



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnie dynamiki przychodów „Unsolved” przekraczają nasze założenia z poprzedniej rekomendacji, co skłania nas do podwyższenia naszych prognoz. Liczymy, że we wrześniu i październiku, za sprawą zwiększonych nakładów na kampanie marketingową z ostatnich miesięcy oraz uwolnieniu skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) pozwolą „Unsolved” wypracować rekordowe przychody. Mając na uwadze sezonowość spodziewamy się ponownego ograniczenia skali UA w okolicach listopada, co pozwoli na poprawę rentowności i generację w 4Q'24 rekordowego wyniku na poziomie skoryg. EBITDA w wysokości 11,6 mln PLN (+27% r/r). Pomimo iż nie kryjemy rozczarowania przesunięciem harmonogramu wdrożenia metagry do „Unsolved”, liczymy, że 2025 r. za sprawą dalszego poszerzania kontentu jak i wdrażanych nowych funkcjonalności, przyniesie poprawę LTV aplikacji o co najmniej niskie kilkadziesiąt procent. Zakładamy, że poprawa kluczowych KPIs przełoży się na dalszą progresję wyników spółki r/r. Mając na uwadze ostatni spadek notowań katowickiego dewelopera gier mobilnych jak i poprawę monetyzacji „Unsolved”, podwyższamy nasze zalecenie z TRZYMAJ do AKUMULUJ, jednocześnie delikatnie podwyższając cenę docelową do poziomu 26,4 PLN/akcję, czyli 13% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Od początku 2Q'24 byliśmy świadkami sporej anomalii dotyczącej kosztu pozyskiwania użytkowników, którego znaczący wzrost w tym okresie wynikał w głównej mierze ze wzmocnionych działań konkurencji (większa ilość premier, podnoszenie wydatków na UA), jak i agresywnego marketingu ze strony nowej platformy sprzedażowej Temu. Wywindowane CPIs wymusiły na spółce ograniczenie wydatków na akwizycję, co przełożyło się na spadek q/q przychodów z „Unsolved” w 2Q'24 do poziomu 22,6 mln PLN (+35% r/r; -8% q/q).

W ostatnich miesiącach sytuacja na rynku stopniowo zaczęła się normalizować. Pomimo sezonowo niesprzyjających warunków, koszt pozyskania użytkownika (CPI) umożliwił spółce ponowne znaczące zwiększenie skali działań UA, do historycznie rekordowych poziomów (w sierpniu). Liczymy, że we wrześniu i październiku, za sprawą zwiększonych nakładów na kampanie marketingową z ostatnich miesięcy oraz uwalnianiu skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) pozwolą „Unsolved” wypracować rekordowe przychody. Oczekujemy, że w całym 3Q'24 monetyzacja aplikacji wyniesie ok. 25,6 mln PLN, przy kosztach akwizycji sięgających ok. 15,4 mln PLN. Mając na uwadze sezonowość spodziewamy się ponownego ograniczenia skali UA w okolicach listopada, co pozwoli na poprawę rentowności i generację w 4Q'24 rekordowego wyniku na poziomie skoryg. EBITDA w wysokości 11,6 mln PLN (+27% r/r).

Wdrożenie wersji MVP aktualnie najważniejszej zmiany do aplikacji „Unsolved” w postaci metagry i testy z graczami zostały przesunięte z przełomu 2024/25 na połowę 2025 r. Natomiast pełna implementacja planowana jest na przełom 2025/26. W takim scenariuszu spodziewamy się, że pierwsze efekty w postaci znaczącej poprawy KPIs i monetyzacji aplikacji będą dostrzegalne dopiero na początku 2026 r. Opóźnienie wynikało z dłuższego niż pierwotnie zakładano procesu osiągnięcia oczekiwanej jakości projektu w dotychczas zrealizowanych kamieniach milowych, co było konsekwencją m.in. słabej organizacji zespołu oraz braku odpowiednich kompetencji.

Pomimo iż nie kryjemy rozczarowania przesunięciem harmonogramu wdrożenia metagry do „Unsolved”, liczymy, że 2025 r. za sprawą dalszego poszerzania kontentu jak i wdrażanych nowych funkcjonalności, przyniesie poprawę LTV aplikacji o co najmniej niskie kilkadziesiąt procent. Zakładamy, że poprawa kluczowych KPIs przełoży się na dalszą progresję wyników spółki r/r.

Mając na uwadze lepsze od naszych oczekiwań dynamiki przychodów z ostatnich miesięcy, rewidujemy w górę założenia co do monetyzacji „Unsolved”. Jednocześnie przesuwamy pierwszy wpływ metagry na wyniki spółki z 2025 r. na 2026 r. Liczymy, że skumulowany efekt poprawy LTV w latach 2024-25 przełoży się na jeszcze wyższe przychody aplikacji vs nasze wcześniejsze oczekiwania.

Przesunięciu uległy również testy nowej gry RPG, co wynikało w głównej mierze z rozszerzenia zakresu milestone'a (zdecydowano się dostarczyć graczom więcej zawartości). Obecnie planowane jest udostępnienie projektu wybranej grupie graczy na początku 4Q'24. Zakładając pozytywną weryfikację projektu, reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25. W związku z powyższym przesuwamy w naszym modelu pierwsze płatności z tego tytułu z 2025 r. na 2026 r. Pragniemy podkreślić, iż debiut nowej gry RPG oprócz potencjalnego nowego kanału przychodów stanowi również potencjalne ryzyko.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	39,1	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6
EBITDA [mln PLN]	20,3	14,9	28,8	37,1	42,2	55,2
EBITDA skoryg. [mln PLN]	21,5	16,4	29,3	37,8	42,9	56,0
EBIT [mln PLN]	15,3	9,9	24,0	32,2	36,3	37,3
Zysk netto [mln PLN]	13,0	12,1	24,9	30,2	33,6	34,4
Zysk netto skoryg. [mln PLN]	14,2	13,6	25,4	31,0	34,3	35,1
P/BV	6,9	5,4	3,7	2,8	2,3	1,9
P/E	23,1	24,9	12,1	9,9	8,9	8,7
P/E skoryg.*	21,1	22,1	11,8	9,7	8,8	8,6
EV/EBITDA	14,0	18,8	9,4	7,1	6,4	4,7
EV/EBITDA skoryg.*	13,2	17,1	9,2	7,0	6,3	4,7
DPS	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8
DY	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	3,0%	3,4%

*- 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.

AKUMULUJ

(POPZEDNIA REKOMENDACJA: TRZYMAJ)

WYCENA 26,4 PLN

30 WRZEŚNIA 2024, 08:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	25,0
Wycena końcowa [PLN]	26,4
Potencjał do wzrostu	13%
Koszt kapitału	14,7%
Cena rynkowa [PLN]	23,4
Kapitalizacja [mln PLN]	278,4
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	29,6
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	20,8
Stopa zwrotu za 3 mc	2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12%
Stopa zwrotu za 9 mc	36%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie akcjonariuszy	21,7%
Warsaw Equity ASI	14,7%
Nationale-Nederlanden OFE	10,0%
G5 Entertainment AB	5,2%
Pozostali	48,4%

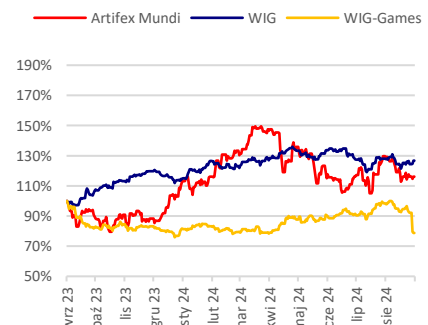
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

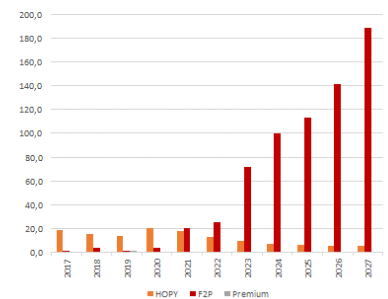
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
CZYNNIKI RYZYKA	8
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 2Q'24	9
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	11
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	16
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

