



Dom Maklerski BDM S.A.

ARTIFEX MUNDI

RAPORT ANALITYCZNY

Na przestrzeni ostatnich miesięcy spółka regularnie przebijając nasze oczekiwania co do monetyzacji „Unsolved”. Oprócz dynamiki wzrostu przychodów największym zaskoczeniem dla nas okazała się zmiana trajektorii nakładów marketingowych. Dzięki dalszej poprawie KPI tej aplikacji, spółka pomimo sezonowo niesprzyjających warunków rynkowych (wysokie CPI) wciąż podnosi nakłady na UA, przy jednoczesnym zachowaniu stałych oczekiwanych stóp zwrotu. Mając powyższe na uwadze oczekujemy, że w chwili, kiedy koszt pozyskania użytkownika zacznie spadać (prawdopodobnie przełom 3/4Q), jeszcze bardziej powinien uwolnić się potencjał poczynionych zmian w aplikacji i przełożyć się na jej dalszą, dynamiczną progresję wyników. Dodatkowo pragniemy zauważyć, że największe zmiany dotyczące „Unsolved” są cały czas przed nami. Tak jak wskazywaliśmy w naszej poprzedniej rekomendacji, nowa metagra powinna okazać się elementem, który w największym stopniu przełoży się na poprawę kluczowych KPIs aplikacji. Pierwszych efektów tych zmian spodziewamy się w okolicach 2H'24. Produkcja drugiego najważniejszego projektu studia (nowej gry RPG) przebiega zgodnie z harmonogramem. Na przestrzeni 2Q'23 został przeprowadzony technical soft launch gry, który spotkał się z pozytywnymi opiniami recenzentów. Liczymy, że projekt ten zadebiutuje na rynku jeszcze w 2024 r. Pomimo ostatniego dynamicznego wzrostu kursu, szacowane przez nas wyniki na przestrzeni 2023-24 implikują atrakcyjną wycenę mnożnikową spółki (P/E adj. na poziomie 8-10x). Dodatkowo pozytywnie na wycenę wpływa spadek stopy wolnej od ryzyka. Mając powyższe na uwadze utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ dla spółki Artifex Mundi podwyższając jednocześnie cenę docelową do poziomu 22,8 PLN/akcję czyli 30% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Oprócz dynamiki wzrostu przychodów największym zaskoczeniem dla nas okazała się zmiana trajektorii nakładów marketingowych. Pragniemy zauważyć, że w ostatnich latach spółka ograniczała koszty na akwizycję graczy na kwiecień-maja, w związku z rosnącymi sezonowo CPI i powracała do podnoszenia budżetów marketingowych na przełomie 3/4Q. Aktualnie pomimo, iż znajdujemy w okresie sezonowo niesprzyjających warunków rynkowych spółka wciąż podnosi nakłady na UA, przy jednoczesnym zachowaniu stałych oczekiwanych stóp zwrotu. Do takiego stanu rzeczy przyczyniła się dalsza poprawa KPI tej aplikacji. Po części odpowiada za nią ścieżka contentowa i dalszy wzrost LTV, jednak duże zmiany zasły również po stronie rozwoju funkcjonalności/ mechanik i optymalizacji ekonomii gry. Mając powyższe na uwadze oczekujemy, że w okolicach przełomu 3Q/4Q'23, w związku z sezonowym spadkiem CPI, jeszcze bardziej widoczny będzie wpływ poczynionych zmian w aplikacji, na osiągnięte przez spółkę wyniki.

Największe zmiany dotyczące „Unsolved” są cały czas przed nami. Trwają prace nad nową metagrą, która powinna w istotnym stopniu przełożyć się na poprawę kluczowych KPIs aplikacji. Zakładamy, że niezależnie od formy jej implikacji („Unsolved 2.0.” bądź aktualizacja obecnej wersji), powinna mieć ona sumarycznie podobny efekt ekonomiczny. Pierwszych rezultatów tych zmian spodziewamy się w okolicach 2H'24.

Najważniejszy obecnie projekt studia RPG przebiega zgodnie z harmonogramem. Na przestrzeni 2Q'23 został przeprowadzony technical soft launch gry, który spotkał się z pozytywnymi opiniami recenzentów. Oczekujemy, że premiera tego projektu będzie miała miejsce w 2H'24, tym samym pierwsze wpływy z gry pojawią się jeszcze w 2024 r.

Prognozujemy, że na przestrzeni 2023-2024 spółka wypracuje odpowiednio 22,0/ 28,1 mln PLN skorygowanego zysku netto co przekłada się na atrakcyjną wycenę mnożnikową spółki (P/E adj. na poziomie 8-10x).

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	25,7	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2
EBITDA [mln PLN]	17,0	20,3	14,9	27,0	37,0	42,0
EBITDA skoryg. [mln PLN]	19,5	21,5	16,4	28,6	38,6	43,6
EBIT [mln PLN]	10,0	15,3	9,9	21,1	27,9	30,0
Zysk netto [mln PLN]	8,2	13,0	12,1	20,4	26,5	28,8
Zysk netto skoryg. [mln PLN]	10,8	14,2	13,6	22,0	28,1	30,4
P/BV	7,1	5,3	4,1	3,0	2,2	1,9
P/E	25,4	17,6	19,0	11,2	8,6	8,0
P/E skoryg.*	19,4	16,1	16,9	10,4	8,1	7,5
EV/EBITDA	12,3	11,3	15,4	8,5	6,2	5,5
EV/EBITDA skoryg.*	10,7	10,6	13,9	8,0	5,9	5,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%

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

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

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

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

KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 22,8 PLN

30 SIERPNIA 2023, 08:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	20,3
Wycena końcowa [PLN]	22,8
Potencjał do wzrostu	30%
Koszt kapitału	15,7%
Cena rynkowa [PLN]	17,6
Kapitalizacja [mln PLN]	209,4
Ilość akcji [mln. szt.]	11,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	17,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,5
Stopa zwrotu za 3 mc	53%
Stopa zwrotu za 6 mc	106%
Stopa zwrotu za 9 mc	200%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie akcjonariuszy	21,5%
Warsaw Equity ASI	13,1%
Nationale-Nederlanden OFE	9,9%
TFI Allianz Polska	6,6%
Robert Mikuszewski	5,3%
G5 Entertainment AB	5,2%
Pozostali	38,4%

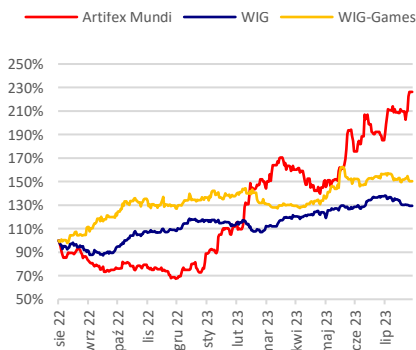
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



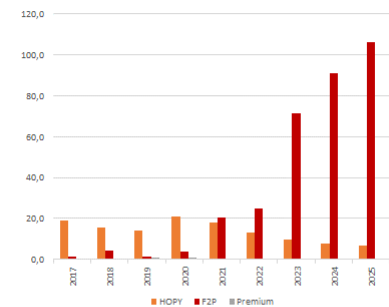
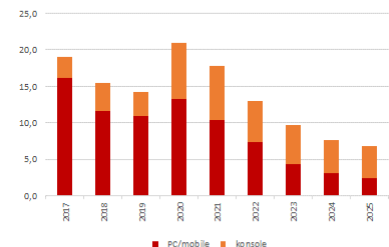
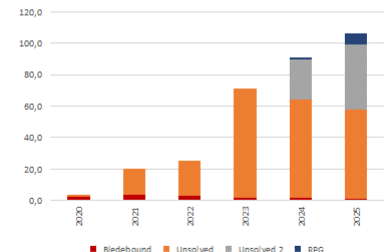
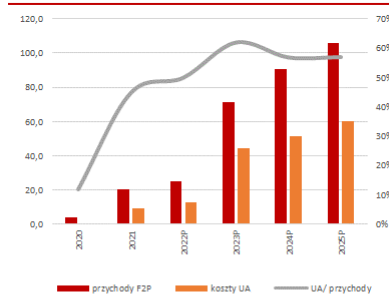
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA	8
CZYNNIKI RYZYKA	10
OTOCZENIE RYNKOWE	11
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23	13
OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 2Q'23	13
PROGNOZA NA 2Q'23 I NA KOLEJNE OKRESY	14
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	19
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	20

