



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Artifex Mundi od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 13,6 PLN/akcję, czyli 50% powyżej obecnej ceny rynkowej. Trzy ostatnie lata nie były łatwe dla spółki, która przechodziła w tym czasie przez okres transformacji z producenta gier HOPA w ich dewelopera i wydawcę. Oprócz wysokich kosztów transformacji wynik obciążały odpisy nakładów inwestycyjnych na nieudane projekty. W rok 2020 Artifex wszedł redukując zespoły w tym rezygnując z segmentu premium, wstrzymując rozwój nierokującej gry „Tiny Dragons”. Tym samym ograniczył wydatki i skupił się na najbardziej perspektywicznych obszarach.

Spółka w nowej strategii postanowiła skoncentrować się na poprawie monetyzacji gier HOPA poprzez liczne zabiegi marketingowe, portowanie portfolio na konsole oraz dzięki nowemu kanałowi, którym jest aplikacja „Unsolved”. Pierwsze wyniki i odczyty miesięczne pokazały efekty tych działań. W 1H'20 spółka wypracowała ok. 13,4 mln PLN przychodów, czyli o 65% więcej r/r, 5,8 mln PLN EIBT oraz zysk netto na poziomie 4,8 mln PLN (4x r/r).

Spodziewamy się dalszej poprawy ścieżki wynikowej. Zwracamy uwagę na aplikację „Unsolved”, której performance z miesiąca na miesiąc jest coraz lepszy a udział w przychodach segmentu F2P coraz większy. Szacujemy, że w najbliższych latach będzie ona istotnym kanałem monetyzacji gier HOPA oraz, że nie będzie miała wpływu na kanibalizację wersji na PC i konsole.

Uważamy, że w kolejnych okresach portfel gier HOPA będzie zapewniał spółce bezpieczeństwo finansowe i pozwalał na pracę nad rozwojem gier F2P. Spodziewamy się, że segment free-to-play wypracował w 1H'20 ok. 1,4 mln PLN (+206% r/r). Szacujemy, że gra „Bladebound” w tym okresie wygenerowała ok. 0,9 mln PLN przychodów. Zakładamy jej dalszy rozwój (live-opsy, nowe tryby rozgrywki) co z okresu na okres będzie się przekładało na wyższą monetyzację, nie przewidujemy jednak przeprowadzenia na niej kampanii marketingowych.

W 2022 roku zakładamy premierę nowej gry RPG, która będzie korzystała z know-how i technologii wypracowanych w ramach „Bladebound” jednak będzie osadzona w innym świecie niż jej poprzednik. Spodziewamy się, że w związku z nabytym doświadczeniem w UA, projekt będzie skalowany przy pomocy kampanii marketingowych. Po tym okresie prognozujemy premierę nowej gry F2P co ok. cztery lata.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	20,5	20,1	16,7	26,0	28,5	33,3
EBITDA [mln PLN]	-4,3	-12,4	-8,2	17,5	17,7	20,8
EBIT [mln PLN]	-4,8	-12,9	-14,4	10,3	11,6	13,8
Wynik brutto [mln PLN]	-4,3	-13,2	-14,4	10,4	11,6	13,9
Wynik netto [mln PLN]	-3,6	-10,5	-13,7	8,4	10,5	12,5
P/BV	3,1	3,1	5,1	3,7	2,7	2,1
P/E	-	-	-	12,9	10,4	8,7
EV/EBITDA	-	-	-	6,2	6,1	5,2
EV/EBIT	-	-	-	10,6	9,4	7,8
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 13,6 PLN

10 SIERPANIA 2020, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	13,6
Potencjal do wzrostu / spadku	50%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,12
Kapitalizacja [mln PLN]	108,5
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	9,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	1,9
Stopa zwrotu za 3 mc	44,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	186,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	239,0%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie akcjonariuszy	24,2%
Greenlight FIZ AN	13,1%
Aviva Investors Poland TFI	12,8%
Nationale-Nederlanden OFE	9,9%
Tomasz Jeziorski	5,7%
Robert Mikuszewski	5,5%
Adrian Dębowski	5,5%
Pozostali	23,3%

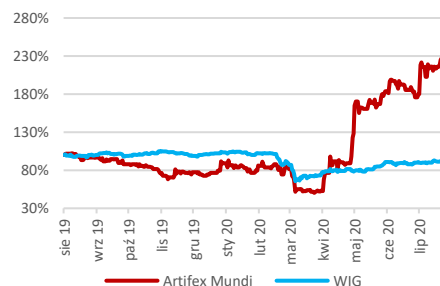
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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

SPIS TREŚCI:

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	5
WYCENA DCF.....	6
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	9
MODEL BIZNESOWY.....	10
OTOCZENIE RYNKOWE.....	12
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI.....	18

ARTIFEX MUNDI

Rekomendacja	Kupuj
Wycena końcowa [PLN]	13,6
Cena rynkowa [PLN]	9,12
Kapitalizacja [mln PLN]	108,5

Wyniki Q [mln PLN]	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20S	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	5,9	6,8
Zysk brutto ze sprzedaży	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	2,6	3,6
SG&A	0,9	0,9	1,3	1,0	0,7	1,0	0,9	0,9
PPO/PKO	-0,6	0,0	0,0	-18,0	-0,7	0,2	0,0	0,0
EBITDA	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	3,6	4,3
EBIT	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	1,7	2,7
Zysk brutto	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,2	1,7	2,7
Zysk netto	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	1,4	2,2

Wskaźniki	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P
Przychody zmiana r/r	-16,3%	-44,9%	6,5%	10,1%	40,4%	88,2%	44,5%	51,3%
EBITDA zmiana r/r	-42,2%	-52,0%	-4,1%	6,2%	75,1%	110,2%	44,7%	-127,8%
Zysk netto zmiana r/r	-80,4%	-26,4%	163,1%	17,4%	431,1%	273,5%	65,2%	-114,1%
Marża brutto na sprzedaży	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	59,0%	62,1%	43,7%	53,1%
Marża EBITDA	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	78,2%	60,7%	63,9%
Marża EBIT	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,8%	29,1%	40,3%
Marża netto	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	23,7%	32,8%

Główne założenia	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	20,1	16,7	26,0	28,5	33,3	39,0	42,4	43,6	44,6	49,7
HOPY	15,4	14,2	20,3	17,9	17,8	17,7	17,5	14,3	11,7	9,7
PC/Mobile	11,6	10,9	11,6	7,6	5,6	4,2	3,3	3,0	2,6	2,5
Konsole	3,9	3,3	8,7	10,3	12,2	13,5	14,2	11,3	9,1	7,2
F2P	4,3	1,2	4,7	10,0	15,0	21,0	24,5	29,0	32,7	39,8
Bledebound	1,3	1,2	2,0	3,1	3,5	3,4	3,4	3,0	2,6	1,9
Unsolved	0,0	0,0	2,6	6,9	8,1	7,8	7,2	6,9	6,7	6,5
Unsolved 2	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	6,9	8,1	7,8	7,2	6,9
Unsolved 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	6,9	8,1	7,8
Unsolved 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	6,9	6,9
Unsolved 5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RPG2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	2,8	3,2	4,3	4,3	4,6
RPG3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	5,1	5,1
Premium	0,0	1,1	1,0	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
UA	0,0	0,0	0,5	4,8	6,4	9,8	10,3	11,7	11,5	14,8
Unsolved	0,0	0,0	0,5	4,8	5,8	5,1	4,3	3,7	3,1	2,6
Unsolved 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	3,0	3,5	3,0	2,6	2,2
Unsolved 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	3,0	3,5	3,0	3,0
Unsolved 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	3,0	3,0
Unsolved 5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RPG2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,8	2,2	2,0	1,7	1,6
RPG3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	2,3	2,3
Tantiemy	2,1	1,8	3,8	5,0	5,7	6,5	7,1	7,2	7,3	7,6
USD/PLN	3,611	3,839	3,789	3,797	3,723	3,653	3,586	3,586	3,586	3,586

Główne czynniki ryzyka: 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

Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P
P/E	-	-	12,9	10,4	8,7
B/BV	3,1	5,1	3,7	2,7	2,1
EV/ EBITDA	-	-	6,2	6,1	5,2
EV/EBIT	-	-	10,6	9,4	7,8
EV/S	5,4	6,5	4,2	3,8	3,3
MC/S	5,4	6,5	4,2	3,8	3,3
BVPS	2,9	1,8	2,5	3,4	4,4
EPS	-0,9	-1,2	0,7	0,9	1,0
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Wyniki roczne [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	20,1	16,7	26,0	28,5	33,3
Zysk brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	14,3	19,3	23,2
SG&A	3,3	4,1	3,5	7,8	9,4
PPO/PKO	-17,6	-18,6	-0,5	0,0	0,0
EBITDA	-12,4	-8,2	17,5	17,7	20,8
EBIT	-12,9	-14,4	10,3	11,6	13,8
Zysk brutto	-13,2	-14,4	10,4	11,6	13,9
Zysk netto	-10,5	-13,7	8,4	10,5	12,5