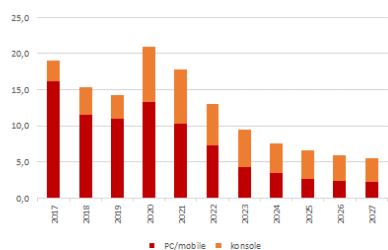
Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	39,1	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6	194,5
Zysk brutto ze sprzedaży	29,4	29,4	72,0	95,1	105,7	120,8	160,5
SG&A	23,7	28,6	58,5	76,2	83,8	110,5	143,5
PPO/PKO	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
EBITDA	20,3	14,9	28,8	37,1	42,2	55,2	73,9
EBITDA skoryg.**	21,5	16,4	29,3	37,8	42,9	56,0	73,9
EBIT	15,3	9,9	24,0	32,2	36,3	37,3	51,2
Zysk brutto	14,7	12,5	27,4	33,4	37,1	38,0	52,2
Zysk netto	13,0	12,1	24,9	30,2	33,6	34,4	47,2
Zysk netto skoryg.**	14,2	13,6	25,4	31,0	34,3	35,1	47,2
Marża brutto ze sprzedaży	75,1%	76,3%	87,2%	87,8%	88,1%	81,8%	82,5%
Marża EBITDA	51,9%	38,7%	34,9%	34,2%	35,2%	37,4%	38,0%
Marża EBITDA skoryg.**	55,1%	42,6%	35,5%	34,9%	35,8%	37,9%	38,0%
Marża EBIT	39,2%	25,7%	29,1%	29,7%	30,3%	25,3%	26,3%
Marża zysku netto	33,3%	31,3%	30,2%	27,9%	28,0%	23,3%	24,2%
Marża zysku netto skoryg.**	36,4%	35,2%	30,8%	28,6%	28,6%	23,8%	24,2%
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	6,0	5,6	9,4	17,4	17,8	18,3	18,8
WNIP	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	2,4	2,0	1,9	7,3	7,7	8,1	8,5
Pozostałe aktywa trwałe	3,5	3,6	7,4	10,1	10,1	10,2	10,3
Aktywa obrotowe	44,7	59,4	89,5	116,7	141,5	170,2	210,1
Aktywowane koszty gier komputerowych	20,5	32,4	49,2	72,2	99,1	115,9	129,2
Należności z tytułu dostaw i usług	5,2	5,5	13,8	15,9	17,5	21,9	29,9
Środki pieniężne	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0	28,6
Pozostałe aktywa obrotowe	1,5	18,3	20,1	22,4	22,4	22,4	22,4
Aktywa razem	50,7	65,0	98,9	134,2	159,3	188,5	228,9
Kapitał własny	43,3	55,2	80,7	107,3	131,8	156,1	189,5
Zobowiązania długoterminowe	1,9	1,1	1,2	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	0,6	0,6	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	1,3	0,5	0,0	6,9	6,9	6,9	6,9
Zobowiązania krótkoterminowe	5,4	8,7	17,0	18,8	19,4	24,2	31,2
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	3,4	5,9	11,9	13,6	14,3	19,1	26,1
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,8	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,7	1,6	3,9	3,2	3,2	3,2	3,2
Inne zobowiązania finansowe	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	50,7	65,0	98,9	134,2	159,3	188,5	228,9
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	7,2	5,6	7,5	8,6	6,0	18,4	33,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	-16,0	-3,4	-5,5	-0,8	-0,8	-0,8
Przepływy z działalności finansowej	-0,7	-0,9	-0,8	-3,2	-9,1	-10,1	-13,8
Przepływy pieniężne netto	6,4	-11,3	3,3	-0,1	-3,8	7,5	18,6
Środki pieniężne na początek okresu	11,0	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0
Środki pieniężne na koniec okresu	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0	28,6
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	51,9%	-1,3%	114,0%	31,4%	10,7%	23,1%	31,7%
EBITDA	19,6%	-26,5%	93,2%	28,8%	13,7%	31,0%	33,8%
EBITDA skoryg.**	10,3%	-23,7%	78,4%	29,1%	13,4%	30,4%	32,1%
EBIT	53,3%	-35,4%	142,0%	34,4%	12,6%	2,8%	37,1%
Zysk netto	57,7%	-7,2%	106,5%	21,3%	11,0%	2,4%	37,1%
Zysk netto skoryg.**	31,8%	-4,6%	87,1%	21,9%	10,8%	2,4%	34,2%
Wybrane dane i wskaźniki*	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
ROE	30,0%	21,9%	30,9%	28,2%	25,5%	22,0%	24,9%
ROA	25,6%	18,6%	25,2%	22,5%	21,1%	18,2%	20,6%
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	3,0%	3,4%	4,6%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	1,1
Payout ratio	0%	0%	0%	16%	30%	30%	40%
P/E (x)	23,1	24,9	12,1	9,9	8,9	8,7	6,4
P/E (x) skoryg.**	21,1	22,1	11,8	9,7	8,8	8,6	6,4
P/BV (x)	6,9	5,4	3,7	2,8	2,3	1,9	1,6
EV/EBIT (x)	18,6	28,3	11,3	8,2	7,4	7,0	4,7
EV/EBITDA (x)	14,0	18,8	9,4	7,1	6,4	4,7	3,3
EV/EBITDA (x) skoryg.**	13,2	17,1	9,2	7,0	6,3	4,7	3,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 23,4 PLN; **- skoryg. o koszty PM21-26

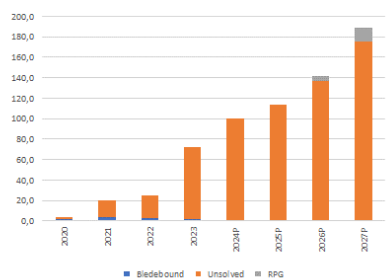
ART - przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



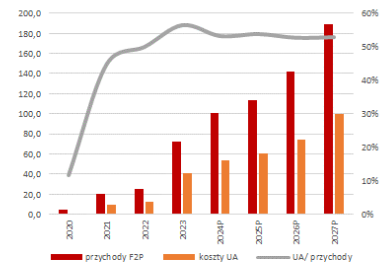
ART - przychody z gier HOPA w podziale na PC/mobile i konsole [mln PLN]



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 nieprzewidzianego 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
- 11) Ryzyko odpisu nowej gry RPG

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 25,0 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 24,7 PLN, a do spółek zagranicznych 34,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 338,9 mln PLN, czyli **26,4 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	321,4	25,0	7%
B	Wycena porównawcza	379,8	29,6	26%
	Wycena porównawcza Polska	316,7	24,7	5%
	Wycena porównawcza zagranica	442,9	34,5	47%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		338,9	26,4	13%

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 5,2%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,0. 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 108,4 mln PLN przychodów. Spodziewamy się dalszego spadku monetyzacji segmentu gier HOPA do poziomu 7,8 mln PLN (-23% r/r). Oczekujemy że w tym okresie segment F2P, na czele z „Unsolved” będzie motorem napędowym wyników i wygeneruje 99,8 mln PLN przychodów (+41% r/r). W całym 2024 roku prognozujemy 37,8 mln skoryg. EBITDA oraz 31,0 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 2025-2027 prognozujemy spadek monetyzacji do poziomu ok. 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. 99,8 mln przychodów (+41% r/r), przy UA na poziomie 53,3 mln PLN (+31% r/r).
- „Bladebound” – zakładamy regresję monetyzacji tej gry w kolejnych miesiącach 2024 r. do ok. 40 tys. PLN/ msc. W kolejnych latach, w związku ze starzejącym się produktem i pojawiającymi się nowymi konkurencyjnymi grami spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego.
- Oczekujemy premiery nowej gry RPG na początku 2026 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.
- 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), umożliwia zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. W swoich prognozach implikujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 9,6%. 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 31 grudnia 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 321,4 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 25,0 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	108,4	120,0	147,6	194,5	211,7	226,3	238,4	251,3	264,7	278,1
EBIT [mln PLN]	32,2	36,3	37,3	51,2	56,5	62,0	64,1	66,3	68,5	70,8
Stopa podatkowa	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,0	3,5	3,6	4,9	5,4	5,9	6,2	6,4	6,6	6,8
NOPLAT [mln PLN]	29,2	32,8	33,7	46,3	51,1	56,0	57,9	59,9	61,9	64,0
Amortyzacja: [mln PLN]	1,1	0,4	0,4	0,4	0,5	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
CAPEX [mln PLN]	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-15,2	-27,9	-16,4	-14,4	-11,3	-9,6	-8,2	-8,1	-7,7	-8,2
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]	14,4	4,5	16,9	31,4	39,4	46,0	49,4	51,4	53,8	55,4
DFCF [mln PLN]	14,3	3,9	12,9	20,8	22,7	23,2	21,7	19,7	18,0	16,1
Suma DFCF [mln PLN]	173,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	418,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	121,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	294,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-26,4									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	321,4									
Ilość akcji [tys.]	12,8									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	25,0									

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

Przychody zmiana r/r	31,4%	10,7%	23,1%	31,7%	8,9%	6,9%	5,4%	5,4%	5,3%	5,1%
EBIT zmiana r/r	34,4%	12,6%	2,8%	37,1%	10,5%	9,6%	3,4%	3,5%	3,3%	3,3%
FCF zmiana r/r	189,9%	-68,7%	276,9%	85,7%	25,1%	16,9%	7,3%	4,2%	4,6%	3,0%
Marża EBITDA	34,2%	35,2%	37,4%	38,0%	39,1%	40,8%	40,8%	40,7%	40,6%	40,6%
Marża EBIT	29,7%	30,3%	25,3%	26,3%	26,7%	27,4%	26,9%	26,4%	25,9%	25,5%
Marża NOPLAT	26,9%	27,4%	22,9%	23,8%	24,1%	24,8%	24,3%	23,8%	23,4%	23,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	69,1%	197,6%	192,9%	188,7%	184,8%	130,1%	128,8%	127,7%	125,9%	125,0%
Zmiana KO / Przychody	14,0%	23,3%	11,1%	7,4%	5,4%	4,3%	3,4%	3,2%	2,9%	2,9%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	58,7%	241,3%	59,3%	30,8%	65,7%	66,2%	67,2%	63,0%	57,7%	61,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
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	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%

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	0,7	27,1	27,6	28,1	28,7	29,3	30,0	30,8	31,7	32,7	
	0,8	25,6	26,1	26,5	27,0	27,6	28,2	28,8	29,5	30,4	
	0,9	24,3	24,7	25,1	25,5	26,0	26,5	27,1	27,7	28,3	
	1,0	23,2	23,5	23,8	24,2	24,6	25,0	25,5	26,0	26,6	
	1,1	22,1	22,4	22,7	23,0	23,4	23,7	24,1	24,6	25,0	
	1,2	21,1	21,4	21,6	21,9	22,2	22,5	22,9	23,3	23,7	
	1,3	20,2	20,5	20,7	20,9	21,2	21,5	21,8	22,1	22,4	