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	25,7	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2	158,0
Zysk brutto ze sprzedaży	15,8	29,4	29,4	71,7	85,7	96,9	138,5
SG&A	13,1	23,7	28,6	60,2	70,9	83,1	111,7
PPO/PKO	-2,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	17,0	20,3	14,9	27,0	37,0	42,0	60,4
EBITDA skoryg.**	19,5	21,5	16,4	28,6	38,6	43,6	62,0
EBIT	10,0	15,3	9,9	21,1	27,9	30,0	46,3
Zysk brutto	10,2	14,7	12,5	22,7	29,4	32,0	48,6
Zysk netto	8,2	13,0	12,1	20,4	26,5	28,8	43,8
Zysk netto skoryg.**	10,8	14,2	13,6	22,0	28,1	30,4	45,4
Marża brutto ze sprzedaży	61,4%	75,1%	76,3%	88,1%	86,7%	85,6%	87,6%
Marża EBITDA	65,9%	51,9%	38,7%	33,1%	37,4%	37,1%	38,2%
Marża EBITDA skoryg.**	75,9%	55,1%	42,6%	35,1%	39,1%	38,5%	39,2%
Marża EBIT	38,9%	39,2%	25,7%	25,9%	28,3%	26,5%	29,3%
Marża zysku netto	32,0%	33,3%	31,3%	25,1%	26,8%	25,4%	27,7%
Marża zysku netto skoryg.**	42,0%	36,4%	35,2%	27,0%	28,4%	26,9%	28,7%
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	7,9	6,0	5,6	7,2	7,4	7,6	7,9
WNiP	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	3,3	2,4	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6
Pozostałe aktywa trwałe	4,5	3,5	3,6	5,1	5,1	5,2	5,2
Aktywa obrotowe	27,8	44,7	59,4	87,0	112,7	135,8	179,1
Aktywowane koszty gier komputerowych	12,3	20,5	32,4	45,4	56,2	65,2	73,2
Należności z tytułu dostaw i usług	4,2	5,2	5,5	12,4	13,3	15,1	21,6
Środki pieniężne	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1	69,8
Pozostałe aktywa obrotowe	0,2	1,5	18,3	14,4	14,4	14,4	14,4
Aktywa razem	35,7	50,7	65,0	94,1	120,0	143,4	187,0
Kapitał własny	29,4	43,3	55,2	76,0	102,5	123,3	158,4
Zobowiązania długoterminowe	2,7	1,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2,1	1,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	3,6	5,4	8,7	17,1	16,5	19,0	27,5
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,3	3,4	5,9	15,5	14,9	17,4	25,8
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,5	0,7	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Pasywa razem	35,7	50,7	65,0	94,1	120,0	143,4	187,0
Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,0	7,2	5,6	10,0	15,2	21,5	38,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,3	0,0	-16,0	1,1	-1,2	-1,2	-1,3
Przepływy z działalności finansowej	-0,8	-0,7	-0,9	0,5	0,0	-7,9	-8,6
Przepływy pieniężne netto	7,1	6,4	-11,3	11,6	14,0	12,3	28,7
Środki pieniężne na początek okresu	4,0	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1
Środki pieniężne na koniec okresu	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1	69,8
Dynamiki [%]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	54,5%	51,9%	-1,3%	111,0%	21,4%	14,5%	39,7%
EBITDA	-307,3%	19,6%	-26,5%	80,8%	37,2%	13,6%	43,8%
EBITDA skoryg.**	75,0%	10,3%	-23,7%	73,9%	35,1%	13,0%	42,2%
EBIT	-169,7%	53,3%	-35,4%	113,0%	32,3%	7,5%	54,3%
Zysk netto	-160,2%	57,7%	-7,2%	68,9%	30,0%	8,6%	52,1%
Zysk netto skoryg.**	91,6%	31,8%	-4,6%	61,9%	27,8%	8,1%	49,3%
Wybrane dane i wskaźniki*	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
ROE	28,0%	30,0%	21,9%	26,8%	25,9%	23,3%	27,6%
ROA	23,1%	25,6%	18,6%	21,6%	22,1%	20,1%	23,4%
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,8%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7
Payout ratio	0%	0%	0%	0%	0%	30%	30%
P/E (x)	25,4	17,6	19,0	11,2	8,6	8,0	5,2
P/E (x) skoryg.**	19,4	16,1	16,9	10,4	8,1	7,5	5,0
P/BV (x)	7,1	5,3	4,1	3,0	2,2	1,9	1,4
EV/EBIT (x)	20,9	14,9	23,1	10,8	8,2	7,6	4,9
EV/EBITDA (x)	12,3	11,3	15,4	8,5	6,2	5,5	3,8
EV/EBITDA (x) skoryg.**	10,7	10,6	13,9	8,0	5,9	5,2	3,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 17,6 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 nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty
- 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier
- 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników
- 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników
- 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów
- 6) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym
- 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży
- 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych
- 9) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple i planowanych zmian w polityce Google.

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 20,3 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 22,8 PLN, a do spółek zagranicznych 34,6 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 297,0 mln PLN, czyli **22,8 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	264,2	20,3	15%
B	Wycena porównawcza	373,7	28,7	63%
	Wycena porównawcza Polska	296,8	22,8	30%
	Wycena porównawcza zagranica	450,6	34,6	97%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		297,0	22,8	30%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku prognozujemy 81,3 mln PLN przychodów. Spodziewamy się dalszego spadku z segmentu gier HOPA do poziomu 9,7 mln PLN (-25,5% r/r). Oczekujemy że w tym okresie segment F2P w tym „Unsolved” będzie motorem napędowym wyników i wygeneruje 69,6 mln PLN przychodów (+216,5% r/r). W całym 2023 roku prognozujemy 28,6 mln skoryg. EBITDA oraz 22,0 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 2024-2026 prognozujemy spadek monetyzacji do poziomu ok. 7-8 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 2023 roku będzie w stanie wygenerować ok. 69,6 mln przychodów (+216,5% r/r), przy UA na poziomie 44,1 mln PLN (+252,8% r/r).
- „Bladebound” – zakładamy stabilizację monetyzacji tej gry na przestrzeni 2023 r. w okolicach 100-120 tys. PLN/ msc. W kolejnych latach, w związku ze starzejącym się produktem i pojawiającymi się nowymi konkurencyjnymi grami spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego.
- W 2H'24 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. Prognozujemy, że w roku od debiutu tytuł ten wypracuje ok. 4,7 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 2,9 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 2022 roku.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), umożliwi zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. W swoich prognozach implikujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10%. 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 30 listopada 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki Artifex Mundi na poziomie 264,2 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 20,3 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	81,3	98,8	113,2	158,0	166,7	175,5	184,7	194,3	204,2	214,3
EBIT [mln PLN]	21,1	27,9	30,0	46,3	49,8	51,7	53,5	55,4	57,3	59,1
Stopa podatkowa	10,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,2	2,8	3,0	4,6	5,0	5,2	5,4	5,5	5,7	5,9
NOPLAT [mln PLN]	18,9	25,1	27,0	41,7	44,8	46,5	48,2	49,8	51,5	53,2
Amortyzacja: [mln PLN]	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2
CAPEX [mln PLN]	-0,9	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-10,5	-12,3	-8,3	-6,2	-7,1	-6,3	-5,8	-5,4	-5,4	-5,8
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]	8,5	12,6	18,5	35,3	37,5	40,0	42,2	44,2	45,9	47,1
DFCF [mln PLN]	8,4	10,8	13,7	22,5	20,7	19,1	17,4	15,8	14,2	12,6
Suma DFCF [mln PLN]	155,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	332,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	88,6									
Wartość firmy EV [mln PLN]	243,7									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-20,5									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	264,2									
Ilość akcji [tys.]	13,0									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	20,3									

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

Przychody zmiana r/r	111,0%	21,4%	14,5%	39,7%	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,1%	4,9%
EBIT zmiana r/r	113,0%	32,3%	7,5%	54,3%	7,5%	3,8%	3,6%	3,5%	3,4%	3,1%
FCF zmiana r/r	834,9%	48,2%	47,1%	90,4%	6,4%	6,7%	5,4%	4,8%	3,9%	2,6%
Marża EBITDA	33,1%	37,4%	37,1%	38,2%	39,6%	39,8%	39,8%	39,8%	39,6%	39,3%
Marża EBIT	25,9%	28,3%	26,5%	29,3%	29,9%	29,4%	29,0%	28,5%	28,0%	27,6%
Marża NOPLAT	23,3%	25,4%	23,9%	26,4%	26,9%	26,5%	26,1%	25,6%	25,2%	24,8%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,2%	1,1%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,6%
CAPEX / Amortyzacja	96,2%	119,1%	118,7%	118,3%	117,9%	117,6%	117,2%	116,9%	116,6%	115,8%
Zmiana KO / Przychody	12,9%	12,5%	7,3%	3,9%	4,2%	3,6%	3,1%	2,8%	2,6%	2,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	24,5%	70,8%	57,7%	13,9%	81,7%	71,1%	63,2%	56,3%	54,6%	58,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,8	22,0	22,3	22,6	23,0	23,5	23,9	24,4	25,0	25,6
	0,9	20,9	21,2	21,5	21,8	22,2	22,6	23,0	23,5	24,0
	1,0	19,9	20,2	20,4	20,7	21,0	21,4	21,8	22,2	22,6
	1,1	19,1	19,3	19,5	19,8	20,0	20,3	20,6	21,0	21,3
	1,2	18,2	18,4	18,6	18,9	19,1	19,3	19,6	19,9	20,2
	1,3	17,5	17,7	17,9	18,0	18,2	18,5	18,7	19,0	19,2
	1,4	16,8	17,0	17,1	17,3	17,5	17,7	17,9	18,1	18,3

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%	22,4	22,7	23,1	23,5	24,0	24,5	25,0	25,6	26,3
	5,5%	20,6	20,9	21,2	21,5	21,8	22,2	22,6	23,1	23,6
	6,5%	19,1	19,3	19,5	19,8	20,0	20,3	20,6	21,0	21,3
	7,5%	17,7	17,9	18,1	18,3	18,5	18,7	19,0	19,2	19,5
	8,5%	16,6	16,7	16,9	17,0	17,2	17,4	17,6	17,8	18,0
	9,5%	15,6	15,7	15,8	15,9	16,1	16,2	16,4	16,5	16,7
	10,5%	14,7	14,8	14,9	15,0	15,1	15,2	15,3	15,5	15,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
premia za ryzyko	4,5%	25,9	25,4	24,9	24,5	24,1	23,7	23,4	23,0	22,7
	5,5%	23,6	23,1	22,6	22,2	21,8	21,5	21,2	20,9	20,6
	6,5%	21,6	21,1	20,7	20,3	20,0	19,7	19,4	19,2	18,9
	7,5%	19,9	19,4	19,1	18,7	18,4	18,2	17,9	17,7	17,5
	8,5%	18,4	18,0	17,7	17,4	17,1	16,9	16,7	16,5	16,3
	9,5%	17,1	16,8	16,5	16,2	16,0	15,8	15,6	15,4	15,3
	10,5%	16,0	15,7	15,4	15,2	15,0	14,8	14,6	14,5	14,4