Wskaźniki	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody zmiana r/r	-2,0%	-17,2%	56,1%	9,4%	16,9%
EBITDA zmiana r/r	189,1%	-34,0%	-313,8%	1,2%	17,4%
Zysk netto zmiana r/r	191,9%	30,8%	-161,5%	24,4%	19,2%
Marża brutto na sprzedaży	39,8%	50,3%	54,9%	67,9%	69,9%
Marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	67,3%	62,2%	62,4%
Marża EBIT	-64,1%	-86,2%	39,5%	40,8%	41,6%
Marża netto	-52,1%	-82,3%	32,4%	36,8%	37,5%
ROE	-30,0%	-64,7%	28,5%	26,2%	23,8%
ROA	-26,9%	-49,1%	22,4%	20,7%	19,1%

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Aktywa trwałe	5,9	10,2	10,7	13,0	15,2
WNiP	0,4	0,3	1,2	3,4	5,6
Rzeczowe aktywa trwałe	0,8	4,1	3,7	3,8	3,8
Pozostałe aktywa trwałe	4,6	5,9	5,8	5,8	5,8
Aktywa obrotowe	33,1	17,7	26,9	37,5	50,2
Aktywowane koszty gier komputerowych	15,6	9,5	11,6	15,1	18,5
Należności z tytułu dostaw i usług	3,8	2,5	4,6	5,4	6,2
Środki pieniężne	11,2	4,0	8,9	15,2	23,8
Pozostałe aktywa obrotowe	2,4	1,7	1,8	1,8	1,8
Aktywa razem	38,9	27,9	37,6	50,5	65,4
Kapitał własny	34,9	21,2	29,6	40,1	52,5
Zobowiązania długoterminowe	0,7	3,2	3,2	3,2	3,2
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,1	2,8	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania krótkoterminowe	3,3	3,5	4,8	7,2	9,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1,1	0,8	1,2	1,4	1,6
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	1,2	3,4	5,6
Pasywa razem	38,9	27,9	37,6	50,5	65,4

Dług netto	-11,2	-4,0	-8,9	-15,2	-23,8
Dług netto/ Kapitał własny	-32,2%	-18,8%	-30,0%	-37,9%	-45,2%
Dług netto/ EBITDA	0,9	0,5	-0,5	-0,9	-1,1

Rachunek przepływu [mln PLN]	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przepływy z działalności operacyjnej	-5,0	-6,2	6,1	8,3	11,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,1	-0,1	-1,8	-4,2	-4,8
Przepływy z działalności finansowej	9,9	-1,0	0,6	2,2	2,2
Przepływy pieniężne netto	4,8	-7,2	4,9	6,3	8,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **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 wprowadzeniem gry na rynek.
- **Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier:** Wytworzenie nowej gry jest zwięźczeniem 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. Specyfika produktu sprawia, że opóźnienia występujące na wczesnym etapie produkcji gry są z reguły trudne do nadrobienia na późniejszych etapach prac.
- **Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników:** Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów oraz niekorzystnie wpłynąć na świadczone przez dewelopera usługi, co w konsekwencji mogłoby się przełożyć na pogorszenie jego wyników finansowych.
- **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. Krajowy system szkolnictwa wyższego nie zapewnia odpowiedniej liczby uczelni wyższych, kształcących absolwentów wystarczająco przygotowanych do wykonywania zadań twórcy gier. Szybki rozwój branży gier wideo i coraz większe zapotrzebowanie rynku na specjalistów w tym zakresie, a w konsekwencji ryzyko ich ograniczonej dostępności. 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.
- **Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów:** Działalność spółki zależy bezpośrednio od prawidłowego funkcjonowania systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów. W przypadku wystąpienia ewentualnych awarii, usterek technicznych (w tym także będących rezultatem ataków hackerskich) oraz innych niedających się przewidzieć problemów mogą wystąpić utrudnienia związane z dostępem do gier dystrybuowanych przez dewelopera lub ze świadczeniem oferowanych usług.
- **Ryzyko 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.
- **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży:** Branża gier, w której spółka prowadzi działalność, cechuje się bardzo szybkim rozwojem stosowanych technologii i rozwiązań informatycznych. Deweloper musi monitorować i uwzględniać wszelkie modyfikacje implementowane przez główne platformy sprzętowe lub kanały dystrybucji produktów, a także efektywnie dostosowywać technologie do nowych trendów, co wiąże się też z dokonywaniem określonych inwestycji. Brak przystosowania działalności do innowacyjnych rozwiązań informatycznych może skutkować zmniejszeniem popytu na gry realizowane przez spółkę.
- **Ryzyko zmienności kursów walutowych:** Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne, w szczególności amerykański, chiński oraz europejski. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny Artifex Mundi dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 13,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 25,3 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 162,3 mln PLN, czyli **13,6 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	162,3	13,6	50%
B	Wycena porównawcza	301,0	25,3	177%
C = (100%*A + 0%*B)	Wycena końcowa	162,3	13,6	50%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka od początku 2Q'20 wdrożyła nowy sposób informacji z rynkiem, prezentując od tamtej pory miesięczne odczyty przychodów. Dzięki zmianom w aktywizowaniu starszych tytułów HOPA m.in. za pomocą regularnych wyprzedaży, wzrosło sprzedaż gier na konsole jak i istotnej poprawie w segmencie F2P wypracowała w tym okresie 7,7 mln PLN przychodów (wzrost o 89% r/r). 84% czyli 6,5 mln PLN zostało wygenerowane przez gry HOPA, 11% czyli 0,8 mln PLN przez segment F2P, 5% = 0,4 mln PLN stanowił pion premium. W kwietniu spółka podjęła decyzję o zakończeniu prac nad rozwojem gry „Tiny Dragons” odpisując 1,2 mln PLN aktywowanych kosztów na tą produkcję (0,8 mln PLN w 1Q'20, natomiast 0,4 mln PLN obciąża wyniki 2Q'20). Artifex Mundi szacuje, że w minionym kwartale wypracował ok. 7,7 mln PLN przychodów, ok. 4,0 mln PLN EBIT oraz 3,4 mln PLN zysku netto.

Do końca czerwca w portfelu gier HOPA znajdowały się 84 produkcje wydane na platformy PC/mobile oraz 31 tytułów przeniesionych na konsole. W lipcu została wydana kolejna nowa gra HOPA „Family Mysteries 3: Criminal Mindset”, a do końca tego roku portfel tych gier zostanie powiększony o co najmniej jeden tytuł. W 2H'20 pięć kolejnych tytułów doczeka się swoich portów. Prognozujemy, że w całym 2020 roku segment ten wypracuje 20,3 mln PLN przychodów (z czego 57% zostanie wygenerowane przez PC/mobile a udział konsol zwiększy się o prawie 2x r/r), tym samym będzie stanowił ok. 78% całości.

Artifex uruchomił w soft-launchu nową aplikację „Unsolved” w wersji na Anroida, która komercjalizowana jest w modelu zbliżonym do F2P. Aktualnie scala on w sobie 15 tytułów HOPOwych, a monetyzacja oparta jest o zakup energii niezbędnej do kontynuacji gry (odnawiającej się w nieznacznym wymiarze codziennie). Zostały na niej przeprowadzone pierwsze testowe kampanie marketingowe, stąd w związku z obiecującymi KPI spółka zamierza dalej inwestować w rozwój aplikacji. Zakładamy, że w sierpniu doczeka się swojej wersji na iOS a do końca roku trafi na Androida w Chinach. Prognozujemy zwiększenia skali UA w przyszłych okresach. Ponadto spodziewamy się kolejnych tego typu aplikacji skalających w jednym ok. 10 tytułów HOPA i monetyzujących się w tej formule.

W naszych prognozach dla gier HOPA zakładamy scenariusz, w którym po 2020 roku spółka skupi się na rozwoju aplikacji „Unsolved” i jej podobnych, tym samym zaprzestanie wydawania nowych gier. Prognozujemy dalszą kontynuację portowania HOPOów na konsole, zakładamy 9-10 rocznie aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Szacujemy, że do 2024 roku będzie to łącznie 70 tytułów.