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%	27,2	27,7	28,2	28,8	29,5	30,2	31,0	31,9	32,9	
	5,5%	25,0	25,4	25,9	26,3	26,8	27,4	28,0	28,6	29,4	
	6,5%	23,2	23,5	23,8	24,2	24,6	25,0	25,5	26,0	26,6	
	7,5%	21,6	21,8	22,1	22,4	22,7	23,1	23,4	23,8	24,3	
	8,5%	20,2	20,4	20,6	20,9	21,1	21,4	21,7	22,0	22,4	
	9,5%	19,0	19,1	19,3	19,5	19,7	19,9	20,2	20,4	20,7	
	10,5%	17,9	18,0	18,2	18,3	18,5	18,7	18,9	19,1	19,3	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta									
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	
premia za ryzyko	4,5%	32,4	31,6	30,8	30,2	29,6	29,1	28,6	28,1	27,7	
	5,5%	29,4	28,7	28,0	27,4	26,8	26,3	25,9	25,5	25,1	
	6,5%	26,9	26,2	25,6	25,0	24,5	24,1	23,7	23,3	23,0	
	7,5%	24,8	24,2	23,6	23,1	22,6	22,2	21,9	21,5	21,2	
	8,5%	23,0	22,4	21,9	21,4	21,0	20,6	20,3	20,0	19,8	
	9,5%	21,4	20,8	20,4	19,9	19,6	19,3	19,0	18,7	18,5	
	10,5%	20,0	19,5	19,1	18,7	18,4	18,1	17,8	17,6	17,4	

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 **24,7 PLN**, natomiast do globalnych **34,5 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	276,8	5,9	5,6	151,8	3,9	3,2
BIG CHEESE STUDIO	19,2	-	-	12,4	-	-
BOOMBIT	-	4,5	8,5	-	-	-
CD PROJEKT SA	40,6	59,2	99,7	25,4	43,0	62,7
CI GAMES	8,1	-	-	2,9	-	-
CREEPY JAR	12,2	18,2	8,1	10,2	11,0	3,9
HUUUGE GAMES	3,5	4,9	6,2	1,4	1,9	2,1
PCF GROUP	-	-	-	41,4	-	-
PLAYWAY	14,2	15,0	13,4	9,6	11,1	9,4
TEN SQUARE GAMES	20,2	7,9	8,6	7,3	4,5	5,3
Mediana	16,7	7,9	8,5	10,2	4,5	4,6
Artifex Mundi	9,7	8,8	8,6	7,0	6,3	4,7
Premia/dyskonto dla Artifex Mundi	-41,9%	11,4%	0,9%	-31,2%	39,7%	1,2%
Wycena wg wskaźnika	39,3	20,6	22,7	29,9	14,9	20,6
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		27,5			21,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	24,7					

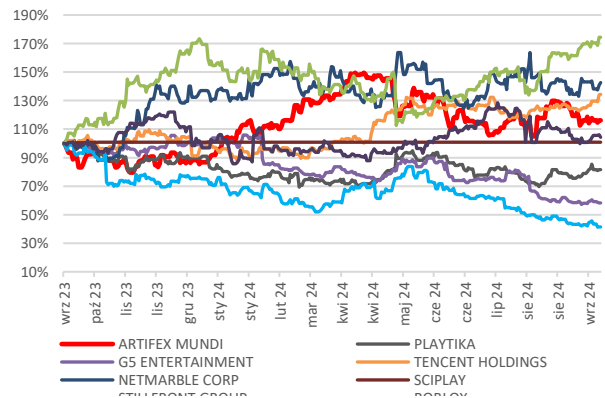
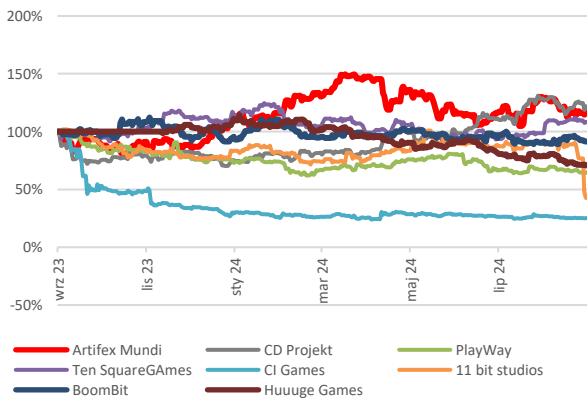
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
PLAYTIKA HOLDING CORP	11,2	10,9	10,4	5,4	5,7	5,3
G5 ENTERTAINMENT AB	5,2	7,0	7,2	1,8	1,9	2,0
TENCENT HOLDINGS LTD	26,2	19,1	17,3	18,9	17,1	15,5
NETMARBLE CORP	-	23,5	31,1	55,4	16,9	16,2
STILLFRONT GROUP AB	4,0	4,7	3,6	3,0	3,1	2,7
ROBLOX	-	-	-	77,9	43,4	32,3
NEXON	19,5	17,7	17,4	12,3	10,8	9,4
Mediana	8,2	14,3	13,9	12,3	10,8	9,4
Artifex Mundi	9,7	8,8	8,6	7,0	6,3	4,7
Premia/dyskonto dla Artifex Mundi	18,3%	-38,8%	-38,3%	-43,2%	-42,2%	-50,5%
Wycena wg wskaźnika	19,3	37,4	37,1	36,1	35,8	41,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		31,3			37,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	34,5					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, Bloomberg

Zachowanie kursów od września 2023 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 2Q'24

Finalne wyniki spółki za 2Q'24 okazały się zgodne z przedstawionymi pod koniec sierpnia szacunkowymi danymi, co odebraliśmy neutralnie. Wyższe od naszych prognoz okazały się koszty wytworzenia sprzedanych usług, za czym w głównej mierze stoją koszty aktualizacji wydanych gier (HOPA) = 0,2 mln PLN. Delikatnie wyższy od naszych założeń okazał się również poziom tantiem, który wyniósł 1,9 mln PLN, a relacja tantiem z gier F2P do przychodów z tego segmentu pomniejszonych o UA urosła z 13,0% w 1Q'24 do 13,6% w 2Q'24. Natomiast koszty SG&A (14,3 mln PLN, -11% q/q) okazały się zbliżone do naszych kalkulacji. W efekcie wynik na poziomie skoryg. EBITDA wyniósł 8,5 mln PLN (+27,1% r/r) i był delikatnie niższy do naszych oczekiwań. W obszarze działalności finansowej spółka wygenerowała 0,6 mln PLN (z czego 0,5 mln PLN dotyczy odsetek od lokat i obligacji). Finalny zysk netto w 2Q'24 wyniósł 6,9 mln PLN (+19,1% r/r) i był zgodny z przedstawionymi wcześniej szacunkami.

Na przestrzeni 2Q'24 podwyższeniu q/q uległy nakłady na produkcję gier do 6,8 mln PLN (+7% q/q), co jest poziomem delikatnie przekraczającym nasze założenia. Na przestrzeni omawianego okresu zwiększeniu uległ poziom zatrudnienia o 2% q/q do 112. **Omawiany kwartał cechował się solidnymi przepływami z działalności operacyjnej, które wyniosły 4,8 mln PLN (+210% r/r).** Na koniec czerwca'24 Artifex był w posiadaniu 34,1 mln PLN środków pieniężnych oraz aktywów finansowych (bez transakcji FX = 2,0 mln PLN; +4,7 mln PLN q/q).

Nie kryjemy rozczarowania przesunięciem harmonogramu wdrożenia metagry do „Unsolved” (w poprzedniej rekomendacji zakładaliśmy implementację na koniec 2024 r. i pierwsze efekty od 1Q'25). Liczyliśmy się z ryzykiem potencjalnego opóźnienia w produkcji, jednak aktualny plan implikuje ponad pół roku przesunięcia. W takim scenariuszu pierwszy efekt w postaci znaczącej poprawy KPIs i monetyzacji aplikacji będzie dostrzegalny dopiero pod koniec 2025 r. Przesunięciu uległy również testy nowej gry RPG. Aktualnie spółka planuje udostępnić ją wybranej grupie graczy na początku 4Q'24. Przy założeniu pozytywnej weryfikacji projektu reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25.

Finalne wyniki za 2Q'2024 [mln PLN]

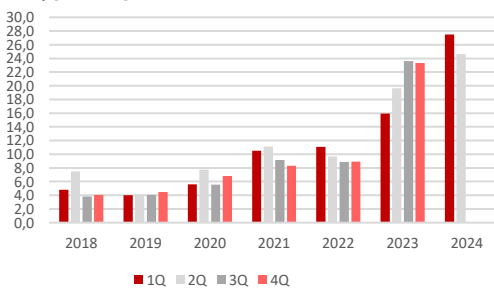
	2Q'23	2Q'24	zmiana r/r	2Q'24S	odchyl.	2Q'24P BDM	odchyl.	1H'23	1H'24	zmiana r/r
Przychody	19,6	24,6	25,7%	24,6	0,0%	24,6	0,0%	35,5	52,1	46,7%
Gry F2P	17,2	22,8	32,6%	-	-	22,8	0,0%	30,0	47,7	59,3%
Gry HOPA	2,4	1,8	-23,7%	1,8	0,0%	1,8	0,0%	5,4	4,3	-20,6%
Gry Premium	0,1	0,0	-14,1%	-	-	0,1	-27,3%	0,2	0,1	-28,2%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17,3	21,4	23,5%	-	-	21,7	-1,6%	31,0	45,7	47,3%
EBITDA	6,9	8,3	20,4%	-	-	8,9	-7,2%	12,2	17,7	44,9%
EBITDA skoryg.*	6,7	8,5	27,1%	-	-	9,1	-7,1%	12,4	18,1	45,7%
EBIT	5,7	7,1	23,6%	7,1	0,0%	7,7	-7,9%	9,9	15,2	54,5%
Zysk (strata) netto	5,8	6,9	19,1%	6,9	0,0%	7,2	-3,6%	9,8	14,4	46,0%
Zysk (strata) netto skoryg.*	5,6	7,1	27,0%	-	-	7,4	-3,5%	10,0	14,7	47,0%
Marża brutto na sprzedaży	88,3%	86,8%	-	-	-	88,2%	-	87,3%	87,6%	-
Marża EBITDA	35,1%	33,6%	-	-	-	36,2%	-	34,3%	33,9%	-
Marża EBITDA skoryg.*	34,0%	34,3%	-	-	-	36,9%	-	34,9%	34,6%	-
Marża EBIT	29,2%	28,7%	-	28,7%	-	31,2%	-	27,8%	29,2%	-
Marża zysku netto	29,8%	28,2%	-	28,2%	-	29,2%	-	27,7%	27,5%	-
Marża zysku netto skoryg.*	28,7%	28,9%	-	-	-	30,0%	-	28,2%	28,2%	-