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 **22,8 PLN**, natomiast do globalnych **34,6 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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 BIT STUDIOS	55,8	8,8	10,3	60,5	6,2	6,7
BIG CHEESE STUDIO	8,3	5,7	-	6,3	3,9	-
BOOMBIT	15,3	13,1	10,5	5,6	3,5	2,6
CD PROJEKT SA	37,7	62,3	78,6	24,6	41,8	44,5
CREEPY JAR	19,4	8,1	8,9	14,9	5,6	5,5
HUUUGE GAMES	7,6	8,6	8,4	3,3	3,3	3,1
PCF GROUP	71,3	112,2	-	-	-	-
PLAYWAY	15,0	12,8	11,5	11,3	9,7	8,7
TEN SQUARE GAMES	12,8	10,1	10,2	7,9	5,9	6,1
Mediana	15,3	10,1	10,3	9,6	5,8	6,1
Artifex Mundi*	10,4	8,1	7,5	8,0	5,9	5,2
Premia/dyskonto dla Artifex Mundi	-31,9%	-19,4%	-26,8%	-16,4%	3,1%	-14,4%
Wycena wg wskaźnika	25,9	21,8	24,0	22,2	19,3	23,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		23,9			21,7	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	22,8					

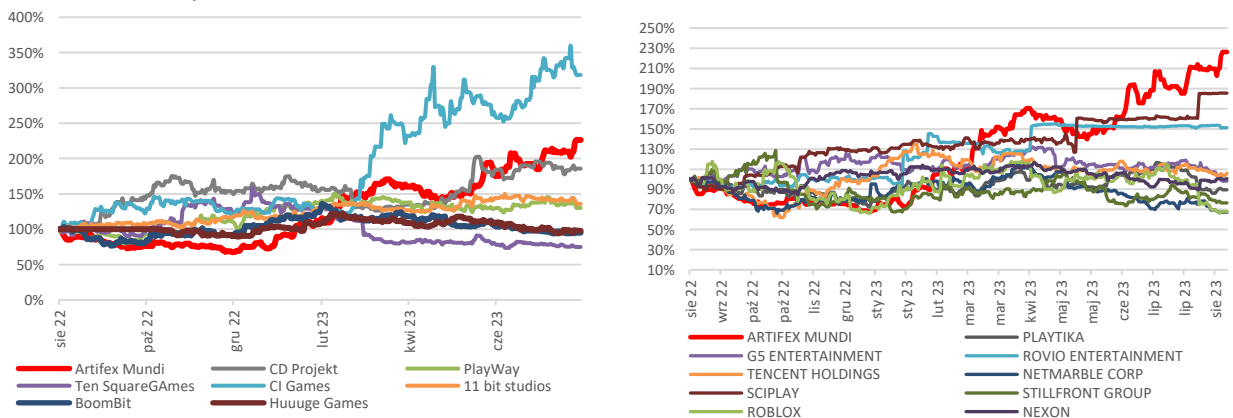
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg*-skoryg. o Program Motywacyjny

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PLAYTIKA HOLDING CORP	11,9	10,7	10,0	5,8	5,2	4,4
G5 ENTERTAINMENT AB	9,4	9,1	8,5	3,8	3,3	2,9
ROVIO ENTERTAINMENT OY	25,4	21,9	20,3	11,4	9,8	9,1
TENCENT HOLDINGS LTD	21,2	18,1	15,9	15,3	12,8	10,8
NETMARBLE CORP	-	37,4	33,4	26,3	15,3	11,8
SCIPLAY CORP-CLASS A	123,1	106,3	44,6	11,3	10,1	9,0
STILLFRONT GROUP AB	9,6	6,8	5,9	4,9	4,3	3,8
ROBLOX	-	-	-	55,4	35,8	26,0
NEXON	21,0	19,8	18,0	13,1	10,8	9,5
Mediana	21,0	18,9	17,0	11,4	10,1	9,1
Artifex Mundi*	10,4	8,1	7,5	8,0	5,9	5,2
Premia/dyskonto dla Artifex Mundi	-50,5%	-56,9%	-55,6%	-29,4%	-41,4%	-42,1%
Wycena wg wskaźnika	35,5	40,9	39,6	26,1	32,2	33,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		38,7			30,6	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	34,6					

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

Zachowanie kursów od sierpnia 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

MODEL BIZNESOWY I STRATEGIA

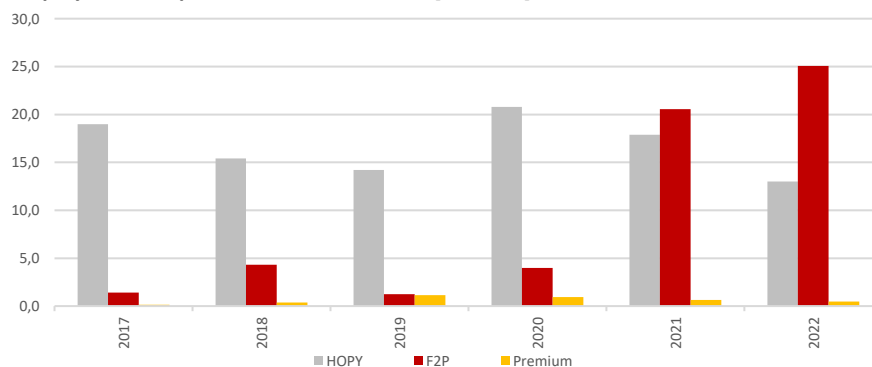
Artifex Mundi jest producentem, współproducentem i globalnym wydawcą gier na urządzenia mobilne oraz konsole i PC z 16-letnią historią działalności na globalnym rynku. Od 2016 r. jest spółką publiczną, notowaną na rynku głównym GPW.

Historycznie Artifex Mundi specjalizował się w produkcji gier z gatunku HOPA (Hidden Object Puzzle Adventure), łączących rozwiązywanie łamigłówek i znajdowanie ukrytych obiektów na rysunkach z elementami gier przygodowych. W portfelu spółki znajduje się ok. 85 tytułów (PC/mobile), z czego do końca 1H'23 łącznie ok. 49 z nich było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych. Po premierze „Unsolved” (aplikacja scalająca w jednym miejscu gry HOPA), która miała miejsce pod koniec 2020 r., w kolejnych okresach segment gier F2P stawał się coraz ważniejszym elementem biznesu grupy. Obecnie odpowiada za blisko 90% generowanych przychodów. W czerwcu'23 za 98,4% tego segmentu odpowiadała wyżej wspomniana aplikacja „Unsolved”, natomiast pozostałe 1,6% stanowiła gra „Bladebound”. Spółka intensywnie inwestuje w rozwój kolejnych projektów opartych o formułę F2P. Aktualnie blisko połowa aktualnych sił produkcyjnych spółki skupiona jest na tworzeniu nowej gry RPG, która w 2Q'23 pozytywnie przeszła fazę technical soft-launchu.

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

- segment F2P, który opera się na produkcji i wydawaniu gier monetyzowanych w modelu free-to-play. Obejmuje wyżej wspomnianą aplikację „Unsolved”, „Bladebounda” (tryb low maintenance mode) oraz rozwój nowej gry RPG.
- segment gier HOPA, który nastawiony jest na maksymalizację zyskowności. Obecnie spółka nie produkuje nowych gier z gatunku Hidden Object Puzzle Adventure (HOPA). Artifex skupia się monetyzowaniu aktualnego portfela gier na PC/ mobile (85 tytułów) oraz portowaniu ich na konsole Xbox, PlayStation czy Nintendo Switch.
- segment gier premium, który obejmował produkcję oraz działalność wydawniczą gier monetyzowanych w modelu premium. W 2020 roku spółka podjęła decyzję o zaprzestaniu działalności w tym obszarze i zakończenia realizowanych projektów z tego obszaru.

Struktura przychodów spółki w latach 2017-2022 [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

Artifex Mundi zajmuje się produkcją oraz wydawaniem gier komputerowych, które są monetyzowane 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.
- 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.

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 m.in. systemami Android, iOS) oraz konsolach do gier (Xbox, PlayStation, Nintendo Switch).

Obecna struktura organizacyjna spółki dzieli się na trzy obszary:

- Studio HOPA złożone z ok. 42 osób, które czuwa nad obecnie najważniejszy projektem „Unsolved”, portuje obecny katalog 85 gier na konsole;
- Studio F2P RPG (36 osób) pracuje nad nową grą RPG, realizuje dwa projekty GameINN oraz czuwa nad monetyzacją „Bladebounda” (znajduje się w trybie „low maintenance mode”);
- Back office (21 osób) obejmujący zarząd, BI/marketing, finanse i inne obszary.

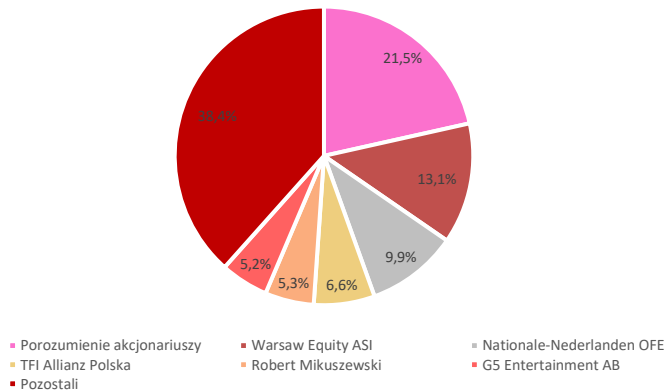
Struktura organizacyjna



Źródło: Spółka

Ostatnia aktualizacja strategii spółki zakłada, jej 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.

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"> • Rozwój <i>Unsolved</i> – skalowanie, poprawa KPIs, poszerzanie kontentu. • Development i testy „<i>Unsolved 2.0.</i>”. • Maksymalizacja przychodów z portfolio HOPA oraz <i>Bladebound</i>, przy ograniczonych nakładach inwestycyjnych. 	<ul style="list-style-type: none"> • Skalowanie „<i>Unsolved</i>”. • Rozwój i skalowanie „<i>Unsolved 2.0.</i>”. • Closed-beta test nowego RPG. 	<ul style="list-style-type: none"> • Pełna transformacja na model F2P w grach HOPA. • Hard launch i skalowanie RPG.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple i planowanych zmian w polityce Google

W związku ze zmianami polityki prywatności Apple, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych zostało znacznie utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem iOS. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA. Również do swojej zmiany polityki prywatności przygotowuje się Google, co również może przejściowo negatywnie wpłynąć na rynek reklamy i przełożyć się na gorszą rentowność kampanii marketingowych.