Jeżeli chodzi o segment F2P, oprócz wyżej wspomnianej aplikacji „Unsolved” spółka obecnie rozwija grę „Bladebound” oraz pracuje nad koncepcją nowej gry RPG. Na początku tego roku „Bladebound” doczekał się dużej aktualizacji, która poprawiła jej KPI. Szacujemy, że gra w 1H'20 wygenerowała ok. 0,9 mln PLN przychodów. Zakładamy jej dalszy rozwój (live-opsy, nowe tryby rozgrywki) co z okresu na okres będzie się przekładało na wyższą monetyzację, nie przewidujemy jednak przeprowadzenia na niej kampanii marketingowych. W 2022 roku zakładamy premierę nowej gry RPG, która będzie korzystała z know-how i technologii wypracowanych w ramach „Bladebound” jednak będzie osadzona w innym świecie niż jej poprzednik. Zakładamy, że w związku z nabytym doświadczeniem w UA, projekt będzie skalowany przy pomocy kampanii marketingowych. Po tym okresie prognozujemy premierę nowej gry F2P co ok. cztery lata.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. W szczególności czekamy na dalszy rozwój aplikacji „Unsolved” oraz kolejnych gier z segmentu F2P. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Artifex Mundi od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 13,6 PLN/akcję, czyli 50% powyżej obecnej ceny rynkowej.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 4%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x.

Główne założenia modelu:

- W 2020 roku prognozujemy 26,0 mln PLN przychodów. Szacujemy, że dzięki utrzymaniu dobrej monetyzacji aktualnego portfela gier HOPA oraz jego nowych tytułów i portów, segment ten na przestrzeni całego roku wypracuje 20,3 mln PLN i tym samym będzie stanowił 78% całości. Zakładamy, że na koniec tego roku w portfolio tym będzie 86 gier wydanych na PC/mobile oraz 36 na konsole. Spodziewamy się, że w tym okresie segment F2P wygeneruje 4,7 mln PLN przychodów. W całym 2020 roku prognozujemy 17,5 mln EBITDA oraz 8,4 mln PLN zysku netto.
- Zakładamy, scenariusz, w którym po 2020 roku spółka skupi się na rozwoju aplikacji „Unsolved”, tym samym zaprzestanie wydawania nowych gier. Prognozujemy dalszą kontynuację portowania HOPÓw na konsole, zakładamy 9-10 rocznie aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Szacujemy, że do 2024 roku będzie to łącznie 70 tytułów.
- Spodziewamy się dalszej ewolucji aplikacji „Unsolved”, skalowania jej poprzez kampanie marketingowe. Zakładamy, że w sierpniu doczeka się ona swojej wersji na iOS a do końca roku trafi na Androida w Chinach. Szacujemy, że w najbliższych latach odegra istotną rolę w monetyzacji gier HOPA. Liczymy, że „Unsolved” w 2020 roku będzie w stanie wygenerować ok. 2,6 mln przychodów, przy UA na poziomie 0,5 mln PLN. Spodziewamy się kolejnych tego typu aplikacji skalających w jednym ok. 10 tytułów HOPA i monetyzujących się w tej formule.
- Zakładamy dalszy rozwój gry „Bladebound” (live-opsy, nowe tryby rozgrywki) co z okresu na okres będzie się przekładało na wyższą monetyzację, nie przewidujemy jednak przeprowadzenia na niej kampanii marketingowych. Spodziewamy się, że gra w 2020 roku wygeneruje 2,0 mln PLN przychodów.
- W 2022 roku zakładamy premierę nowej gry RPG, która będzie korzystała z know-how i technologii wypracowanych w ramach „Bladebound” jednak będzie osadzona w innym świecie niż jej poprzednik. Zakładamy, że w związku z nabytym doświadczeniem w UA, projekt będzie skalowany przy pomocy kampanii marketingowych. Spodziewamy się, że gra będzie w stanie generować ok. 2-3 mln PLN przychodów pomniejszonych o koszt UA.
- Kolejną premierę nowej gry F2P prognozujemy na 2026 rok. Spodziewamy się, że w związku z nabytym przez spółkę doświadczeniem, będzie się lepiej monetyzowała niż jej poprzedniczka.
- Prognozujemy coraz mniejsze wpływy z produkcji premium, szacujemy, że w 2020 wygenerują one 1,0 mln PLN przychodów.
- Spodziewamy się rocznych nakładów na gry w segmencie F2P na poziomie ok. 6 mln PLN a w segmencie gier HOPA 1,6 mln PLN (po 2025 roku spadną do ok 0,4 mln PLN rocznie).
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10% od 2021 roku (w 2020 roku spółka planuje zmieniać strukturę grupy kapitałowej aby w kolejnym roku ubiegać się ulgę na lepszych warunkach). W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- GameINN – łączna kwota dofinansowania wynosi 6,6 mln PLN na dwa projekty „Wirtualny Gracz” (4,0 mln PLN) oraz „NPC” (2,6 mln PLN), obejmuje okres 36 miesięcy, liczymy, że pierwszy projekt zacznie się jeszcze w 3Q’20 a drugi w 4Q’20.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2029 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2019 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 11,9 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 10.08.2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 162,3 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 13,6 PLN.

Model DCF

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	26,0	28,5	33,3	39,0	42,4	43,6	44,6	49,7	51,3	53,5
EBIT [mln PLN]	10,3	11,6	13,8	15,0	17,0	16,8	18,3	19,7	20,5	21,2
Stopa podatkowa	19,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,0	1,2	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1
NOPLAT [mln PLN]	8,3	10,4	12,5	13,5	15,3	15,1	16,4	17,8	18,4	19,0
Amortyzacja: [mln PLN]	1,4	1,9	2,6	3,2	3,1	2,8	2,5	2,3	2,0	1,7
CAPEX [mln PLN]	-1,8	-4,2	-4,8	-4,3	-2,2	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-4,3	-4,1	-3,9	-3,6	-2,9	-1,8	-2,3	-2,6	-2,0	-2,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [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]	3,6	4,1	6,3	8,8	13,3	14,2	14,9	16,0	17,3	18,0
DFCF [mln PLN]	3,4	3,6	5,0	6,4	8,7	8,5	8,1	7,9	7,8	7,3
Suma DFCF [mln PLN]	66,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	224,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	91,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	158,3									
Dług netto 2019 [mln PLN]	-4,0									
Dywidenda 2020 [mln PLN]	0,0									
Akcje własne [mln PLN]	0,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	162,3									
Ilość akcji [tys.]	11,9									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	13,6									

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

Przychody zmiana r/r	56,1%	9,4%	16,9%	17,3%	8,6%	2,7%	2,4%	11,5%	3,2%	4,2%
EBIT zmiana r/r	-171,6%	12,8%	19,3%	8,3%	13,7%	-1,4%	8,6%	8,2%	3,8%	3,3%
FCF zmiana r/r	5551,1%	13,8%	55,7%	39,3%	50,6%	7,1%	5,2%	7,0%	8,0%	3,9%
Marża EBITDA	44,7%	47,6%	49,5%	46,6%	47,4%	45,0%	46,6%	44,3%	43,8%	42,8%
Marża EBIT	39,5%	40,8%	41,6%	38,4%	40,2%	38,6%	40,9%	39,7%	39,9%	39,6%
Marża NOPLAT	32,0%	36,7%	37,4%	34,6%	36,2%	34,7%	36,8%	35,7%	35,9%	35,6%
CAPEX / Przychody	7,0%	14,8%	14,5%	11,0%	5,2%	4,4%	3,7%	2,8%	2,2%	1,6%
CAPEX / Amortyzacja	135,6%	216,9%	184,3%	134,8%	72,0%	69,3%	66,1%	62,2%	57,2%	50,7%
Zmiana KO / Przychody	16,5%	14,5%	11,8%	9,2%	6,9%	4,1%	5,3%	5,3%	3,9%	3,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	45,8%	167,7%	81,4%	62,1%	87,1%	156,3%	220,8%	51,5%	126,6%	91,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

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	0,9	13,9	14,4	15,0	15,7	16,6	17,5	18,7	20,1	21,9
	1	13,0	13,4	13,9	14,5	15,2	16,0	17,0	18,1	19,5
	1,1	12,2	12,6	13,0	13,5	14,1	14,7	15,5	16,4	17,5
	1,2	11,5	11,8	12,2	12,6	13,1	13,6	14,3	15,0	15,9
	1,3	10,8	11,1	11,5	11,8	12,2	12,7	13,2	13,8	14,5
	1,4	10,3	10,5	10,8	11,1	11,5	11,9	12,3	12,8	13,4
	1,5	9,7	10,0	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5	11,9	12,4