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

- Spółka w 2Q'24 wypracowała 24,6 mln PLN przychodów (+25,7% r/r) – z czego HOPA 1,8 mln PLN (-23,7% r/r), F2P 22,8 mln PLN (+32,6% r/r) - w tym „Bladebound” = 0,1 mln PLN (-59,9% r/r), „Unsolved” = 22,6 mln PLN (+34,6% r/r; 4,3 mln PLN z reklam).
- W 2Q'24 koszty wytworzenia sprzedanych usług sięgnęły 3,3 mln PLN (+42,0% r/r, +1,7% q/q): tantiemy = 1,9 mln PLN (+71,3% r/r, +0,7% q/q), amortyzacja = 1,1 mln PLN (+1,6% r/r, -2,1% q/q), natomiast koszty aktualizacji wydanych gier (HOPA) = 0,2 mln PLN (+166,6% r/r, +36,3% q/q).
- W omawianym okresie grupa rozpoznała 2,4 mln PLN kosztów ogólnego zarządu (+106,3% r/r, +23,0% q/q – z czego 0,2 mln PLN stanowiły niegotówkowe koszty programu motywacyjnego) oraz 11,9 mln PLN kosztów sprzedaży (+13,7% r/r, -16,1% q/q) – z czego 13,8 mln PLN dotyczy UA (+13,5% r/r, -16,4% q/q).
- W 2Q'24 EBITDA wyniosła 8,3 mln PLN (+20,4% r/r), skoryg. EBITDA sięgnęła 8,5 mln PLN (+27,1% r/r; 0,2 mln PLN kosztów związanych z programem motywacyjnym).

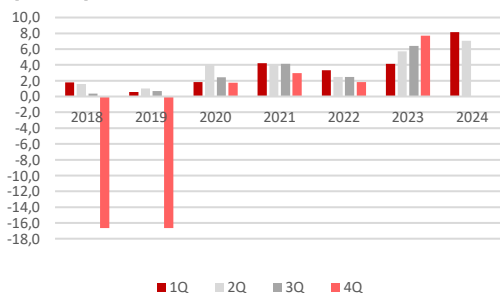
- Przychody finansowe sięgnęły 0,6 mln PLN (z czego 0,5 mln PLN dotyczy odsetek od lokat i obligacji).
- W omawianym okresie na poziomie skoryg. zysku netto spółka wypracowała 7,1 mln PLN (+27,0% r/r).
- W 2Q'24 CF operacyjny wyniósł 4,8 mln PLN, CF inwestycyjny = -1,0 mln PLN, CF finansowy = -0,4 mln PLN. Na koniec czerwca'24 spółka miała 34,1 mln PLN środków pieniężnych oraz aktywów finansowych (bez transakcji FX; +4,7 mln PLN q/q).
- Na koniec czerwca'24 aktywowane koszty gier wyniosły 60,0 mln PLN (+5,6 mln PLN q/q vs 5,2 mln PLN w 1Q'24), z czego 63,2 mln PLN dotyczą gry w trakcie produkcji F2P (+6,0 mln PLN q/q vs +6,3 mln PLN w 1Q'24) – 14,4 mln PLN „Unsolved” (+2,1 mln PLN q/q vs +1,9 mln PLN w 1Q'24), 26,5 mln PLN Nowa gra RPG (+3,9 mln PLN q/q vs +3,6 mln PLN w 1Q'24), 17,1 mln PLN projekty badawczo rozwojowe (bez zmian q/q).
- Nakłady inwestycyjne na produkcję gier = 6,8 mln PLN (+29,7% r/r, +6,8% q/q).
- Wzrost liczby pracowników q/q o 2% do 112 w 2Q'24 (vs 110 w 1Q'24).
- „Unsolved” – w 2Q'24 kontynuowano prace nad rozwojem obecnej wersji gry, m.in. zwiększając liczbę tytułów dostępnych w aplikacji do 45 (tyle samo co na koniec 1Q'24), wdrażając i optymalizując mechaniki i funkcjonalności. Harmonogram realizacji projektu w 2024 roku zakłada dalsze wzbogacanie zawartości Unsolved o nowe tytuły oraz m.in. wdrażanie mniejszych w skali zmian obliczonych na wzrost KPI aplikacji. Równocześnie kontynuowane są prace nad metagrą Unsolved. Ze względu na dłuższy niż zakładany dotychczas czas dochodzenia do oczekiwanej jakości projektu w dotychczas zrealizowanych kamieniach milowych harmonogram dalszego rozwoju projektu został zmodyfikowany. Zarząd ocenia, że zakończenie prac nad wersją MVP metagry nastąpi w 2H'25, co umożliwi przeprowadzenie testów z graczami do końca 2025 r.
- **Nowa gra RPG** - w minionym półroczu prace realizowane w ramach projektu koncentrowały się na rozbudowie zawartości oraz mechanik gry. W wyniku rozszerzania zakresu prac wchodząc w skład aktualnie trwającego kamienia milowego, przeprowadzenia testów z graczami zostało przełożone na początek 4Q'24. Na dzień sporządzenia sprawozdania w ramach projektu trwały ostatnie prace nad przygotowaniem finalnej wersji gry, która zostanie poddana testom z udziałem graczy. Po ich zakończeniu oraz ewaluacji zebranych danych podjęte zostaną decyzje ws. dalszego harmonogramu rozwoju projektu. Przy założeniu pozytywnej weryfikacji projektu reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25.
- **Gry HOPA** – łącznie na koniec czerwca'24 55 gry z portfolio Artifex Mundi było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych (+1 q/q).

Przychody [mln PLN]



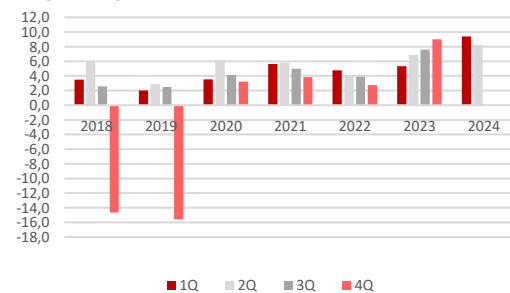
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



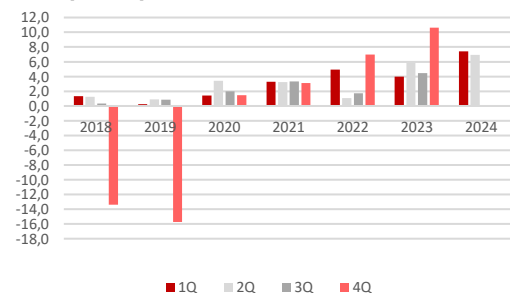
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

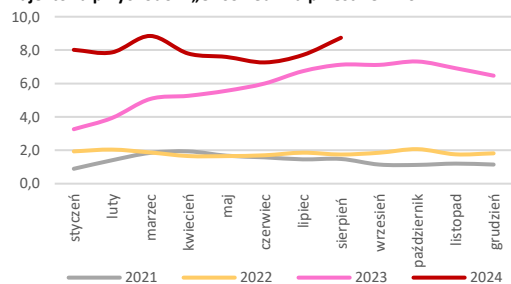
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

„Unsolved”

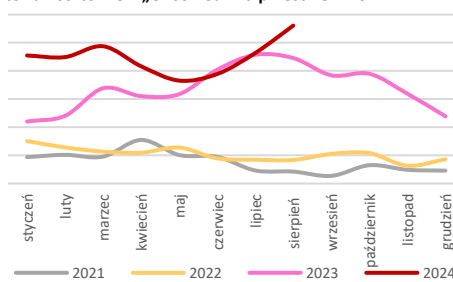
Od początku 2Q'24 byliśmy świadkami sporej anomalii dotyczącej kosztu pozyskiwania użytkowników, którego znaczący wzrost w tym okresie wynikał w głównej mierze ze wzmożonych działań konkurencji (większa ilość premier, podnoszenie wydatków na UA), jak i agresywnego marketingu ze strony nowej platformy sprzedażowej Temu. Wywindowane CPIs wymusiły na spółce ograniczenie wydatków na akwizycję, co przełożyło się na spadek q/q przychodów z „Unsolved” w 2Q'24 do poziomu 22,6 mln PLN (+35% r/r; -8% q/q).

W ostatnich miesiącach sytuacja na rynku stopniowo zaczęła się normalizować. Pomimo sezonowo niesprzyjających warunków, koszt pozyskania użytkownika (CPI) umożliwił spółce ponowne znaczące zwiększenie skali działań UA, do historycznie rekordowych poziomów (w sierpniu).