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. 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.

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 branż

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.

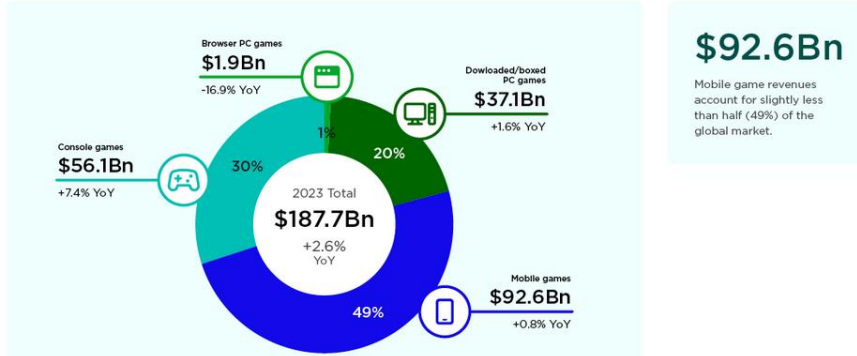
OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo w 2023 roku światowy rynek gier pomimo trudnych czynników makroekonomicznych wygeneruje przychody w wysokości 187,7 mld USD, co stanowi wzrost o 2,6% r/r. Za jego progresję odpowiadać będą rynki wschodzące oraz dobry performance najlepszych hitów.

Na poniższym wykresie widać, że segment gier mobilnych odnotuje wzrost przychodów r/r o +0,8% do poziomu 92,6 mld USD. Progresja ta będzie znacznie niższa niż w poprzednich latach, a związane to jest m.in. z wyzwaniem z monetyzacją i pozyskiwaniem użytkowników (efekt zmian polityki prywatności Apple oraz Google). Tym samym mobilni deweloperzy zostają poniekąd zmuszeni do zmiany strategii i eksperymentów m.in. w zakresie marketingu, co przekłada się na niższą dynamikę wzrostu tego segmentu. Mobile cały czas pozostaje najważniejszym segmentem gier pod względem wydatków konsumentów, stanowiąc nieco mniej niż połowę całego globalnego rynku.

Konsole pozostaną drugim co do wielkości segmentem rynkowym, generując 56,1 miliarda USD w 2023 roku, co stanowi 30% całego rynku. Gry konsolowe będą również głównym pociągowym przychodów całego rynku w 2023 roku, dzięki wzrostowi na poziomie +7,4% r/r. Wiele z największych tytułów początkowo planowanych na lata 2020-22 zostało uruchomionych w 2023 r., co istotnie wpływa na wzrost wyników tego segmentu w tym okresie. Wiele z tych tytułów (np. „Hogwarts Legacy”) przyczyniło się również do wzrostu przychodów na platformie PC. Firma analityczna prognozuje, że segment ten urośnie w tym roku zaledwie o 0,5% i osiągnie 39,1 mld USD. Jego gorszy performance od rynku konsolowego wynika m.in. z wydania części dużych tytułów jedynie na konsolach i opóźnieniu premier na PC (np. ekskluzywne wydanie gry „Final Fantasy XVI” na platformie PS).

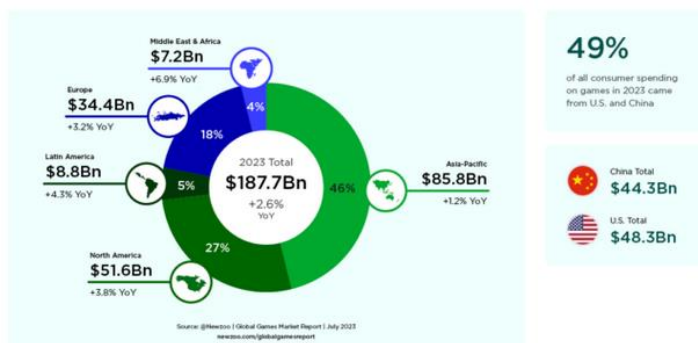
Podział rynku gamingowego w 2023 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

Większość regionów będzie cieszyć się solidnym wzrostem przychodów z gier w 2023 roku. W Ameryce Północnej wzrosną one o +3,8% osiągając 51,6 miliarda USD, w Europie natomiast wzrost wyniesie +3,2%, a przychody sięgną 34,4 mld USD. Razem te dwa regiony stanowią 46% światowych przychodów z rynku gier w 2023 roku. Bliski Wschód i Afryka oraz Ameryka Łacińska będą rosły odpowiednio o +6,9% i +4,3%. Obszar Azji-Pacyfiku będzie największym regionem gier w 2023 roku, stanowiącym 46% światowych przychodów. Jednakże, zaledwie +1,2% wzrostu przychodów w skali roku w 2023 roku, oznacza, że wzrost w tym rejonie pozostaje w tyle za resztą świata. Wolniejszy niż zwykle wzrost wynika z faktu, że rynek chiński obniża średni wzrost regionu, osiągając zaledwie +0,7% wzrostu r/r.

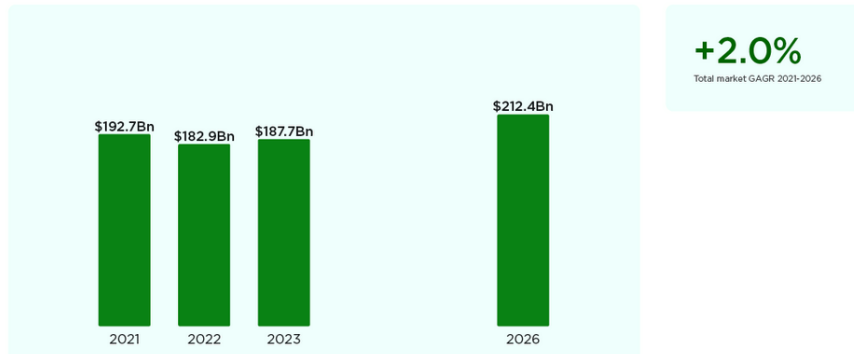
Globalny rynek gamingowy w 2023 r.



Źródło: Newzoo

Według prognoz firmy analitycznej na przestrzeni 2021-2026 globalny rynek gier będzie rósł średniorocznie o ok. 2% osiągając w 2026 r. 212,4 mld USD.

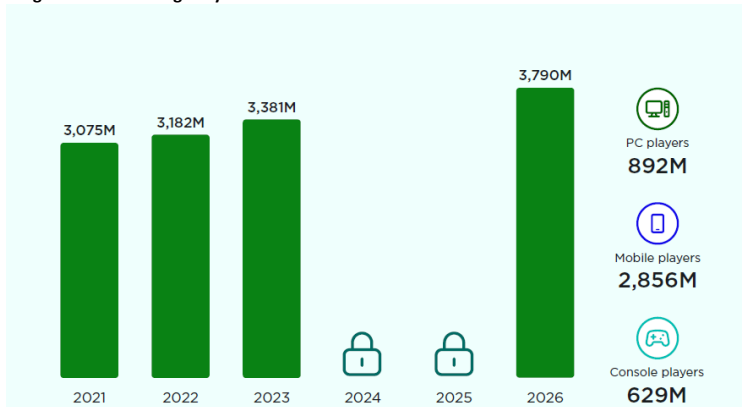
Wartość rynku gier 2021-2026



Źródło: Newzoo

Liczba graczy na całym świecie wzrośnie do 3,38 miliarda w 2023 roku, co stanowi wzrost o +6,3% w skali roku. Większość nowych użytkowników pochodzić będzie z segmentu mobilnego.

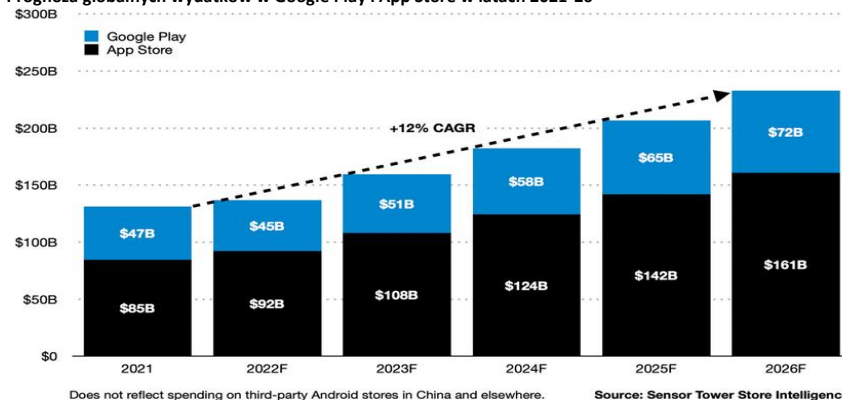
Prognozowana liczba graczy w latach 2021-2026



Źródło: Newzoo

Live-opsy stały się standardową strategią monetyzacji gier mobilnych potrzebną do osiągnięcia sukcesu w tej branży. 91% najpopularniejszych gier na świecie wspiera swoje tytuły poprzez takie działania. 97% przychodów z najpopularniejszych gier pochodzi właśnie z wykorzystania tej strategii monetyzacji.

Prognoza globalnych wydatków w Google Play i App Store w latach 2021-26



Źródło: sensortower.com

Według portalu SensorTower do 2026 r. globalne wydatki konsumentów na aplikacje premium, zakupy w aplikacjach i subskrypcje wyniosą 233 miliardy USD w Apple App Store i Google Play. To o 77% więcej niż 132 miliardy USD, które konsumenci wydali w 2021 roku. Choć nawyki związane z wydatkami konsumentkami uległy normalizacji od czasu skoku podczas pandemii, przychody brutto w obu sklepach z aplikacjami będą nadal rosły każdego roku, przy 12% złożonej rocznej stopie wzrostu (CAGR), osiągając 233 miliardy USD w 2026 r.