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	3%	15,8	16,5	17,4	18,4	19,6	21,1	22,9	25,3	28,4
	4%	13,3	13,8	14,4	15,0	15,7	16,6	17,6	18,9	20,4
	5%	11,5	11,8	12,2	12,6	13,1	13,6	14,3	15,0	15,9
	6%	10,1	10,3	10,6	10,9	11,2	11,5	12,0	12,4	13,0
	7%	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6	11,0
	8%	8,0	8,1	8,3	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2	9,5
	9%	7,2	7,3	7,5	7,6	7,7	7,8	8,0	8,2	8,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	3%	24,6	23,3	22,1	21,1	20,2	19,4	18,7	18,1	17,5
	4%	19,3	18,2	17,4	16,6	15,9	15,3	14,8	14,4	14,0
	5%	15,7	14,9	14,2	13,6	13,1	12,7	12,3	11,9	11,6
	6%	13,2	12,6	12,0	11,5	11,1	10,8	10,5	10,2	10,0
	7%	11,3	10,8	10,4	10,0	9,7	9,4	9,1	8,9	8,7
	8%	9,9	9,5	9,1	8,8	8,5	8,3	8,1	7,9	7,8
	9%	8,8	8,4	8,1	7,8	7,6	7,4	7,3	7,1	7,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

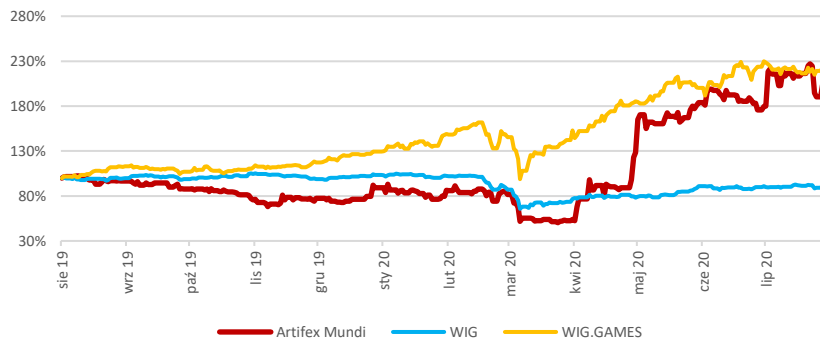
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena Artifex Mundi metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **25,3 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie spółki, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej sprawdza się w wycenie spółek gamingowych. Ponadto uważamy, że polskie studia różnią się co do profilu prowadzonej działalności dlatego mylnym byłoby włączanie jej do finalnej wyceny.

Wycena porównawcza [PLN]

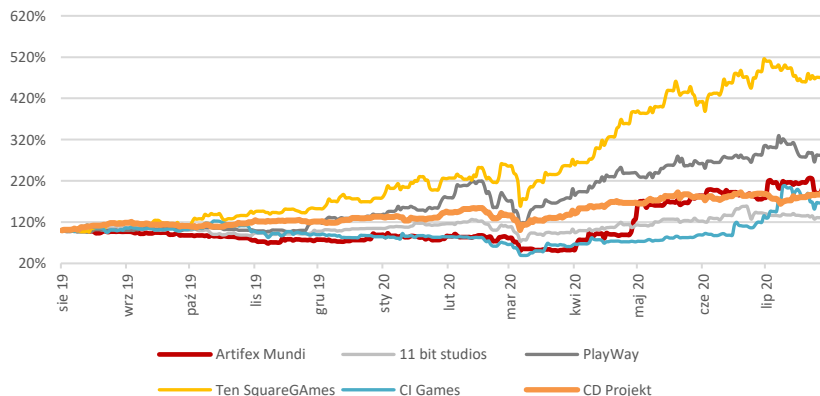
	P/E			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
11 bit studios	42,8	71,4	13,9	25,8	43,3	9,7
PlayWay	33,1	25,6	21,5	26,1	18,8	15,6
Ten Square Games	21,5	17,4	14,3	18,9	14,3	11,6
CD Projekt	19,5	27,1	33,8	15,3	21,2	25,7
Mediana grupy	27,3	26,4	17,9	22,4	20,0	13,6
Artifex Mundi	12,9	10,4	8,7	6,2	6,1	5,2
Premia/dyskonto	47,2%	39,3%	-51,6%	27,7%	30,6%	-61,6%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	19,3	23,2	18,8	33,7	31,1	25,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		20,4			30,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	25,3					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Zachowanie kursów od sierpnia 2019 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY

Opis spółki

Artifex Mundi jest producentem, współproducentem i globalnym wydawcą gier komputerowych z 12-letnią historią działalności na globalnym rynku. Od 2016 r. jest spółką publiczną, notowaną na rynku głównym GPW.

Spółka koncentruje się na segmencie gier casual (charakteryzujące się prostymi zasadami rozgrywki oraz niewielkim niezbędnym zaangażowaniem czasowym od gracza). Artifex Mundi jest wiodącym wydawcą gier z gatunku HOPA (Hidden Object Puzzle Adventure), łączących rozwiązywanie łamigłówek i znajdowanie ukrytych obiektów na rysunkach z elementami gier przygodowych. Równolegle do rozwoju biznesu gier HOPA Artifex Mundi rozszerza swój zakres działalności o produkcję innych gatunków gier komercjalizowanych w modelu F2P.

Gry z portfela spółki dostępne są na najważniejszych platformach sprzętowych, w tym komputerach klasy PC i Mac, urządzeniach mobilnych (smartfonach, tabletach i innych urządzeniach sterowanych systemami Android, iOS, Windows 10) oraz konsolach do gier (Xbox One, PlayStation 4, Nintendo Switch).

Artifex Mundi zajmuje się produkcją oraz wydawaniem gier komputerowych, które są monetizowane w dwóch modelach:

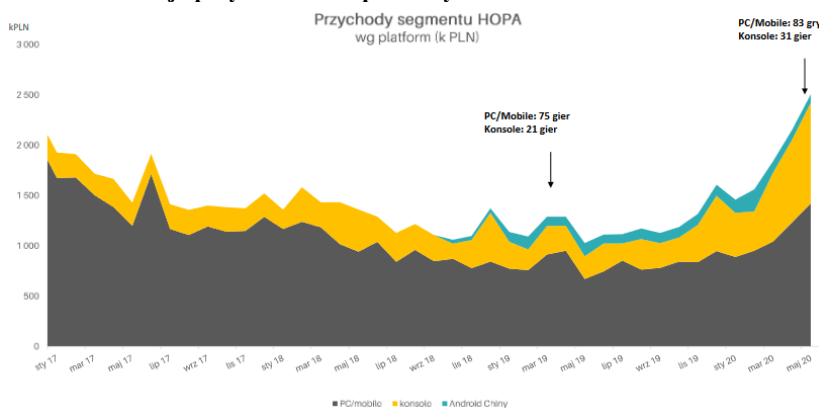
- premium – w którym gracz dla uzyskania dostępu do pełnej wersji gry kupuje jej kopię. Jedną z odmian modelu *premium* jest *try-before-you-buy*, czyli „spróbuj zanim kupisz” – model sprzedaży, zgodnie z którym gracz ma możliwość przetestowania części gry za darmo, zanim podejmie decyzję o zakupie pełnej wersji. Sprzedaż gier *premium* odpowiada dziś za większość przychodów spółki.
- free-to-play – model komercjalizacji gry zakładający, iż gra pobierana jest przez użytkownika za darmo, a jej twórcy zarabiają na systemie mikropłatności (gracze kupują w grze przedmioty, zdolności, punkty doświadczenia itd.) lub na wyświetlających się w grze reklamach. Począwszy od 2016 r. Artifex Mundi rozwija i komercjalizuje gry w tym modelu.

Opierając się na sposobie monetyzacji swoich produktów i usług spółka wyróżnia cztery segmenty swojej działalności:

- segment F2P, który obejmuje produkcję i wydawanie gier monetizowanych w modelu *free-to-play*;
- segment gier HOPA, który obejmuje produkcję gier z gatunku *Hidden Object Puzzle Adventure* (HOPA) monetizowanych w modelach *try-before-you-buy*, płatnym jak i subskrypcyjnym oraz działalność wydawniczą i inwestycyjną w zakresie gier HOPA;
- segment gier *premium*, który obejmuje produkcję gier monetizowanych w modelu *premium* oraz działalność wydawniczą i inwestycyjną w zakresie gier tego typu. W 2020 roku spółka podjęła decyzję o zaprzestaniu działalności w tym obszarze i zakończenia realizowanych projektów z tego obszaru.
- segment pozostały, obejmujący świadczenie usług informatycznych.