Trajektoria przychodów „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.-VIII'24



Trajektoria kosztów UA „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.- VIII'24



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

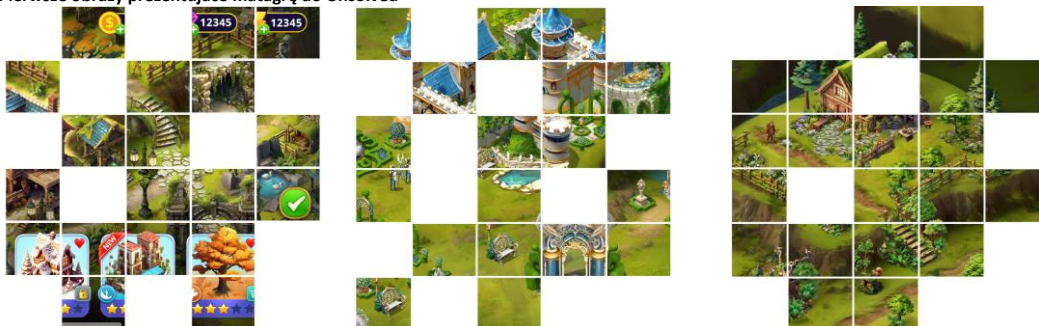
Liczymy, że we wrześniu i październiku, za sprawą zwiększonych nakładów na kampanie marketingowe z ostatnich miesięcy oraz uwalnianiu skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o 40%) pozwolą „Unsolved” wypracować rekordowe przychody. Oczekujemy, że w całym 3Q'24 monetyzacja aplikacji wyniesie ok. 25,6 mln PLN, przy kosztach akwizycji sięgających ok. 15,4 mln PLN.

Mając na uwadze sezonowość liczymy się z ponownym ograniczaniem skali UA w okolicach listopada, co pozwoli na poprawę rentowności i generację w 4Q'24 rekordowego wyniku na poziomie skoryg. EBITDA w wysokości 11,6 mln PLN (+27% r/r).

Prognozujemy, że w całym 2024 roku aplikacja wygeneruje 99,8 mln PLN przychodów (+41% r/r), przy wydatkach na akwizycję użytkowników na poziomie 53,3 mln PLN (+31% r/r). Zakładamy, że efektywność prowadzonych działań marketingowych przełoży się na poprawę pierwszej marży do 46,4 mln PLN (+54% r/r; 53% w relacji do przychodów vs 57% w 2023 r.).

Przewidujemy, że do końca 2024 roku liczba dostępnych przygód w aplikacji wzrośnie do około 51 (+8 r/r vs +12 r/r w 2023 r.). Natomiast poprawa LTV „Unsolved” na przestrzeni całego roku sięgnie ok. 50-60% (vs 80% w 2023 r.). Spółka cały czas dysponuje zapasem własnych gier (całe portfolio grupy to ok. 85 tytułów). Jednocześnie, w celu zabezpieczenia dalszego kontentu do aplikacji, katowicki deweloper prowadzi negocjacje w sprawie pozyskania gier (zakładamy model rozliczeń oparty na tantiemach) oraz planuje wydzielenie dedykowanego zespołu do tworzenia nowych przygód.

Pierwsze obrazy prezentujące matagę do Unsolved



Źródło: spółka

Wdrożenie wersji MVP (Minimum Viable Prototype) aktualnie najważniejszej zmiany do aplikacji „Unsolved” w postaci matagry i testy z graczami zostały przesunięte z przełomu 2024/25 na połowę 2025 r. Natomiast pełna implementacja planowana jest na przełom 2025/26. W takim scenariuszu spodziewamy się, że pierwszy efekt w postaci znaczącej poprawy KPIs i monetyzacji aplikacji będzie dostrzegalny dopiero na początku 2026 r.

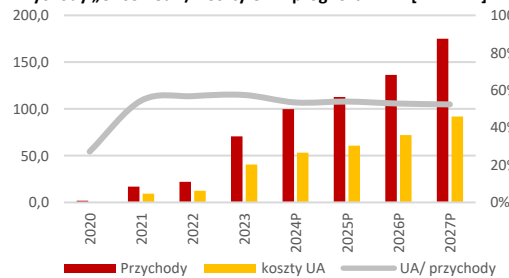
Wspomniane przesunięcie było spowodowane dłuższym niż zakładano czasem osiągnięcia oczekiwanej jakości projektu w dotychczas zrealizowanych kamieniach milowych, co wynikało m.in. z gorszej organizacji zespołu (m.in. efekt zwiększania liczebności) oraz braku odpowiednich kompetencji (m.in. w takich obszarach jak desing). Obecnie prace dotyczą bardziej powtarzalnych zadań, co znacząco zmniejsza ryzyko dalszych opóźnień.

Metagra odegra kluczową rolę w monetyzacji tego produktu w nadchodzących latach. Implementacja tego rozwiązania powinna przyczynić się do wzrostu LTV aplikacji o ponad 100%, co spowoduje wolniejsze zużycie zawartości oraz zwiększenie zaangażowania graczy. Zwracamy uwagę, że efekt poprawy KPIs, wynikający z tej modyfikacji będzie rozłożony w czasie na wiele kwartałów. W naszych kalkulacjach przyjmujemy ostrożne założenia dotyczące potencjalnego wpływu metagry na monetyzację aplikacji, prognozując wzrost miesięcznych przychodów po pełnym wdrożeniu o około 60%.

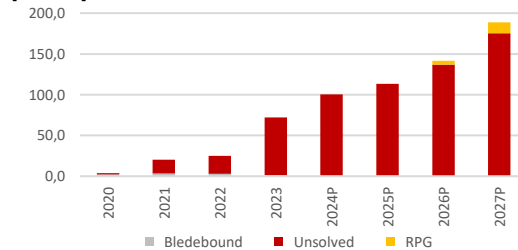
Mając na uwadze lepsze od naszych oczekiwań dynamiki przychodów z ostatnich miesięcy, rewidujemy w górę nasze założenia co do monetyzacji „Unsolved”. Jednocześnie przesuwamy pierwszy wpływ metagry na wyniki spółki z 2025 r. na 2026 r. Liczymy, że skumulowany efekt poprawy LTV w latach 2024-25 przełoży się na jeszcze wyższe przychody aplikacji vs nasze wcześniejsze oczekiwania.

W związku z dalszym dynamicznym rozwojem „Unsolved” i rozbudową zespołu (aktualnie do ok. 60 osób), na przestrzeni 2Q'24 zwiększeniu uległy nakłady na ten tytuł do poziomu 2,1 mln PLN (+10% q/q, +211% r/r). Oczekujemy, że na przestrzeni kolejnych miesięcy zespół ten może zostać zwiększony do ok. 65 osób, co będzie wiązało się z dalszym, jednak znacznie mniej dynamicznym wzrostem inwestowanych środków. W całym 2024 r. prognozujemy, że nakłady na produkcję tej aplikacji sięgną blisko 9 mln PLN (+94% r/r).

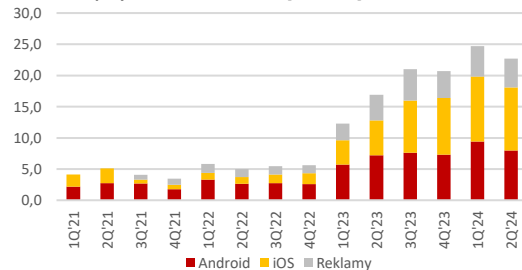
Przychody „Unsolved” / koszty UA – prognoza BDM [mln PLN]



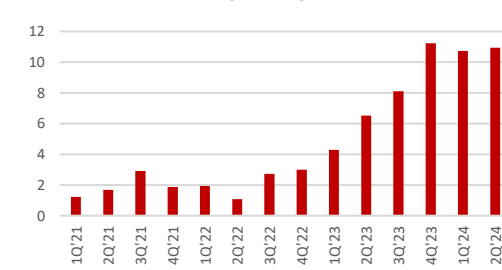
Segment F2P w rozbiciu na poszczególne tytuły – prognoza BDM [mln PLN]



Składowanie przychodów „Unsolved” [mln PLN]



Pierwsza marża „Unsolved” [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Perspektywa 2025 r.

Pomimo iż nie kryjemy rozczarowania przesunięciem harmonogramu wdrożenia metagry do „Unsolved”, liczymy, że 2025 r. za sprawą dalszego poszerzania kontentu jak i wdrażanych nowych funkcjonalności, będzie w stanie poprawić LTV o co najmniej niskie kilkadziesiąt procent (z czego co najmniej 10% będzie pochodziło z dodania nowych przygód). Zakładamy, że poprawa kluczowych KPIs przełoży się na dalszą wyraźną poprawę przychodów spółki r/r. Jednocześnie mając na uwadze harmonogram wprowadzania nowej polityki prywatności Google, zakładamy, że potencjalne przejściowe turbulencje na rynku mogą spowodować gorszą efektywność kampanii marketingowych, co uwzględniamy w naszych prognozach. Spodziewamy się również dalszej rozbudowy zespołów pracujących nad „Unsolved” i nową grą RPG, co będzie wiązało się z dalszym wzrostem nakładów na produkcję gier.

Pragniemy jednocześnie zauważyć, że obszarem wciąż niezagospodarowanym przez spółkę jest własna platforma sprzedażowa obniżająca koszty prowizji. Dla porównania w przypadku HUG i TEN własny sklep odpowiada za 12%/13% płatności tych podmiotów. Nie uwzględniamy go aktualnie w naszych analizach. Pragniemy jednak zaznaczyć, iż może mieć on istotny wpływ na wyniki spółki w przyszłości

Nowa gra RPG

Przesunięciu uległy również testy nowej gry RPG, co wynikało w głównej mierze z rozszerzenie zakresu milestone (spółka chciała dostarczyć graczom więcej kontentu). Aktualnie spółka planuje udostępnić ją wybranej grupie graczy na początku 4Q'24. Przy założeniu pozytywnej weryfikacji projektu reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25. W związku z powyższym przesuwamy w naszym modelu pierwsze płatności z tego tytułu z 2025 r. na 2026 r.