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23

Komentarz BDM: Spółka w 1Q'23 na poziomie **przychodów** wypracowała 15,9 mln PLN (+43,9% r/r) – z czego HOPY wygenerowały 3,0 mln PLN (-20,3% r/r), F2P 12,8 mln PLN (+80,2% r/r) - w tym „Bladebound” = 0,5 mln PLN (-58,4% r/r), „Unsolved” = 12,3 mln PLN (+110,0% r/r; 2,6 mln PLN z reklam), a resztę 0,1 mln PLN gry premium (-38,8% r/r). W pierwszym kwartale 2023 r. **koszty wytworzenia sprzedanych usług** sięgnęły 2,2 mln PLN (-5,2% r/r, -0,5% q/q): tantiemy = 1,0 mln PLN (-3,3% r/r, +15,5% q/q), amortyzacja = 1,1 mln PLN (-5,6% r/r, -7,1% q/q). W omawianym okresie grupa rozpoznała 1,4 mln PLN **kosztów ogólnego zarządu** (-3,7% r/r, -26,6% q/q – co było poziomem niższym od naszych szacunków) oraz 8,1 mln PLN **kosztów sprzedaży** (+105,7% r/r, +191,8% q/q) – z czego 8,0 mln PLN dotyczy UA (vs 3,9 mln PLN w 1Q'22). W 1Q'23 **EBITDA** wyniosła 5,3 mln PLN (+16,4% r/r), **skoryg. EBITDA** sięgnęła 5,7 mln PLN (+15,1% r/r; 0,4 mln PLN kosztów związanych z programem motywacyjnym). **Przychody finansowe** wyniosły 0,7 mln PLN (z czego 0,3 mln PLN z tyt. odsetek od lokat i rachunków bankowych, a 0,4 mln PLN z aktualizacji wartości inwestycji). **Koszty finansowe** sięgnęły 0,3 mln PLN (0,1 mln PLN dotyczy odsetek, 0,2 mln PLN wynika z różnic kursowych). W omawianym okresie na poziomie **zysku netto** spółka wypracowała 4,0 mln PLN (-18,7% r/r), **co jest poziomem przekraczającym nasze prognozy, stąd odebraliśmy ten odczyt lekko pozytywnie**. W 1Q'23 CF operacyjny wyniósł -0,1 mln PLN, CF inwestycyjny = +2,0 mln PLN, CF finansowy = -0,3 mln PLN. Na koniec marca'23 spółka miała 20,8 mln PLN środków pieniężnych oraz aktywów finansowych (-0,5 mln PLN q/q). Jeżeli chodzi o „Unsolved” na przestrzeni 1Q'23 spółka kontynuowała prace nad rozwojem obecnej wersji gry, m.in. zwiększając liczbę tytułów dostępnych w aplikacji, do 32 na koniec marca'23, wdrażając regularne oferty specjalne, poprawiając balans i ekonomię gry. Równocześnie kontynuowano prace nad wdrożeniem nowych mechanik dla graczy oraz koncepcją nowej wersji gry, m.in. znacznie rozbudowującą projekt o metagrę. Jeżeli chodzi o **nową grę RPG** w minionym okresie kontynuowano prace zgodnie z harmonogramem, **zakładającym m.in. rozpoczęcie, w 2Q'23 testów z graczami (tzw. technical soft-launch)**. **Na dzień sporządzenia sprawozdania za 1Q'23 testy gry zostały zakończone**. Gra została pozytywnie odebrana przez recenzentów, potwierdzając kluczowe założenia kreatywne gry. Obecnie trwa proces analizy danych zebranych w trakcie testu. Wnioski z badania wpłyną na dalszy kierunek i harmonogram prac nad projektem, w tym plan komercjalizacji gry.

Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	11,1	15,9	43,9%	15,9	0,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,7	13,7	57,1%	13,6	0,5%
EBITDA	4,6	5,3	16,4%	5,3	0,7%
EBITDA skoryg.	5,0	5,7	15,1%	5,7	0,6%
EBIT	3,1	4,1	31,8%	3,7	10,8%
Zysk (strata) netto	4,9	4,0	-18,7%	3,5	14,4%
Zysk (strata) netto skoryg.	5,3	4,4	-17,3%	3,9	12,9%
Marża brutto na sprzedaży	78,8%	86,1%		85,6%	
Marża EBITDA	41,3%	33,4%		33,2%	
Marża EBITDA skoryg.	45,0%	36,0%		35,7%	
Marża EBIT	28,3%	26,0%		23,4%	
Marża zysku netto	44,4%	25,1%		21,9%	
Marża zysku netto skoryg.	48,0%	27,6%		24,5%	

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

OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 2Q'23

Spółka w 2Q'23 wypracowała 19,6 mln PLN przychodów (+102,4% r/r), z czego 85,8% stanowiła aplikacja *Unsolved* generując 16,8 mln PLN (+236,0% r/r – tak duży wzrost dzięki systematycznej poprawie KPIs, w tym rozszerzaniu kontentu oraz wzrostowi bazy użytkowników). Skoryg. EBIT sięgnęła 5,5 mln PLN (+100,7% r/r) i był zgodny z naszymi oczekiwaniami. Skoryg. zysk netto wyniósł 5,6 mln PLN (+259,4%) i był 5,2% powyżej naszych prognoz co dobieramy lekko pozytywnie. Środki pieniężne wraz z obligacjami na koniec czerwca'23 sięgnęły 22,3 mln PLN (+11% r/r, +19% q/q).

Szacunkowe wyniki za 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	9,7	19,6	102,4%	19,6	0,0%
<i>Unsolved</i>	5,0	16,8	236,0%	16,8	0,0%
Gry HOPA	3,7	2,4	-36,7%	2,4	0,0%
EBIT skoryg. *	2,7	5,5	100,7%	5,5	0,0%
Zysk (strata) netto skoryg.*	1,6	5,6	259,4%	5,3	5,2%
Marża EBIT skoryg.*	28,3%	28,1%		28,1%	
Marża zysku netto skoryg.*	16,1%	28,6%		27,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *skoryg. o koszty PM

PROGNOZA NA 2Q'23 I NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	1H'22	1H'23P	zmiana r/r
Przychody	9,7	19,6	102,4%	20,8	35,5	71,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,3	17,2	136,1%	16,0	30,9	92,9%
EBITDA	3,9	6,5	66,2%	8,7	11,8	36,6%
EBITDA skoryg.	4,2	6,9	64,3%	9,2	12,6	37,9%
EBIT	2,5	5,1	107,5%	5,8	9,2	60,2%
Zysk netto	1,1	4,9	352,5%	6,0	8,9	48,7%
Zysk netto skoryg.	1,4	5,3	286,4%	6,5	9,7	49,7%
Marża brutto na sprzedaży	75,2%	87,7%		77,2%	87,0%	
Marża EBITDA	40,4%	33,1%		41,7%	33,3%	
Marża EBITDA skoryg.	43,4%	35,2%		44,1%	35,5%	
Marża EBIT	25,4%	26,1%		27,8%	26,0%	
Marża zysku netto	11,3%	25,2%		28,9%	25,1%	
Marża zysku netto skoryg.	14,3%	27,2%		31,3%	27,4%	

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

Komentarz BDM: 2Q'23 dla ART to kolejny kwartał intensywnych prac nad skalowaniem i rozbudową najważniejszego aktualnie produktu czyli „Unsolved”. Zwiększenie społeczności użytkowników wraz z poprawą kluczowych KPIs przełożyło się na imponujący wzrost przychodów tej aplikacji, która w omawianym okresie odpowiadała za 85,8% tej pozycji, generując 16,8 mln PLN (+236,1% r/r, +37,1% q/q). Wspomniane skalowanie tego tytułu wiązało się ze wzrostem kosztów UA, które urosły r/r o 194,5% i wyniosły 10,3 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów spółka w 2Q'23 wypracowała 19,6 mln PLN (+102,4% r/r; +23,1% q/q), z czego za 87,7% odpowiadał segment F2P generując 17,2 mln PLN (+194,3% r/r, +34,4% q/q). Po ubiegłorocznym debiucie „Diablo Immortal”, który odciągnął graczy od „Bladebounda”, gra zanotowała spadek przychodów o 56,3% r/r do poziomu 0,4 mln PLN (2,1% przychodów F2P). Coraz bardziej starzejące się portfolio gier HOPA, aktywizowane poprzez portowanie tytułów na platformy konsolowe (NS, PS, Xbox) kontynuowało trend spadkowy. W omawianym okresie segment ten wygenerował 2,4 mln PLN przychodów (12% całości), co oznacza spadek r/r i q/q odpowiednio o 36,7%/ 22,2%. Obszar gier premium dołożył od siebie skromne 0,1 mln PLN (o 50,9% mniej r/r). Wzrost przychodów, który miał miejsce na przestrzeni 2Q'23 wiązał się nie tylko ze skokiem kosztów UA ale również m.in. ze zwiększeniem wypłacanych tantiem. Dodatkowo przypominamy, że od 1Q'23 spółka rozpoznaje ulgę IP BOX kwartalnie. Mając powyższe na uwadze, szacujemy, że w 2Q'23 Artifex Mundi osiągnął 6,9 mln PLN skoryg. EBITDA (+64,3% r/r) oraz 5,3 mln PLN skoryg zysku netto (+286,4% r/r).

„Unsolved” – w minionym kwartale kontynuowano prace nad rozwojem obecnej wersji gry, m.in. zwiększając liczbę tytułów dostępnych w aplikacji, wdrażając regularne oferty specjalne, poprawiając balans i ekonomię gry. Równocześnie kontynuowano prace nad wdrożeniem nowych mechanik dla graczy oraz koncepcją nowej wersji gry, m.in. znacznie rozbudowując projekt o metagrę.

„Unsolved” dalszy plan rozwoju – spółka planuje rozwijać aplikację w trzech wymiarach. Po pierwsze zamierza dodawać nową zawartość dla istniejącej bazy graczy (wpływ na wzrost LTV). W 2023 roku Artifex dodaje i będzie dodawać co miesiąc nowe gry do aplikacji, dopóki nie wyczerpie bazy. Drugim wymiarem jest poszerzenie bazy graczy o nowe kanały UA. W ramach poszerzenia bazy graczy „Unsolved” został wydany na Windows Store i sklepie MAC. Oba sklepy dają w tym momencie efekt w całym roku na poziomie niskich kilkuset tys. PLN. Spółka ma jeszcze w planach wydanie tej aplikacji na platformie Steam i Amazon. Trzecim aspektem jest poprawa KPI przez nowe funkcjonalności i mechaniki oraz zmianę o największym potencjale - rozszerzenie „Unsolved” o nową meta grę. Równolegle spółka pracuje nad koncepcją istotniejszej przebudowy aplikacji z rozbudowaną warstwą meta gry i systemem wydarzeń, aby uwolnić prawdziwy potencjał produktu w formie F2P.