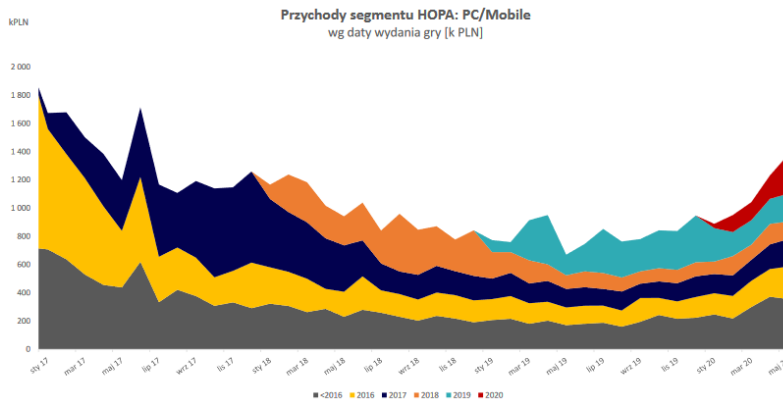
Spółka zaktualizowała strategię na lata 2019-2022, w której zakłada koncentrację zasobów zarówno kapitałowych, jak i osobowych, na rozwoju działalności deweloperskiej i wydawniczej w segmencie gier free-to-play przy równoczesnym zakończeniu, w dającym się przewidzieć horyzoncie czasowym, działalności w segmencie gier premium.

HOPA – ewolucja przychodów ze sprzedaży



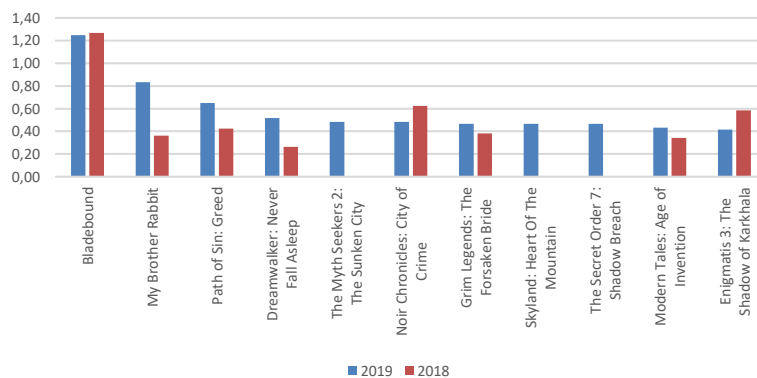
Źródło: Spółka

HOPA – żywotność produktów Artifex Mundi



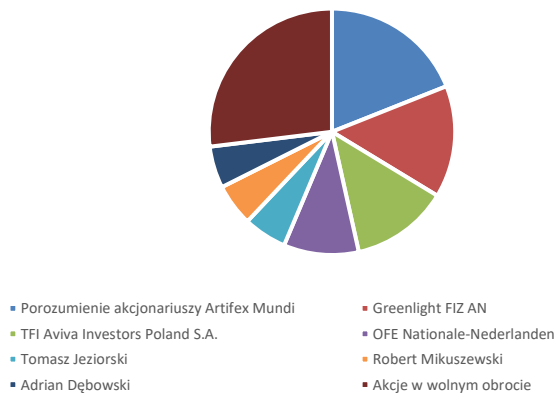
Źródło: Spółka

Najważniejsze produkty spółki w 2019 roku [mln PLN]



Źródło: Spółka

Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Perspektywy spółki

Krótki termin	Średni termin	Długi termin
<ul style="list-style-type: none"> • Maksymalizacja przychodów z portfolio HOPA. • Weryfikacja potencjału Unsolved. • Rozwój gry „Bladebound”. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dwukrotne zwiększenie portfolio HOPA na konsole. • Skalowanie Unsolved. • Dalszy rozwój „Bladebound”. • Soft-launch RPG. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pełna transformacja na model F2P w grach HOPA (Unsolved lub nowa gra). • Hard launch i skalowanie RPG.

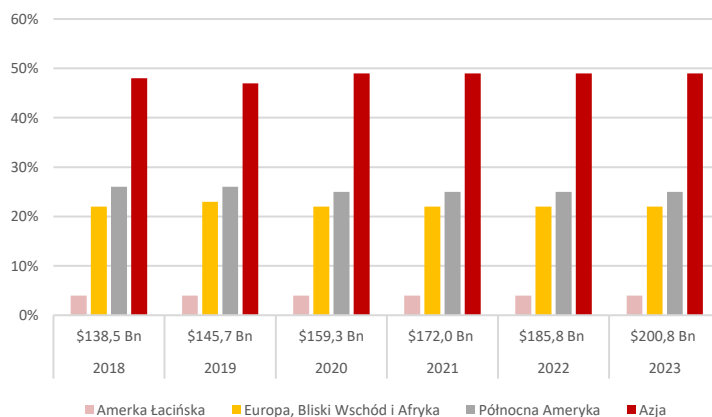
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników Artifex Mundi ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,7%, osiągając 200,8 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

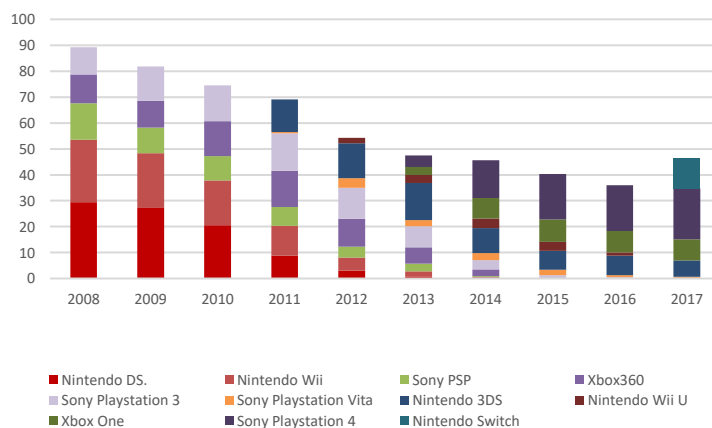
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2020 sięgną 78,4 mld USD, a w 2023 będzie to kwota ok. 98,4 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która z 40,0 mld USD przychodów w 2020 urośnie do 50,2 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2020 osiągną 35 mld USD, a do 2023 kwota ta zwiększy się o 9,2 mld USD i wyniesie 44,2 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

Podział globalnych przychodów z gier na regiony



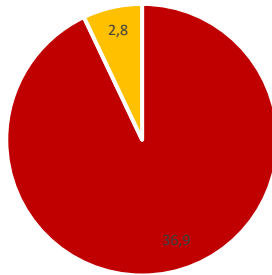
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczasowa sprzedaż konsol, w podziale na generacje [mln sztuk]



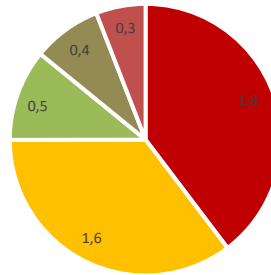
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Ameryka Północna



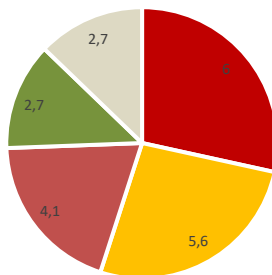
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



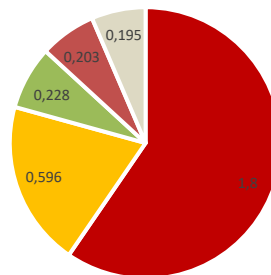
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



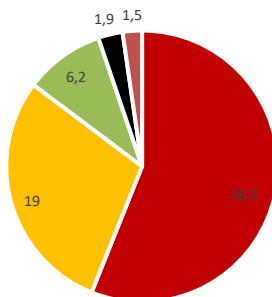
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



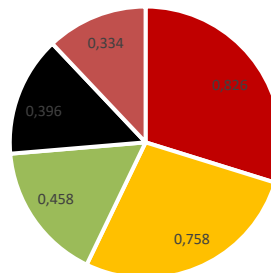
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka

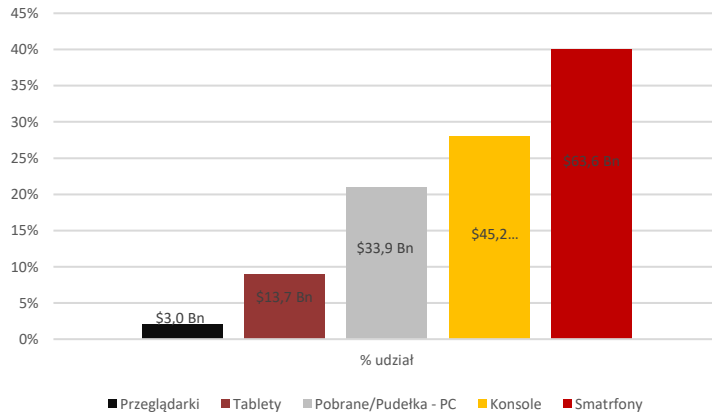


■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arab

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2020 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 63,6 mld USD (40%), rosnąc 15,8% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 45,2 mld USD (28%), 33,9 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