Aktualnie blisko 40% sił produkcyjnych spółki skupiona jest na tworzeniu nowej gry RPG (ok. 40 osób). Do końca 2Q'24 spółka zainwestowała w ten projekt ok. 43,6 mln PLN, z czego 17,1 mln PLN pochodziło z dofinansowania GameINN. Biorąc pod uwagę inwestycje z ostatnich kwartałów, oczekujemy, że całkowite nakłady do momentu premiery tego projektu w 1H'26 urosną do ok. 67 mln PLN.

Nasze domysły co do podgatunku, w jakim pozycjonuje się nowa gra RPG prowadzą nas w stronę niszy strategii RPG. W tym koszyku znajdują się m.in. takie gry jak: „Raid Shadow Legends”, „Fire Emblem Heroes”, „Sword of Convallaria”, " czy „Watcher of Realms”.

Podtrzymujemy nasze konserwatywne prognozy dotyczące potencjału komercyjnego tej produkcji, opierając swoje założenia m.in. o wcześniejszą grę RPG studia i ruch organiczny takich gier z rodzimego rynku jak „Gemstone Legends” (od Gamedesire) czy „Evil Land” od Rage Quit Games. Szacujemy, że w rok od debiutu tytuł ten wypracuje zaledwie ok. 4,7 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 2,3 mln PLN. Uważamy, że symultaniczny debiut gry na wszystkich dostępnych platformach (mobile, PC, konsole) z funkcjonalnością cross-play, zwiększa szanse na jej sukces komercyjny.

Jednocześnie debiut nowej gry RPG cały czas pozostaje obszarem potencjalnego ryzyka.

Przychody gier RPG, które mogą być zbliżone gameplayem do „Nowej gry RPG” [mln USD]

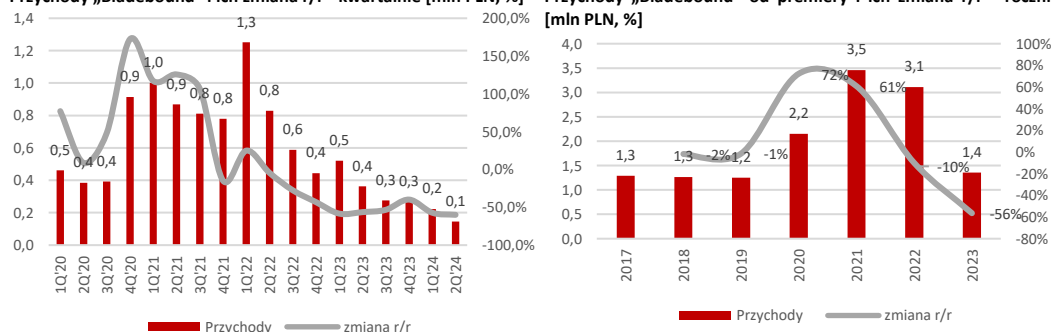
Gra	Producent	Przychody sierpień 2024 [mln USD]		Premiera
		Android	iOS	
1. Raid Shadow Legends	Ubisoft	6	7	26.02.2019
2. Fire Emblem Heroes	Nintendo	3	2	02.02.2017
3. Sword of Convallaria	XD Entertainment	2	2	29.07.2024
4. Warhammer 40,000: Tacticus	Snowprint Studios	2	2	15.08.2022
5. Watcher of Realms	Moonton	2	1	06.07.2023
6. Mobile Legends: Adventure	Moonton	1	1	10.07.2019
7. BrownDust2	NEOWIZ	0,7	0,5	15.06.2023
8. Might & Magic: Era of Chaos	Ubisoft Mobile	0,1	0,1	26.11.2019
9. Bloodline: Heroes of Lithas	GOAT Games	0,5	0,2	22.06.2022
10. Infinite Magicraid	DHGAMES	0,1	0,2	06.09.2022

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., sensortower.com

„Bladebound”

W 1H'24 przychody gry kontynuowały trend spadkowy, generując zaledwie 0,4 mln PLN (-58% r/r). Przypominamy, że produkt ten, znajduje się w trybie „low maintenance mode”, stąd też spodziewamy się kontynuacji trendu regresji monetyzacji w kolejnych miesiącach i latach. Mając na uwadze wyniki ostatnich miesięcy, aktualnie oczekujemy głębszego spadku przychodów r/r o ok. 57% do ok. 0,6 mln PLN.

Przychody „Bladebound” i ich zmiana r/r - kwartalnie [mln PLN, %] Przychody „Bladebound” od premiery i ich zmiana r/r - rocznie [mln PLN, %]

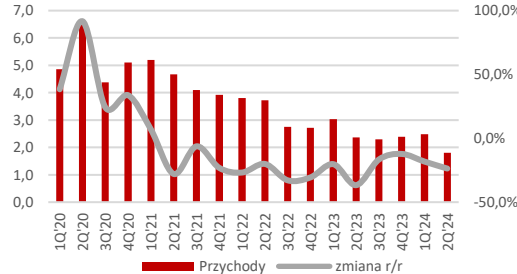


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

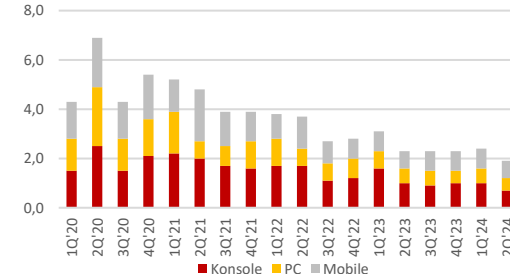
HOPY

Na przestrzeni 1H'24 spółka wydała łącznie ok. 4 gier platformy konsolowe (PS, Xbox, NS). Pomimo iż, utrzymano tempo wprowadzania gier na rynek (tyle samo co w analogicznym okresie 2023 r.), przychody z tego segmentu zaliczyły dalszą regresję wyników do 4,7 mln PLN (-21% r/r). Do końca 1H'24 łącznie ok. 56 gier z całego portfolio grupy (85 gier) było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych.

Przychody segmentu HOPA i ich zmiana r/r [mln PLN, %]



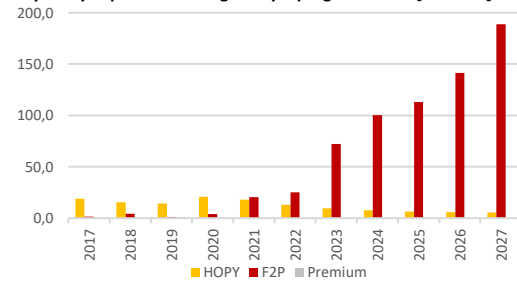
Przychody gier HOPA- struktura [mln PLN]



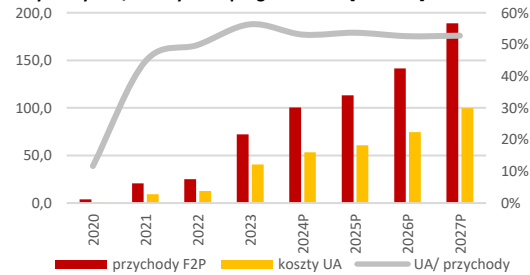
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Podtrzymujemy nasze założenie, że w całym 2024 r. jak i kolejnych latach spółka będzie portować ok. 7-8 tytułów, aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Szacujemy, że segment ten pozwoli w 2024 roku wypracować 7,8 mln PLN, to jest 23% mniej r/r. Liczymy się, z dalszym, stopniowym spadkiem przychodów z HOPÓw w kolejnych latach. Po wykończeniu zasobu gier możliwych do przeportowania, zakładamy wyraźniejszą dynamikę spadku monetyzacji.

Przychody w podziale na segmenty – prognoza BDM [mln PLN]



Przychody F2P/ koszty UA – prognoza BDM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	19,6	23,6	23,3	27,5	24,6	27,6	28,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,7	7,3	6,7	6,7	13,7	17,3	21,2	19,8	24,3	21,4	24,5	25,0
EBITDA	4,7	3,9	3,9	2,7	5,3	6,9	7,6	9,0	9,4	8,3	8,0	11,4
EBITDA skoryg.	5,0	4,2	4,1	3,2	5,7	6,7	7,8	9,1	9,6	8,5	8,2	11,6
EBIT	3,3	2,5	2,5	1,8	4,1	5,7	6,4	7,7	8,2	7,1	6,8	10,2
Zysk brutto	5,2	1,3	2,2	6,4	4,5	6,6	5,0	11,3	8,2	7,7	7,2	10,4
Zysk netto	4,9	1,1	1,7	7,0	4,0	5,8	4,5	10,6	7,4	6,9	6,5	9,4
Zysk netto skoryg.	5,1	1,4	1,9	7,4	4,4	5,6	4,6	10,8	7,6	7,1	6,7	9,6
Marża brutto	78,9%	75,2%	75,8%	75,0%	86,1%	88,3%	89,6%	84,7%	88,4%	86,8%	88,8%	87,1%
Marża EBITDA	42,9%	40,4%	43,8%	30,6%	33,4%	35,1%	32,2%	38,6%	34,2%	33,6%	28,9%	39,9%
Marża EBITDA skoryg.	44,8%	43,4%	46,2%	35,5%	36,0%	34,0%	33,0%	39,1%	34,9%	34,3%	29,6%	40,6%
Marża EBIT	29,9%	25,4%	28,0%	20,5%	26,0%	29,2%	27,2%	33,0%	29,7%	28,7%	24,6%	35,7%
Marża zysku netto	44,4%	11,3%	19,2%	78,3%	25,1%	29,8%	18,9%	45,5%	26,9%	28,2%	23,5%	32,8%
Marża zysku netto skoryg.	46,3%	14,3%	21,6%	83,2%	27,6%	28,7%	19,7%	46,1%	27,6%	28,9%	24,2%	33,4%

