.04.2021 | 07:00 CEST | 17,8 | 60 280 |
| Kupuj* | 13,9 | kupuj | 13,6 | 19.10.2021 | 07:00 CEST | 9,00 | 48 210 |
| Kupuj* | 13,6 | - | - | 10.08.2021 | 07:00 CEST | 9,12 | 51 732 |

*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 4Q'23*:

, 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 | 4 | 100% | 0 | 0% |
| Akumuluj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Trzymaj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Redukuj | 0 | 0% | 0 | 0% |
| Sprzedaj | 0 | 0% | 0 | 0% |

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-12-01.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-12-01 (11:40 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-12-01 (11:40 CET).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

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. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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.

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.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

Na dzień 2023-12-01:

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

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.