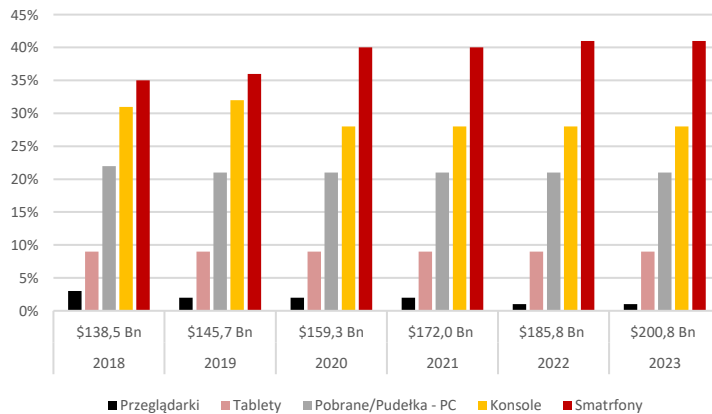
Podział przychodów w 2020 roku na segmenty



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

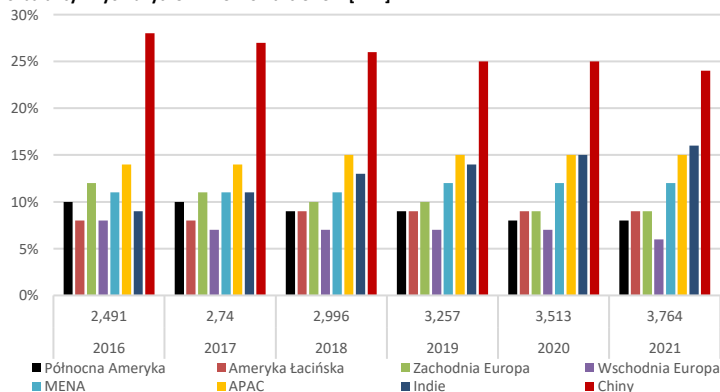
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 11%, tym samym w 2023 roku wygenerują ok. 82,3 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Spółka podała szacunki wyników za 2Q'20, przychody w omawianym kwartale wyniosły 7,7 mln PLN czyli urosły o 88% r/r. Za 84% tej pozycji odpowiadały gry HOPA, które wygenerowały 6,5 mln PLN a ich monetyzacja polepszyła się o 91% r/r. Największy wpływ na poprawienie wyników tego segmentu miało aktywizowanie starszych tytułów poprzez regularne wyprzedaże oraz ich wzrost sprzedaży na konsole. Szacujemy że w tym okresie platformy te wygenerowały ok. 2,3 mln PLN przychodów. Zauważalny wzrost bo o 207% r/r zanotował segment F2P generując 0,8 mln PLN – istotny wpływ „Unsolved”, szacujemy, że odpowiadał on za blisko połowę przychodów. Innym czynnikiem sprzyjającymi spółce w tym okresie było osłabienie PLN wobec USD i EUR, co wpłynęło korzystnie na raportowane przychody. W kwietniu i maju w związku z COVID-19 zaobserwowano ogólny wzrost zainteresowania całym portfolio spółki na wszystkich cyfrowych platformach, co również miało istotny wpływ na osiągnięte wyniki w tym okresie. Ponadto do poprawy dynamik przyczyniła się wyprzedaż produktów spółki tzw. „Publisher Sale”, która odbyła się 20-24 maja. W kwietniu spółka podjęła decyzję o zakończeniu prac nad rozwojem gry „Tiny Dragons” odpisując 1,2 mln PLN aktywowanych kosztów na tą produkcję (0,8 mln PLN w 1Q'20, natomiast 0,4 mln PLN obciążą wyniki 2Q'20). Artifex Mundi szacuje, że w minionym kwartale wypracował 4,0 mln PLN EBIT oraz 3,4 mln PLN zysku netto.

Do końca 2Q20 w portfelu gier HOPA znajdowały się 84 produkcje wydane na platformy PC/mobile oraz 31 tytułów przeniesionych na konsole. W lipcu została wydana kolejna nowa gra HOPA, a do końca tego roku portfel tych gier zostanie powiększony o co najmniej jeden tytuł. Szacujemy, że 2H'20 pięć kolejnych tytułów trafi na konsole. Prognozujemy, że w całym 2020 roku segment ten wypracuje 24,1 mln PLN przychodów (z czego 62% zostanie wygenerowane przez PC/mobile a udział portowanych gier zwiększy się o prawie 2x r/r), tym samym będzie stanowił ok. 82% całości. Szacujemy również, że segment F2P będzie stanowił coraz większy udział w wynikach spółki, to za sprawą rozwoju gry „Bladebound” i aplikacji „Unsolved”. Szacujemy, że na przestrzeni roku segment ten wypracuje 4,7 mln PLN przychodów. W całym 2020 roku zakładamy 26,0 mln PLN przychodów, 17,5 mln EBITDA oraz 8,4 mln PLN zysku netto.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

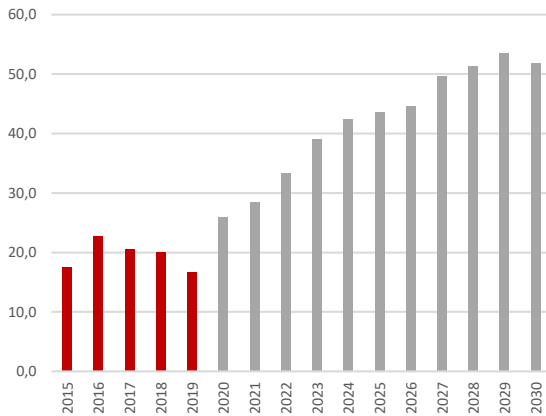
	1Q'18	2Q'18	3Q'18P	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20S	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	4,8	7,5	3,8	4,1	4,0	4,1	4,1	4,5	5,6	7,7	5,9	6,8
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	2,2	1,2	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	3,3	4,8	2,6	3,6
EBITDA	3,5	6,0	2,6	-14,6	2,0	2,9	2,5	-15,6	3,5	6,1	3,6	4,3
EBIT	1,8	1,6	0,4	-16,6	0,6	1,0	0,7	-16,6	1,8	4,0	1,7	2,7
Wynik brutto	1,8	1,4	0,3	-16,7	0,6	0,9	0,9	-16,9	1,7	4,2	1,7	2,7
Wynik netto	1,4	1,2	0,3	-13,4	0,3	0,9	0,8	-15,7	1,4	3,4	1,4	2,2
marża brutto	54,8%	29,4%	30,2%	50,1%	53,5%	46,7%	47,4%	53,3%	59,0%	62,1%	43,7%	53,1%
marża EBITDA	73,3%	80,5%	67,3%	-360,8%	50,6%	70,1%	60,6%	-347,9%	63,1%	78,2%	60,7%	63,9%
marża EBIT	37,3%	21,2%	9,9%	-409,7%	14,1%	25,0%	16,8%	-372,0%	32,6%	51,8%	29,1%	40,3%
marża netto	28,3%	16,6%	8,4%	-329,6%	6,6%	22,2%	20,7%	-351,5%	25,0%	44,0%	23,7%	32,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

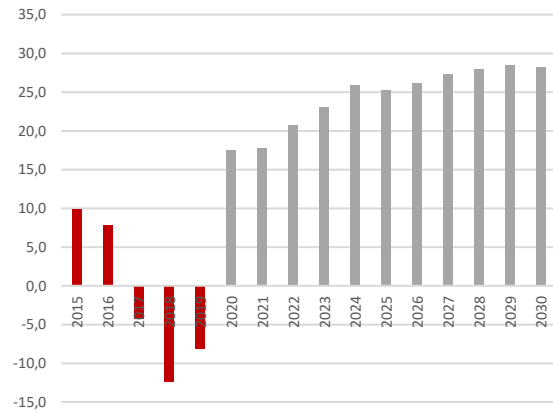
Prognoza ogólna na lata 2020-2029 [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	20,5	20,1	16,7	26,0	28,5	33,3	39,0	42,4	43,6	44,6	49,7	51,3	53,5
Zysk brutto ze sprzedaży	8,2	8,0	8,4	14,3	19,3	23,2	27,9	30,4	31,6	32,9	37,7	38,9	40,5
EBITDA	-4,3	-12,4	-8,2	17,5	17,7	20,8	23,1	25,8	25,2	26,1	27,3	27,9	28,5
EBIT	-4,8	-12,9	-14,4	10,3	11,6	13,8	15,0	17,0	16,8	18,3	19,7	20,5	21,2
Wynik brutto	-4,3	-13,2	-14,4	10,4	11,6	13,9	15,0	17,1	16,9	18,3	19,8	20,5	21,2
Wynik netto	-3,6	-10,5	-13,7	8,4	10,5	12,5	13,5	15,4	15,2	16,5	17,8	18,5	19,1
marża brutto	39,9%	39,8%	50,3%	54,9%	67,9%	69,9%	71,4%	71,7%	72,6%	73,7%	75,8%	75,8%	75,7%
marża EBITDA	-20,9%	-61,6%	-49,1%	67,3%	62,2%	62,4%	59,1%	60,9%	57,9%	58,5%	54,9%	54,4%	53,3%
marża EBIT	-23,4%	-64,1%	-86,2%	39,5%	40,8%	41,6%	38,4%	40,2%	38,6%	40,9%	39,7%	39,9%	39,6%
marża netto	-17,5%	-52,1%	-82,3%	32,4%	36,8%	37,5%	34,7%	36,3%	34,8%	36,9%	35,8%	36,0%	35,7%