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

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	16,7	25,7	39,1	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6	194,5	211,7	226,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,4	15,8	29,4	29,4	72,0	95,1	105,7	120,8	160,5	173,9	185,0
EBITDA	-8,2	17,0	20,3	14,9	28,8	37,1	42,2	55,2	73,9	82,8	92,4
EBITDA skoryg.*	11,2	19,5	21,5	16,4	29,3	37,8	42,9	56,0	73,9	82,8	92,4
EBIT	-14,4	10,0	15,3	9,9	24,0	32,2	36,3	37,3	51,2	56,5	62,0
Zysk brutto	-14,4	10,2	14,7	12,5	27,4	33,4	37,1	38,0	52,2	58,2	63,8
Zysk netto	-13,7	8,2	13,0	12,1	24,9	30,2	33,6	34,4	47,2	52,6	57,7
Zysk netto skoryg.*	5,6	10,8	14,2	13,6	25,4	31,0	34,3	35,1	47,2	52,6	57,7
Marża brutto	50,3%	61,4%	75,1%	76,3%	87,2%	87,8%	88,1%	81,8%	82,5%	82,1%	81,7%
Marża EBITDA	-49,1%	65,9%	51,9%	38,7%	34,9%	34,2%	35,2%	37,4%	38,0%	39,1%	40,8%
Marża EBITDA skoryg.*	67,0%	75,9%	55,1%	42,6%	35,5%	34,9%	35,8%	37,9%	38,0%	39,1%	40,8%
Marża EBIT	-86,2%	38,9%	39,2%	25,7%	29,1%	29,7%	30,3%	25,3%	26,3%	26,7%	27,4%
Marża zysku	-82,3%	32,0%	33,3%	31,3%	30,2%	27,9%	28,0%	23,3%	24,2%	24,8%	25,5%
Marża zysku skoryg.*	33,9%	42,0%	36,4%	35,2%	30,8%	28,6%	28,6%	23,8%	24,2%	24,8%	25,5%

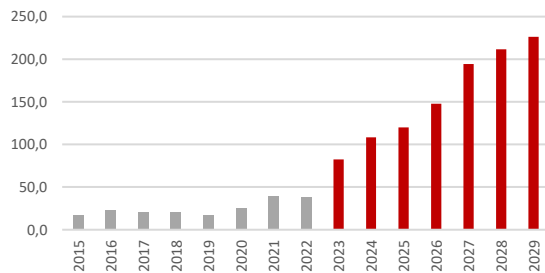
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *skoryg. o Program Motywacyjny

Główne założenia

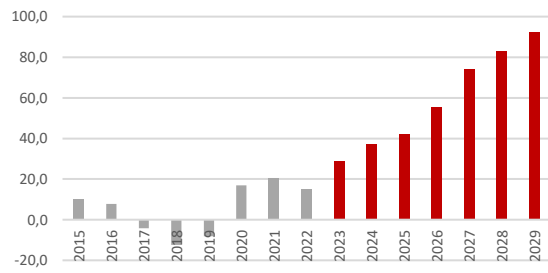
	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	25,7	39,1	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6	194,5
HOPY	20,8	17,9	13,0	10,1	7,6	6,6	6,0	5,5
F2P	4,0	20,6	25,1	72,1	100,4	113,2	141,5	188,8
<i>Bledebound</i>	2,2	3,5	3,1	1,4	0,6	0,4	0,4	0,3
<i>Unsolved</i>	1,7	16,9	22,0	70,8	99,8	112,7	136,4	175,0
<i>RPG</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,7	13,6
Premium	0,9	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
UA	0,5	9,2	12,5	40,6	53,3	60,8	74,4	99,7
<i>Unsolved</i>	0,5	9,2	12,5	40,6	53,3	60,8	72,1	91,7
<i>RPG2</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	8,0
Tantiemy	3,6	4,9	3,9	5,3	8,0	8,6	9,4	11,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

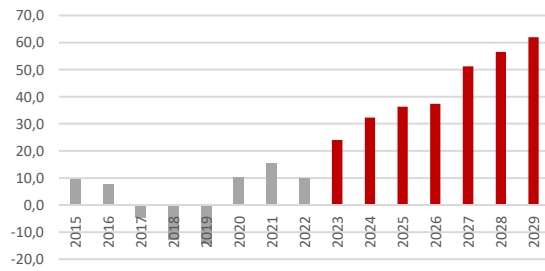
Przychody [mln PLN]



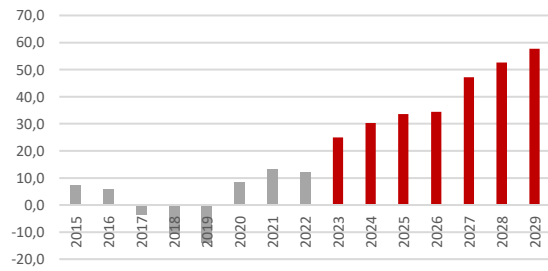
EBITDA [mln PLN]



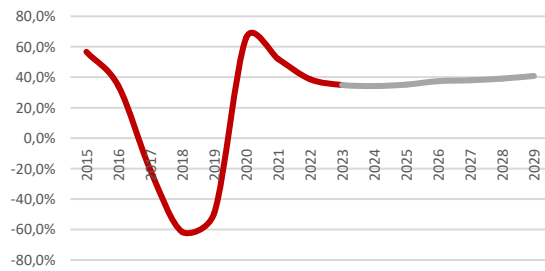
EBIT [mln PLN]



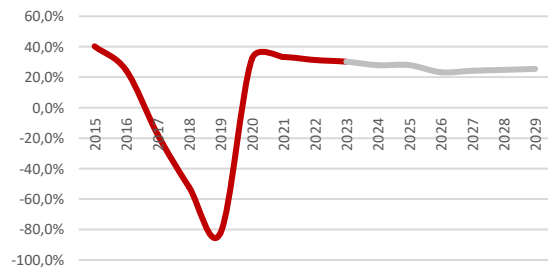
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 08.05.2024 wynika m.in. z:

- 1) Lepszej monetyzacji „Unvoled” w ostatnich miesiącach.
- 2) Przesunięcia pierwszych efektów metagry na 2026 r.
- 3) Przesunięcia pierwszych wpływów z premiery nowej gry RPG na 2026 r.
- 4) Wyższego poziomu tantiem do momentu wprowadzenia metagry i spadku relacji tantiemy/przychody po wprowadzeniu tej zmiany.
- 5) Wyższych nakładów na produkcję gier i amortyzacji.
- 6) Gorszej od naszych oczekiwań monetyzacji gier HOPA oraz Bladebound.

Zmiana prognoz wyników za 4Q'23-4Q'24 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 08.05.2024 [mln PLN]

	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
POPZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	15,9	19,6	23,6	23,3	27,5	24,6	24,9	25,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	13,7	17,3	21,2	19,8	24,0	21,2	21,7	21,2
EBITDA	5,3	6,9	7,6	9,0	9,8	9,8	8,8	10,1
EBIT	4,1	5,7	6,4	7,7	8,2	8,1	7,0	8,3
Zysk brutto	4,5	6,6	5,0	11,3	8,2	8,5	7,4	8,6
Zysk netto	4,0	5,8	4,5	10,6	7,4	7,6	6,7	7,8
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	15,9	19,6	23,6	23,3	27,5	24,6	27,6	28,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	13,7	17,3	21,2	19,8	24,3	21,4	24,5	25,0
EBITDA	5,3	6,9	7,6	9,0	9,4	8,3	8,0	11,4
EBIT	4,1	5,7	6,4	7,7	8,2	7,1	6,8	10,2
Zysk brutto	4,5	6,6	5,0	11,3	8,2	7,7	7,2	10,4
Zysk netto	4,0	5,8	4,5	10,6	7,4	6,9	6,5	9,4
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	10,8%	14,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,7%	12,6%	17,6%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,7%	-15,8%	-9,0%	13,8%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	-12,6%	-3,7%	22,5%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-9,4%	-3,5%	20,5%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	-9,2%	-3,5%	20,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 08.05.2024 [mln PLN]