Nowa gra RPG - w minionym okresie kontynuowano prace zgodnie z harmonogramem. W maju'23 spółka zakończyła testy z graczami (tzw. technical soft-launch). Gra została pozytywnie odebrana przez recenzentów, potwierdzając kluczowe założenia kreatywne gry. Obecnie trwa proces analizy danych zebranych w trakcie testu. Wnioski z badania wpłyną na dalszy kierunek i harmonogram prac nad projektem, w tym plan komercjalizacji gry.

Program Motywacyjny – podczas czerwcowego ZWZA akcjonariusze spółki przejęli aktualizację Programu Motywacyjnego rozszerzając go o lata 2025-26. Zakłada ona emisję akcji serii E, pod warunkiem realizacji celu wynikowego jak będzie osiągnięcie 35-42 mln PLN zysku netto (osiągnięcie górnych widełek implikuje maksymalną liczbę akcji czyli 0,379 mln). Akcje obejmowane będą po cenie 9,01 PLN/ akcję.

PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE KWARTAŁY

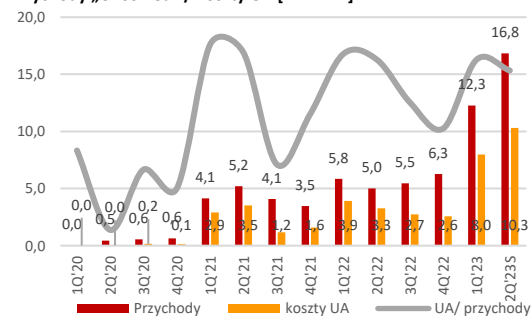
Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23S	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	10,5	11,1	9,1	8,3	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	19,6	22,6	23,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,9	8,6	6,7	6,2	8,7	7,3	6,7	6,7	13,7	17,2	20,3	20,5
EBITDA	5,6	5,8	5,0	3,8	4,7	3,9	3,9	2,7	5,3	6,5	6,9	8,2
EBITDA skoryg.	5,9	5,7	5,4	4,6	5,0	4,2	4,1	3,2	5,7	6,9	7,3	8,6
EBIT	4,2	4,0	4,1	3,0	3,3	2,5	2,5	1,8	4,1	5,1	5,3	6,5
Zysk brutto	4,1	4,1	4,2	2,3	5,2	1,3	2,2	6,4	4,5	5,8	5,6	6,8
Zysk netto	3,3	3,3	3,3	3,1	4,9	1,1	1,7	7,0	4,0	5,2	5,1	6,1
Zysk netto skoryg.	3,6	3,1	3,7	3,8	5,1	1,4	1,9	7,4	4,4	5,6	5,5	6,5
Marża brutto	74,8%	77,9%	73,0%	74,3%	78,9%	75,2%	75,8%	75,0%	86,1%	87,7%	89,6%	88,4%
Marża EBITDA	53,5%	52,4%	54,7%	46,3%	42,9%	40,4%	43,8%	30,6%	33,4%	33,1%	30,5%	35,5%
Marża EBITDA skoryg.	56,1%	51,2%	59,1%	54,8%	44,8%	43,4%	46,2%	35,5%	36,0%	35,2%	32,3%	37,3%
Marża EBIT	40,1%	36,2%	45,3%	35,5%	29,9%	25,4%	28,0%	20,5%	26,0%	26,1%	23,6%	28,1%
Marża zysku netto	31,3%	29,3%	36,5%	37,5%	44,4%	11,3%	19,2%	78,3%	25,1%	26,5%	22,4%	26,4%
Marża zysku netto skoryg.	33,8%	28,1%	40,9%	46,0%	46,3%	14,3%	21,6%	83,2%	27,6%	28,6%	24,2%	28,1%

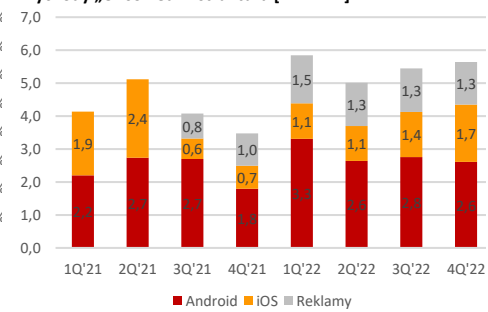
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-skoryg. o Program Motywacyjny

„Unsolved” – dzięki znaczącej poprawie wskaźnika LTV (średni czas, jaki gracz spędza w aplikacji), rozszerzeniu palety gier w „Unsolved” (aktualnie grupuje ok. 34 tytuły HOPA), dynamicznemu wzrostowi bazy użytkowników, rozwojowi nowych funkcjonalności/ mechanik oraz optymalizacji obecnej ekonomii/ balansu (poprawa KPI) oczekujemy dalszej poprawy monetyzacji tej aplikacji w kolejnych miesiącach. W całym 2023 r. szacujemy poziom przychodów z tego źródła na poziomie 69,6 mln PLN (+216,5% r/r), przy UA w okolicach 44,1 mln PLN (+252,8% r/r). W kolejnych latach, w związku z oczekiwanym wprowadzeniem aplikacji „Unsolved 2.0.” i jej potencjalnym wpływem na kanibalizację „jedyńki” zakładamy spadek monetyzacji na poziomie 7-10% rocznie przy jednoczesnym obniżaniu wydatków marketingowych.

Przychody „Unsolved” / koszty UA [mln PLN]



Przychody „Unsolved” - struktura [mln PLN]

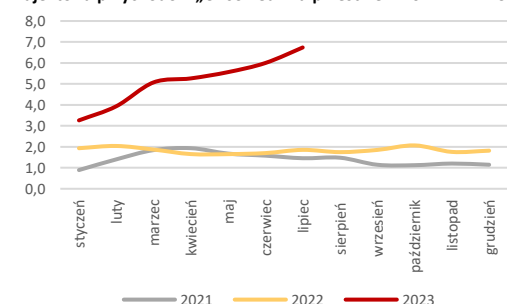


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

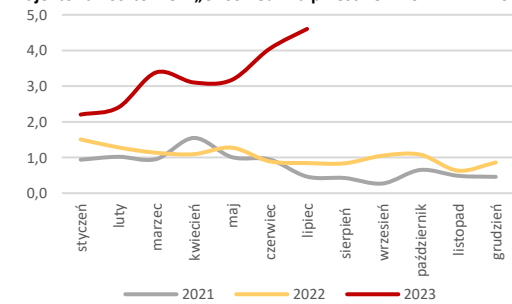
Pragniemy również zwrócić uwagę na zmianę trajektorii, nakładów marketingowych na przestrzeni 2023 r. W ostatnich latach (2020-2021) spółka ograniczała koszty na akwizycję graczy w okolicach kwietnia-maja, w związku z rosnącymi sezonowo CPI i powracała do podnoszenia budżetów marketingowych na przełomie 3/4Q. Aktualnie pomimo, iż znajdujemy się za połową roku, w okresie sezonowo niesprzyjających warunków rynkowych (wysokie koszty reklam online) spółka wciąż podnosi nakłady na UA, przy jednoczesnym zachowaniu stałych oczekiwanych stóp zwrotu.

Do takiego stanu rzeczy przyczyniła się wyżej wspomniana znacząca poprawa KPIs aplikacji. Zmiany w grze sprawiły, że statystyczny użytkownik zostaje w „Unsolved” na dłużej (wzrost LTV), a dzięki ciągłej pracy nad udoskonalaniem narzędzi i strategii UA, spółka jest w stanie jeszcze efektywniej przyciągać nowych użytkowników. W związku z powyższym Artifex inwestuje znacząco więcej niż w 2022 r., ponieważ przeciętny przychód aplikacji przypadający na każdego nowego użytkownika istotnie wzrasta.

Trajektoria przychodów „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.-VII'23



Trajektoria kosztów UA „Unsolved” na przestrzeni 2021 r.- VII'23



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Priorytetem dla Artifexa pozostaje długoterminowy rozwój Unsolved, przy utrzymaniu zakładanej rentowności projektu. Liczymy, że spółce w kolejnych wakacyjnych miesiącach, dzięki dokonany zmianom w Unsolved, uda się istotnie ograniczyć widoczną w zeszłych latach sezonowo słabnącą dynamikę tempa pozyskiwania nowych graczy. Oczekujemy, że w okolicach przełomu 3Q/4Q'23, w związku ze spadkiem CPI, jeszcze bardziej widoczny będzie wpływ poczynionych zmian w aplikacji, na osiągnięte przez nią wyniki. Mimo tak dużego wzrostu, jaki aplikacja notuje od początku roku, w projekcie tym niezmiennie tkwi sporo potencjału do dalszego uwolnienia.

Przychody z „Unsolved” w porównaniu do „June's Journey: Hidden Objects” 2017-2023 r. [mln USD]



Źródło: AppMagic

Pobrania „Unsolved” w porównaniu do „June's Journey: Hidden Objects” 2017-2023 r. [mln]

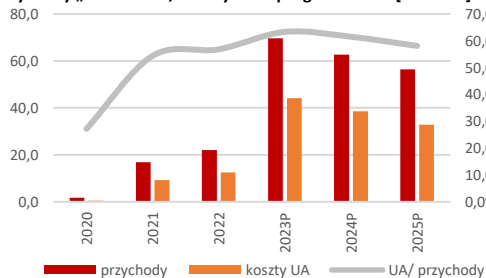


Źródło: AppMagic

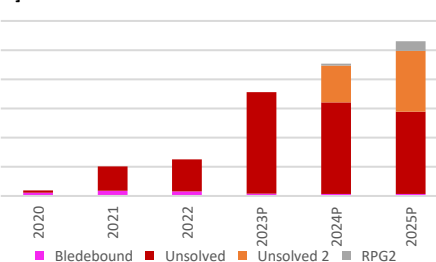
W naszej ostatniej rekomendacji zwracaliśmy uwagę na referencyjną grę „June's Journey: Hidden Objects”, która według platformy Sensor Tower wygenerowała na przestrzeni lipca'23 15 mln USD przychodów (pobrania 0,7 mln) vs 1,1 mln USD „Unsolved” (pobrania 0,4 mln). Powyższe liczby implikują ogromne dyskonto, a relacja przychód/pobrania wskazuje, że w produkcie od Artifexa jest jeszcze sporo miejsca na potencjalną poprawę (w tym w szczególności takich wskaźników jak ARPU).