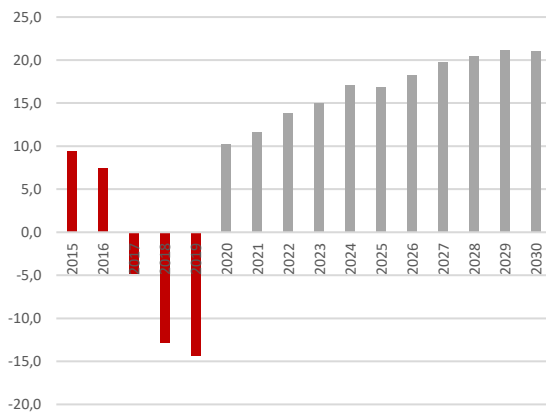
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]


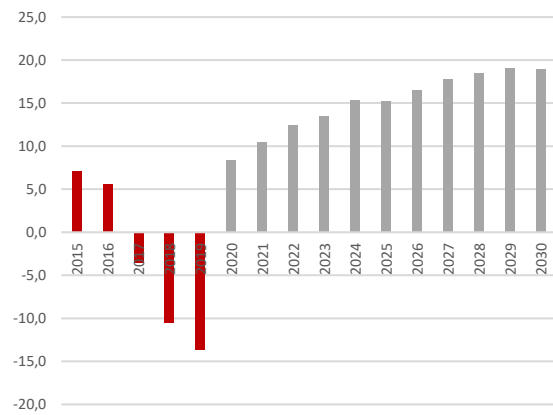
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]


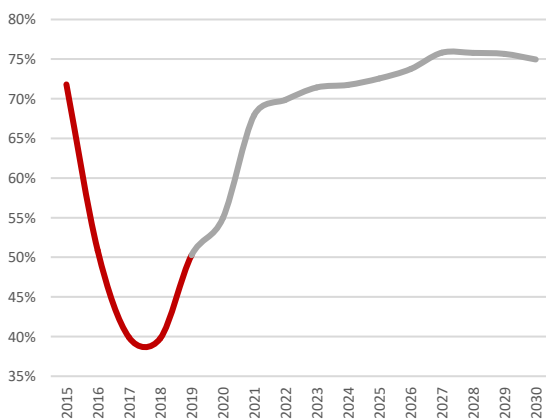
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]


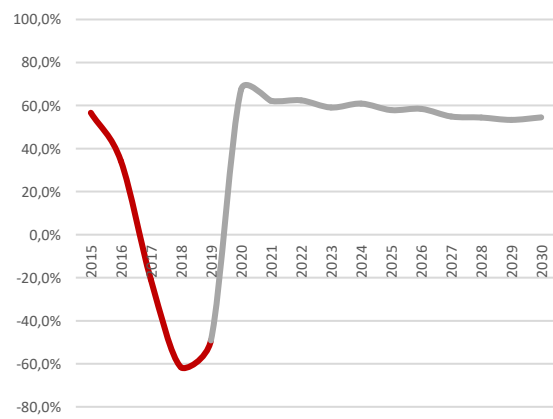
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *MSSF 16 od 1Q'19

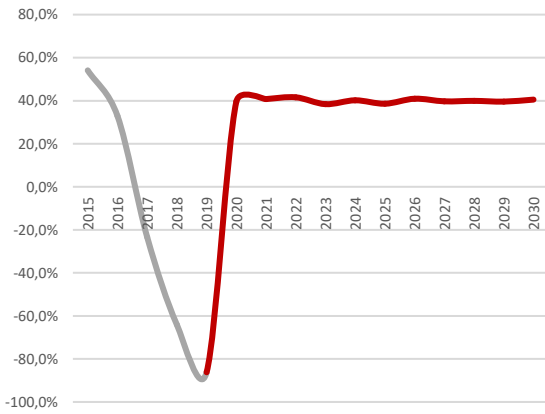
Marża brutto [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA [%]


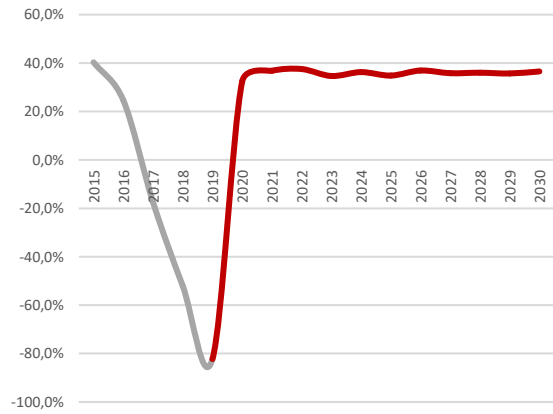
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT [%]



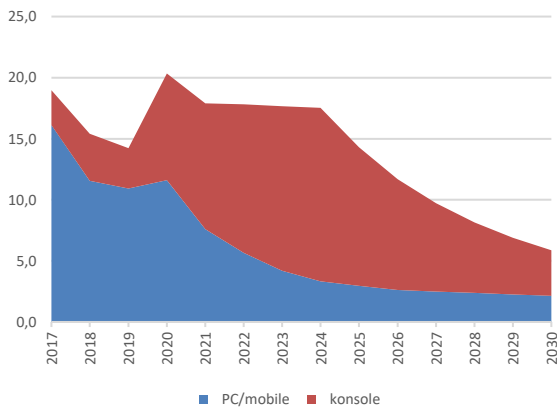
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża netto [%]



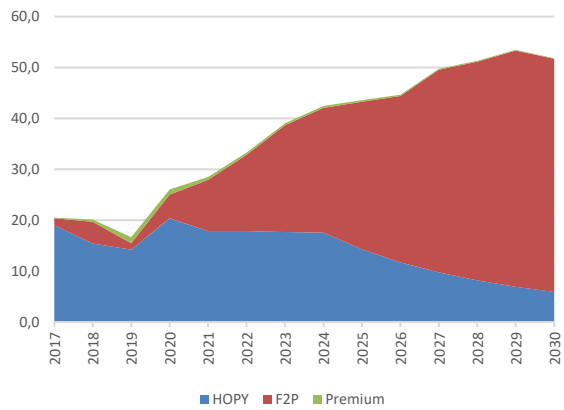
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody z gier HOPA w podziale na PC/mobile i konsole [mln PLN]



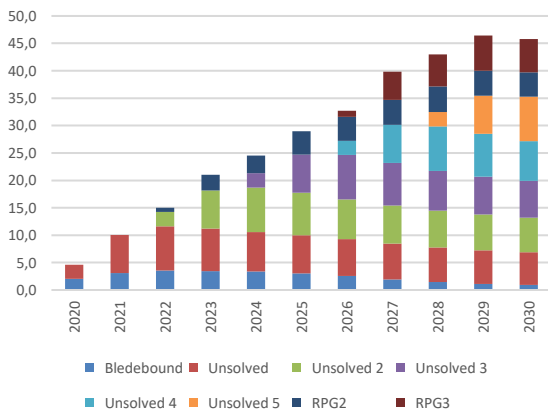
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody w podziale na segmenty [mln PLN]



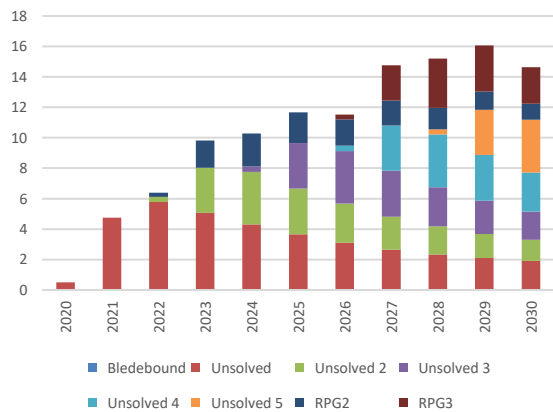
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody segmentu F2P w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