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
POPZEDNIA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	38,5	82,5	101,9	124,5	164,2	179,6
HOPY	13,0	10,1	8,0	7,0	6,4	6,0
F2P	25,1	72,1	93,2	117,2	157,6	173,4
Premium	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
AKTUALNA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6	194,5
HOPY	13,0	10,1	7,6	6,6	6,0	5,5
F2P	25,1	72,1	100,4	113,2	141,5	188,8
Premium	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2
ZMIANA %						
Przychody [mln PLN]	0,0%	0,0%	6,3%	-3,6%	-10,1%	8,3%
HOPY	0,0%	0,0%	-5,3%	-6,4%	-7,1%	-8,7%
F2P	0,0%	0,0%	7,7%	-3,5%	-10,2%	8,9%
Premium	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 08.05.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	101,9	108,4	6,3%	124,5	120,0	-3,6%	164,2	147,6	-10,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	88,2	95,1	7,8%	102,8	105,7	2,8%	136,2	120,8	-11,3%
EBITDA	38,4	37,1	-3,4%	48,9	42,2	-13,7%	64,8	55,2	-14,7%
EBIT	31,6	32,2	1,9%	34,8	36,3	4,3%	46,3	37,3	-19,4%
Wynik brutto	32,7	33,4	2,2%	36,6	37,1	1,4%	48,5	38,0	-21,6%
Wynik netto	29,6	30,2	2,3%	33,1	33,6	1,4%	43,9	34,4	-21,6%
marża brutto	86,6%	87,8%		82,6%	88,1%		83,0%	81,8%	
marża EBITDA	37,7%	34,2%		39,3%	35,2%		39,5%	37,4%	
marża EBIT	31,0%	29,7%		28,0%	30,3%		28,2%	25,3%	
marża netto	29,0%	27,9%		26,6%	28,0%		26,7%	23,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	7,9	6,0	5,6	9,4	17,4	17,8	18,3	18,8	19,2	19,6
Rzeczowe aktywa trwałe	3,3	2,4	2,0	1,9	7,3	7,7	8,1	8,5	8,9	9,3
Aktywa niematerialne	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	4,5	3,5	3,6	7,4	10,1	10,1	10,2	10,3	10,3	10,3
Aktywa obrotowe	27,8	44,7	59,4	89,5	116,7	141,5	170,2	210,1	225,5	242,5
Aktywowane koszty gier komputerowych	12,3	20,5	32,4	49,2	72,2	99,1	115,9	129,2	140,4	149,7
Należności z tytułu dostaw i usług	4,2	5,2	5,5	13,8	15,9	17,5	21,9	29,9	31,0	33,1
Środki pieniężne	11,0	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0	28,6	31,7	37,3
Pozostałe aktywa obrotowe	0,2	1,5	18,3	20,1	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4	22,4
Aktywa razem	35,7	50,7	65,0	98,9	134,2	159,3	188,5	228,9	244,6	262,1
Kapitał własny	29,4	43,3	55,2	80,7	107,3	131,8	156,1	189,5	204,4	220,0
Zobowiązania długoterminowe	2,7	1,9	1,1	1,2	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,7	0,6	0,6	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2,1	1,3	0,5	0,0	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Zobowiązania krótkoterminowe	3,6	5,4	8,7	17,0	18,8	19,4	24,2	31,2	32,1	34,0
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,3	3,4	5,9	11,9	13,6	14,3	19,1	26,1	27,0	28,9
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,7	0,8	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,5	0,7	1,6	3,9	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Inne zobowiązania finansowe	0,0	0,5	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	35,7	50,7	65,0	98,9	134,2	159,3	188,5	228,9	244,6	262,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	25,7	39,1	38,5	82,5	108,4	120,0	147,6	194,5	211,7	226,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	15,8	29,4	29,4	72,0	95,1	105,7	120,8	160,5	173,9	185,0
EBITDA	17,0	20,3	14,9	28,8	37,1	42,2	55,2	73,9	82,8	92,4
Amortyzacja	7,0	5,1	5,2	4,8	4,9	5,9	17,9	22,8	26,3	30,5
EBIT	10,0	15,3	9,9	24,0	32,2	36,3	37,3	51,2	56,5	62,0
Saldo działalności finansowej	0,2	-0,6	2,6	3,5	1,1	0,8	0,7	1,0	1,7	1,9
Zysk (strata) brutto	10,2	14,7	12,5	27,4	33,4	37,1	38,0	52,2	58,2	63,8
Zysk (strata) netto	8,2	13,0	12,1	24,9	30,2	33,6	34,4	47,2	52,6	57,7
CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,0	7,2	5,6	7,5	8,6	6,0	18,4	33,2	41,7	49,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,3	0,0	-16,0	-3,4	-5,5	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-1,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-3,2	-9,1	-10,1	-13,8	-37,7	-42,1
Przepływy pieniężne netto	7,1	6,4	-11,3	3,3	-0,1	-3,8	7,5	18,6	3,1	5,6
Środki pieniężne na początek okresu	4,0	11,0	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0	28,6	31,7
Środki pieniężne na koniec okresu	11,0	17,5	3,2	6,4	6,3	2,5	10,0	28,6	31,7	37,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 23,4 PLN.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	54,5%	51,9%	-1,3%	114,0%	31,4%	10,7%	23,1%	31,7%	8,9%	6,9%
EBITDA zmiana r/r	-	19,6%	-26,5%	93,2%	28,8%	13,7%	31,0%	33,8%	12,0%	11,6%
EBITDA skoryg. zmiana r/r	-	10,3%	-23,7%	78,4%	29,1%	13,4%	30,4%	32,1%	12,0%	11,6%
EBIT zmiana r/r	-	53,3%	-35,4%	142,0%	34,4%	12,6%	2,8%	37,1%	10,5%	9,6%
Zysk netto zmiana r/r	-	57,7%	-7,2%	106,5%	21,3%	11,0%	2,4%	37,1%	11,5%	9,7%
Zysk netto skoryg. zmiana r/r	-	31,8%	-4,6%	87,1%	21,9%	10,8%	2,4%	34,2%	11,5%	9,7%
Marża brutto ze sprzedaży	61,4%	75,1%	76,3%	87,2%	87,8%	88,1%	81,8%	82,5%	82,1%	81,7%
Marża EBITDA	65,9%	51,9%	38,7%	34,9%	34,2%	35,2%	37,4%	38,0%	39,1%	40,8%
Marża EBITDA skoryg.	75,9%	55,1%	42,6%	35,5%	34,9%	35,8%	37,9%	38,0%	39,1%	40,8%
Marża EBIT	38,9%	39,2%	25,7%	29,1%	29,7%	30,3%	25,3%	26,3%	26,7%	27,4%
Marża netto	32,0%	33,3%	31,3%	30,2%	27,9%	28,0%	23,3%	24,2%	24,8%	25,5%
Marża netto skoryg.	42,0%	36,4%	35,2%	30,8%	28,6%	28,6%	23,8%	24,2%	24,8%	25,5%
ROE	28,0%	30,0%	21,9%	30,9%	28,2%	25,5%	22,0%	24,9%	25,7%	26,2%
ROA	23,1%	25,6%	18,6%	25,2%	22,5%	21,1%	18,2%	20,6%	21,5%	22,0%
Dług netto	-8,4	-15,5	-20,0	-30,4	-35,6	-31,7	-39,3	-57,9	-61,0	-66,6
Dług netto / kapitał własny	-28,4%	-35,6%	-36,2%	-37,7%	-33,2%	-24,1%	-25,2%	-30,5%	-29,8%	-30,3%
Dług netto / EBITDA	-0,5	-0,8	-1,3	-1,1	-1,0	-0,8	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
Dług netto / EBITDA skoryg.	-0,4	-0,7	-1,2	-1,0	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7
Dług netto / EBIT	-0,8	-1,0	-2,0	-1,3	-1,1	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
EV	270,0	284,9	280,4	269,9	264,8	268,6	261,1	242,5	239,3	233,7
CAPEX / Przychody	-1,3%	-0,6%	-1,1%	-0,7%	0,7%	0,7%	0,6%	0,4%	0,4%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	-28,2%	-21,1%	-46,2%	-59,6%	69,1%	197,6%	192,9%	188,7%	184,8%	130,1%
Amortyzacja / Przychody	4,5%	2,6%	2,4%	1,2%	1,0%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	16,9%	26,2%	24,3%	22,4%	14,0%	23,3%	11,1%	7,4%	5,4%	4,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	47,9%	76,6%	-1784,2%	42,0%	58,7%	241,3%	59,3%	30,8%	65,7%	66,2%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	10,8	7,7	7,8	3,6	2,8	2,5	2,0	1,5	1,4	1,3
P/E*	33,8	23,1	24,9	12,1	9,9	8,9	8,7	6,4	5,7	5,2
P/E skoryg*	25,8	21,1	22,1	11,8	9,7	8,8	8,6	6,4	5,7	5,2
P/BV*	9,5	6,9	5,4	3,7	2,8	2,3	1,9	1,6	1,5	1,4
P/CE*	0,7	1,1	1,0	2,2	2,7	2,9	3,1	4,6	5,1	5,8
EV/EBITDA*	15,9	14,0	18,8	9,4	7,1	6,4	4,7	3,3	2,9	2,5
EV/EBITDA skoryg*	13,8	13,2	17,1	9,2	7,0	6,3	4,7	3,3	2,9	2,5
EV/EBIT*	27,0	18,6	28,3	11,3	8,2	7,4	7,0	4,7	4,2	3,8
EV/S*	10,5	7,3	7,3	3,3	2,4	2,2	1,8	1,2	1,1	1,0
BVPS	2,5	3,4	4,3	6,3	8,4	10,3	12,2	14,8	15,9	17,1
EPS	0,7	1,0	0,9	1,9	2,4	2,6	2,7	3,7	4,1	4,5
CEPS	32,8	21,9	23,2	10,8	8,8	8,0	7,6	5,1	4,6	4,1
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	4,0	9,1	10,1	13,8	37,7	42,1
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	1,1	2,9	3,3
Dywidend	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	3,0%	3,4%	4,6%	12,6%	14,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	16,1%	30,0%	30,0%	40,0%	80,0%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 23,4 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 32
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

Andrzej Wodecki
Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@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
akumuluj*	26,4	trzymaj*	26,0	30.09.2024	08:15 CEST	23,4	84 947
trzymaj*	26,0	kupuj	24,8	08.05.2024	08:20 CEST	26,5	86 484
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

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'24*:		, 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	8	57%	0	0%
Akumuluj	3	21%	0	0%
Trzymaj	1	7%	0	0%
Redukuj	1	7%	0	0%
Sprzedaj	1	7%	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: 2024-09-30.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-09-30 (08:15 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-09-30 (08:15 CEST).

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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 redukować 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 dwanaście miesięcy” 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 2024-09-30:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM 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 świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć 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.