„Unsolved 2.0.” – spodziewamy się, że udostępnienie aplikacji/ metagry będzie miało miejsce w okolicach połowy 2024 r. Zmiany, nad którymi pracuje Artifex vs „pierwsza część” powinny znacząco przełożyć się na poprawę KPIs tego produktu. Przypominamy, że pierwotna wersja oferuje jedynie „podstawową pętlę”. W takim układzie monetyzacja działa proporcjonalnie do ilości skończonych przygód. Dodając metagrę spółka zwiększy głębię monetyzacji, umożliwiając również prowadzenie LiveOps. W związku z twardymi przesłankami ekonomicznymi zakładamy, że w ramach aplikacji „Unsolved 2.0.” spółka będzie dokładała nowy контент, tworząc od postaw dodatkowe historie/ przygody, udostępniając je w osobnych scenariuszach. Z jednej strony będzie to implikowało wyższe nakłady ale z drugiej przemyślana i dopasowana zawartość do danego grona odbiorców powinna przełożyć się na dalszą poprawę monetyzacji.

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



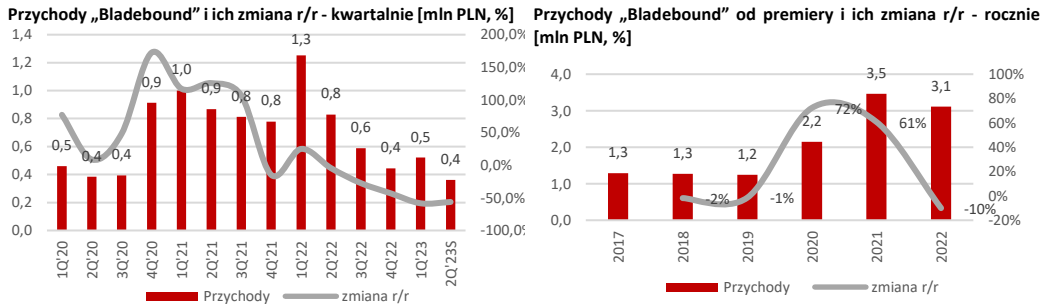
Segment F2P w rozbiciu na poszczególne tytuły – prognoza BDM [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

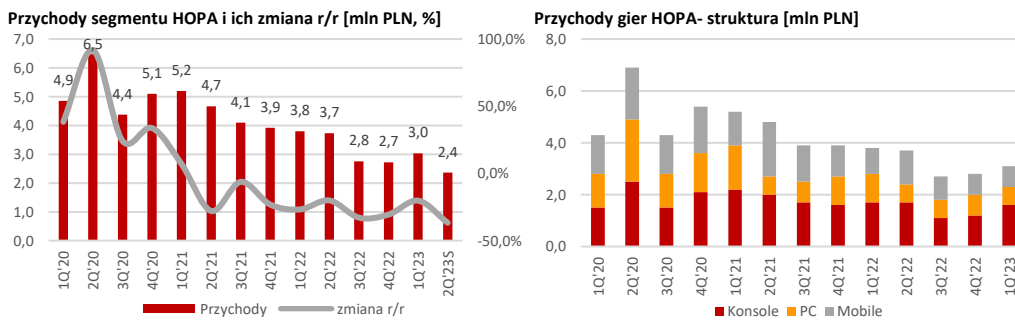
Nowa gra RPG – w przyszłym roku Artifex planuje przeprowadzić testy rozszerzonej wersji gry o nowe tryby i zawartość. Przed tym wydarzeniem, spółka rozpocznie akcję marketingową, zmierzającą do stopniowego budowania spójności wokół tej produkcji. Oczekujemy, że premiera tego projektu będzie miała miejsce w 2H'24. W związku z ryzykiem jakim są obarczone gry mobilne podchodzimy konserwatywnie do tej produkcji opierając swoje prognozy m.in. o wcześniejszą grę RPG studia czyli „Bladebound”. Zwracamy uwagę, na znaczący rozwój technologii oraz kompetencji spółki w zakresie prowadzenia kampanii UA, jak i przystosowania produktów pod monetyzację m.in. poprzez mikropłatności. Uważamy, że umiejętności te wraz z wypracowaną wiedzą dotyczącą poprawy kluczowych parametry produktu, powinny przełożyć się na jego znacznie lepszą monetyzację. Tym samym, w konserwatywnym scenariuszu zakładamy jej wzrost zysków o ok. 3x vs „Bladebound”. Szacujemy, że w rok od debiutu tytuł ten wypracuje ok. 4,7 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 2,9 mln PLN.

„Bladebound” – w związku z premierą konkurencyjnego produktu (Diablo Immortal), która miała miejsce w czerwcu’22, przychody z tego tytułu znacząco spadły (z poziomów ok. 300-400 tys. PLN miesięcznie do ok. 100-150 tys. PLN). W naszym modelu zakładamy stabilizację monetyzacji gry na przestrzeni tego roku w okolicach 100-120 tys. PLN/ miesiąc. W całym 2023 r. prognozujemy 1,6 mln PLN przychodów z tego źródła (-48,4% r/r). W kolejnych latach, w związku ze starzejącym się produktem i pojawiającymi się nowymi konkurencyjnymi grami spodziewamy się kontynuacji trendu spadkowego.



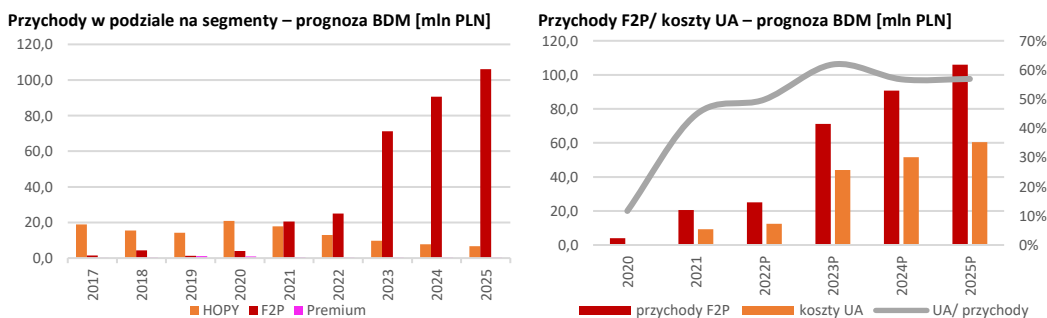
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

HOPY – przychody tego segmentu kontynuują trend spadkowy, na przestrzeni 1H'23 wygenerowały 5,4 mln PLN, co oznacza regres o 28,4% r/r. Spółka próbuje ograniczyć dalszy spadek monetyzacji gier HOPA poprzez portowanie ich na konsole. Do końca 1H'23 łącznie ok. 49 gier z całego portfolio grupy (85 gier) było dostępnych na co najmniej dwóch platformach konsolowych. W samym pierwszym półroczu 2023 roku spółka przeportowała ok. 4 tytułów (w tym jeden tylko na NS).



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekujemy, że zarówno w całym 2023 r. jak i kolejnych latach spółka będzie portować ok. 8-10 tytułów, aż do wykończenia portfela gier, do których ma prawa własności. Nie zakładamy premier nowych gier z tego gatunku na PC. Szacujemy, że segment ten pozwoli w 2023 roku wypracować 9,7 mln PLN, to jest 25,5% mniej r/r. Liczymy się, że stopniowym spadkiem przychodów z HOPÓw w kolejnych latach – dalsza regresja PC/Mobile oraz delikatna deprecjacja z konsol (po 2026 r. naszym zdaniem dojdzie do wyczerpania kolejnych tytułów do przeportowania, stąd prognozujemy jeszcze wyższą dynamikę spadku monetyzacji).



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników BDM vs cele PM 21-26

Zysk netto w latach:	Min.	Max.	Wynik/ prognoza BDM powiększona o koszty PM [mln PLN]	Różnica	Liczba akcji [tys.]
2021-22	21,0	25,0	27,7	10,6%	360
2023-24	25,0	35,0	50,1	43,1%	370
2025-26	35,0	42,0	75,8	80,4%	379

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Główne założenia

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	16,7	25,7	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2	158,0
HOPY	14,2	20,8	17,9	13,0	9,7	7,7	6,8	6,3
PC/Mobile	10,9	13,3	10,3	7,3	4,4	3,1	2,4	2,1
Konsole	3,3	7,5	7,5	5,7	5,3	4,6	4,4	4,1
F2P	1,2	4,0	20,6	25,1	71,2	90,7	106,1	151,5
Bledebound	1,2	2,2	3,5	3,1	1,6	1,4	1,3	1,1
Unsolved	0,0	1,7	16,9	22,0	69,6	62,7	56,4	51,9
Unsolved 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,3	41,8	73,8
RPG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	6,6	24,7
Premium	1,1	0,9	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3
UA	0,0	0,5	9,2	12,5	44,1	51,5	60,4	85,3
Unsolved	0,0	0,5	9,2	12,5	44,1	38,5	32,8	28,8
Unsolved 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,2	23,6	41,9
RPG2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	4,1	14,6
Tantiemy	1,8	3,6	4,9	3,9	4,3	5,1	5,4	6,5