UA w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Bilans [mln PLN]												
Aktywa trwałe	5,9	10,2	10,7	13,0	15,2	16,3	15,5	14,6	13,8	12,9	12,1	11,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,8	4,1	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Aktywa niematerialne	0,4	0,3	1,2	3,4	5,6	6,7	5,8	5,0	4,1	3,3	2,4	1,6
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa z tytułu odroczonego podatku	4,5	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	33,1	17,7	26,9	37,5	50,2	63,9	79,3	94,5	111,1	129,1	147,6	166,8
Aktywowane koszty gier komputerowych	15,6	9,5	11,6	15,1	18,5	21,4	24,2	25,9	27,9	29,9	31,8	33,5
Należności z tytułu dostaw i usług	3,8	2,5	4,6	5,4	6,2	7,0	7,2	7,3	7,7	8,5	8,7	9,1
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,6	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pozostałe należności	1,4	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Aktywa finansowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	11,2	4,0	8,9	15,2	23,8	33,7	46,1	59,5	73,6	88,8	105,3	122,4
Aktywa razem	38,9	27,9	37,6	50,5	65,4	80,2	94,8	109,1	124,9	142,0	159,7	178,0
Kapitał własny	34,9	21,2	29,6	40,1	52,5	66,1	81,5	96,6	113,1	130,9	149,4	168,5
Zobowiązania długoterminowe	0,7	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,1	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Zobowiązania krótkoterminowe	3,3	3,5	4,8	7,2	9,6	10,9	10,1	9,3	8,5	7,9	7,1	6,3
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	1,1	0,8	1,2	1,4	1,6	1,8	1,8	1,9	2,0	2,2	2,2	2,3
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe zobowiązania	1,8	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	1,2	3,4	5,6	6,7	5,9	5,0	4,1	3,3	2,4	1,6
Pasywa razem	38,9	27,9	37,6	50,5	65,4	80,2	94,8	109,1	124,9	142,0	159,7	178,0
Rachunek zysków i strat [mln PLN]												
Przychody ze sprzedaży	20,1	16,7	26,0	28,5	33,3	39,0	42,4	43,6	44,6	49,7	51,3	53,5
Wynik brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	14,3	19,3	23,2	27,9	30,4	31,6	32,9	37,7	38,9	40,5
EBITDA	-12,4	-8,2	17,5	17,7	20,8	23,1	25,8	25,2	26,1	27,3	27,9	28,5
Amortyzacja	10,3	1,4	7,2	6,1	6,9	8,1	8,8	8,4	7,8	7,6	7,5	7,4
EBIT	-12,9	-14,4	10,3	11,6	13,8	15,0	17,0	16,8	18,3	19,7	20,5	21,2
Wynik brutto	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wynik netto	-13,2	-14,4	10,4	11,6	13,9	15,0	17,1	16,9	18,3	19,8	20,5	21,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]												
CF operacyjny	-5,0	-6,2	6,1	8,3	11,2	12,9	14,6	15,3	15,8	16,6	17,6	18,0
CF inwestycyjny	-0,1	-0,1	-1,8	-4,2	-4,8	-4,3	-2,2	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9
CF finansowy	9,9	-1,0	0,6	2,2	2,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF netto	4,8	-7,2	4,9	6,3	8,6	9,9	12,4	13,4	14,1	15,2	16,5	17,1
Środki pieniężne na początek okresu	6,4	11,2	7,8	13,4	21,2	31,0	42,9	56,2	69,9	84,9	101,1	118,1
Środki pieniężne na koniec okresu	11,2	4,0	8,9	15,2	23,8	33,7	46,1	59,5	73,6	88,8	105,3	122,4
Dynamiki / marże / wskaźniki												
Przychody zmiana r/r	-2,0%	-17,2%	56,1%	9,4%	16,9%	17,3%	8,6%	2,7%	2,4%	11,5%	3,2%	4,2%
EBITDA zmiana r/r	189,1%	-34,0%	-313,8%	1,2%	17,4%	11,0%	12,0%	-2,4%	3,4%	4,7%	2,3%	2,1%
EBIT zmiana r/r	168,6%	11,3%	-171,6%	12,8%	19,3%	8,3%	13,7%	-1,4%	8,6%	8,2%	3,8%	3,3%
Wynik netto zmiana r/r	191,9%	30,8%	-161,5%	24,4%	19,2%	8,3%	13,7%	-1,4%	8,6%	8,1%	3,8%	3,3%
Marża brutto na sprzedaży	39,8%	50,3%	54,9%	67,9%	69,9%	71,4%	71,7%	72,6%	73,7%	75,8%	75,8%	75,7%
Marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	67,3%	62,2%	62,4%	59,1%	60,9%	57,9%	58,5%	54,9%	54,4%	53,3%
Marża EBIT	-64,1%	-86,2%	39,5%	40,8%	41,6%	38,4%	40,2%	38,6%	40,9%	39,7%	39,9%	39,6%
Marża netto	-52,1%	-82,3%	32,4%	36,8%	37,5%	34,7%	36,3%	34,8%	36,9%	35,8%	36,0%	35,7%
ROE	-30,0%	-64,7%	28,5%	26,2%	23,8%	20,5%	18,9%	15,7%	14,6%	13,6%	12,4%	11,3%
ROA	-26,9%	-49,1%	22,4%	20,7%	19,1%	16,9%	16,2%	13,9%	13,2%	12,5%	11,6%	10,7%
Dług netto [mln PLN]	-11,2	-4,0	-8,9	-15,2	-23,8	-33,7	-46,1	-59,5	-73,6	-88,8	-105,3	-122,4
Dług netto/Kapitał własny	-32,2%	-18,8%	-30,0%	-37,9%	-45,2%	-51,0%	-56,6%	-61,6%	-65,1%	-67,9%	-70,5%	-72,7%
Dług netto/EBITDA	0,9	0,5	-0,5	-0,9	-1,1	-1,5	-1,8	-2,4	-2,8	-3,3	-3,8	-4,3
Dług netto/EBIT	0,9	0,3	-0,9	-1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-3,5	-4,0	-4,5	-5,1	-5,8
EV [mln PLN]	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5	108,5
CAPEX/Przychody	1,2%	0,7%	7,0%	14,8%	14,5%	11,0%	5,2%	4,4%	3,7%	2,8%	2,2%	1,6%
CAPEX/Amortyzacja	49,4%	9,2%	135,6%	216,9%	184,3%	134,8%	72,0%	69,3%	66,1%	62,2%	57,2%	50,7%
Amortyzacja/Przychody	51,3%	8,1%	5,2%	6,8%	7,9%	8,2%	7,2%	6,4%	5,7%	4,5%	3,9%	3,2%
Zmiana KO/Przychody	-38,9%	-62,8%	16,5%	14,5%	11,8%	9,2%	6,9%	4,1%	5,3%	5,3%	3,9%	3,7%
Zmiana KO/Zmiana przychodów	-1952,9%	-301,8%	-45,8%	-167,7%	-81,4%	-62,1%	-87,1%	-156,3%	-220,8%	-51,5%	-126,6%	-91,2%
MC/S	5,4	6,5	4,2	3,8	3,3	2,8	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0
P/E	-	-	12,9	10,4	8,7	8,0	7,1	7,2	6,6	6,1	5,9	5,7
P/BV	3,1	5,1	3,7	2,7	2,1	1,6	1,3	1,1	1,0	0,8	0,7	0,6
P/CE	-	-	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
EV/EBITDA	-	-	6,2	6,1	5,2	4,7	4,2	4,3	4,2	4,0	3,9	3,8
EV/EBIT	-	-	10,6	9,4	7,8	7,2	6,4	6,5	5,9	5,5	5,3	5,1
EV/S	5,4	6,5	4,2	3,8	3,3	2,8	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2,0
BVPS	2,9	1,8	2,5	3,4	4,4	5,6	6,8	8,1	9,5	11,0	12,6	14,2
EPS	-	-	0,7	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	1,6
CEPS	-	-	12,9	10,4	8,7	8,0	7,1	7,2	6,6	6,1	5,9	5,7
Dywidenda [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,12 PLN.

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

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

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[deweloperzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	13,6	-	-	10.08.2020	07:00 CEST	9,12	51 732

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'20*:

, 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	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	50%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

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

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową 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 portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 10.08.2020 roku (07:00 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 07.08.2020 roku:

- 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.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującą, 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 zająć 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.