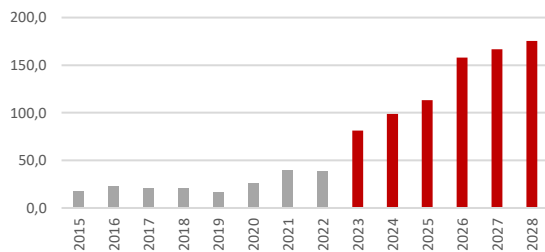
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

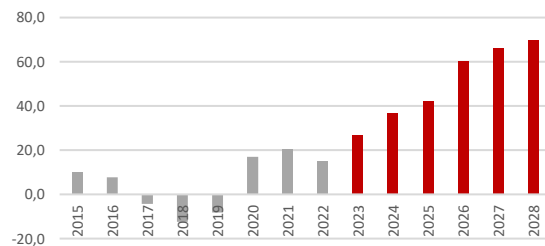
	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	20,1	16,7	25,7	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2	158,0	166,7	175,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,0	8,4	15,8	29,4	29,4	71,7	85,7	96,9	138,5	144,6	151,2
EBITDA	-12,4	-8,2	17,0	20,3	14,9	27,0	37,0	42,0	60,4	66,0	69,9
EBITDA skoryg.*	11,6	11,2	19,5	21,5	16,4	28,6	38,6	43,6	62,0	66,0	69,9
EBIT	-12,9	-14,4	10,0	15,3	9,9	21,1	27,9	30,0	46,3	49,8	51,7
Zysk brutto	-13,2	-14,4	10,2	14,7	12,5	22,7	29,4	32,0	48,6	52,7	55,4
Zysk netto	-10,5	-13,7	8,2	13,0	12,1	20,4	26,5	28,8	43,8	47,4	49,8
Zysk netto skoryg.*	13,5	5,6	10,8	14,2	13,6	22,0	28,1	30,4	45,4	47,4	49,8
Marża brutto	39,8%	50,3%	61,4%	75,1%	76,3%	88,1%	86,7%	85,6%	87,6%	86,8%	86,1%
Marża EBITDA	-61,6%	-49,1%	65,9%	51,9%	38,7%	33,1%	37,4%	37,1%	38,2%	39,6%	39,8%
Marża EBITDA skoryg.*	57,6%	67,0%	75,9%	55,1%	42,6%	35,1%	39,1%	38,5%	39,2%	39,6%	39,8%
Marża EBIT	-64,1%	-86,2%	38,9%	39,2%	25,7%	25,9%	28,3%	26,5%	29,3%	29,9%	29,4%
Marża zysku	-52,1%	-82,3%	32,0%	33,3%	31,3%	25,1%	26,8%	25,4%	27,7%	28,5%	28,4%
Marża zysku skoryg.*	67,1%	33,9%	42,0%	36,4%	35,2%	27,0%	28,4%	26,9%	28,7%	28,5%	28,4%

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

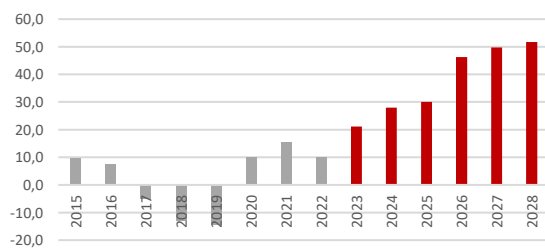
Przychody [mln PLN]



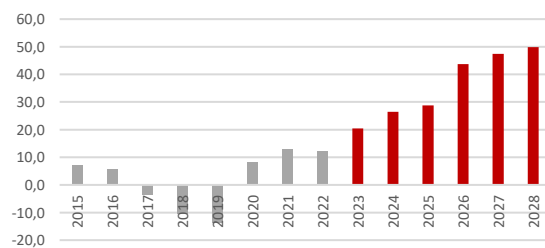
EBITDA [mln PLN]



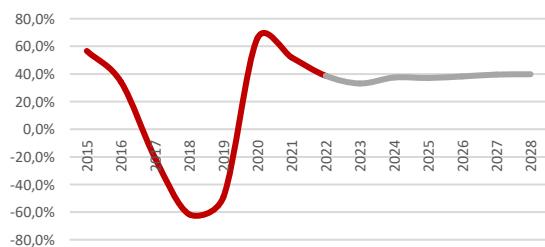
EBIT [mln PLN]



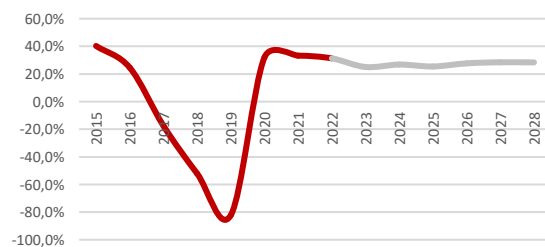
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.03.2023 wynika m.in. z:

- 1) lepszej od oczekiwań monetyzacji aplikacji „Unsolved” oraz jej zmiany trajektorii nakładów marketingowych, co przekłada się również na wzrost prognozowanych przez nas przychodów „Unsolved 2.0.” jak i kosztów UA;
- 2) niższego od oczekiwań poziomu kosztu tantiem;
- 3) głębszej regresji wyników z segmentu gier HOPA oraz gry „Bladebound” vs nasze założenia;
- 4) rozszerzenia programu motywacyjnego o lata 2025-26;
- 5) wyższego poziomu nakładów na gry F2P vs nasze oczekiwania.

Zmiana prognoz wyników za 4Q'22-4Q'23 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.03.2022 [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23S	3Q'23P	4Q'23P
POPRZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	11,1	9,7	8,9	8,9	14,5	14,4	13,7	14,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,7	7,3	6,7	6,7	12,1	11,9	11	11,8
EBITDA	4,6	3,9	3,9	3,8	5,1	4,7	5,6	6,8
EBIT	3,1	2,5	2,5	2,5	3,6	3,1	3,8	4,8
Zysk brutto	2,6	1,3	2,2	3,0	3,7	3,2	4,0	5,0
Zysk netto	2,3	1,1	1,7	3,0	3,4	2,9	3,6	4,5
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	19,6	22,6	23,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,7	7,3	6,7	6,7	13,7	17,2	20,3	20,5
EBITDA	4,7	3,9	3,9	2,7	5,3	6,5	6,9	8,2
EBIT	3,3	2,5	2,5	1,8	4,1	5,1	5,3	6,5
Zysk brutto	5,2	1,3	2,2	6,4	4,5	5,8	5,6	6,8
Zysk netto	4,9	1,1	1,7	7,0	4,0	5,2	5,1	6,1
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	9,8%	36,2%	65,0%	55,7%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	13,3%	44,5%	84,2%	73,8%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	-28,2%	4,4%	38,1%	23,2%	21,2%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	-26,9%	14,9%	64,8%	40,5%	35,8%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	114,3%	22,1%	80,5%	40,6%	36,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	132,7%	17,5%	79,3%	40,6%	36,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.03.2023 [mln PLN]

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	
POPRZEDNIA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	39,1	38,5	57,5	72,1	78,6	
HOPY	17,9	13,0	11,0	9,4	8,3	
F2P	20,5	25,1	46,1	62,3	70,0	
Premium	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	
AKTUALNA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2	
HOPY	17,9	13,0	9,7	7,7	6,8	
F2P	20,6	25,1	71,2	90,7	106,1	
Premium	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	
ZMIANA %						
Przychody [mln PLN]		0,0%	0,1%	41,5%	37,0%	44,0%
HOPY		0,0%	0,0%	-12,0%	-18,3%	-18,6%
F2P		0,0%	-0,1%	54,5%	45,6%	51,5%
Premium		0,0%	-8,2%	-7,4%	-1,7%	11,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.03.2023 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	57,5	81,3	41,5%	72,1	98,8	37,0%	78,6	113,2	44,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	46,8	71,7	53,2%	56,5	85,7	51,6%	61,6	96,9	57,2%
EBITDA	22,2	27,0	21,4%	28,0	37,0	32,1%	30,7	42,0	36,8%
EBIT	15,2	21,1	38,9%	17,1	27,9	63,3%	18,1	30,0	65,8%
Wynik brutto	15,9	22,7	42,9%	17,9	29,4	64,4%	18,9	32,0	69,2%
Wynik netto	14,3	20,4	42,5%	16,1	26,5	64,5%	17,0	28,8	69,3%
marża brutto	81,4%	88,1%		78,4%	86,7%		78,3%	85,6%	
marża EBITDA	38,6%	33,1%		38,9%	37,4%		39,0%	37,1%	
marża EBIT	26,4%	25,9%		23,7%	28,3%		23,0%	26,5%	
marża netto	24,9%	25,1%		22,3%	26,8%		21,6%	25,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Bilans [mln PLN]										
Aktywa trwałe	10,2	7,9	6,0	5,6	7,2	7,4	7,6	7,9	8,1	8,3
Rzeczowe aktywa trwałe	4,1	3,3	2,4	2,0	2,0	2,2	2,4	2,6	2,8	3,0
Aktywa niematerialne	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa trwałe	5,9	4,5	3,5	3,6	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	5,3
Aktywa obrotowe	17,7	27,8	44,7	59,4	87,0	112,7	135,8	179,1	213,9	227,0
Aktywowane koszty gier komputerowych	9,5	12,3	20,5	32,4	45,4	56,2	65,2	73,2	80,4	86,9
Należności z tytułu dostaw i usług	3,9	4,2	5,2	5,5	12,4	13,3	15,1	21,6	22,2	23,4
Środki pieniężne	4,0	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1	69,8	96,8	102,2
Pozostałe aktywa obrotowe	0,3	0,2	1,5	18,3	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4
Aktywa razem	27,9	35,7	50,7	65,0	94,1	120,0	143,4	187,0	221,9	235,2
Kapitał własny	21,2	29,4	43,3	55,2	76,0	102,5	123,3	158,4	192,7	204,6
Zobowiązania długoterminowe	3,2	2,7	1,9	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Zobowiązania z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	2,8	2,1	1,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	3,5	3,6	5,4	8,7	17,1	16,5	19,0	27,5	28,2	29,6
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	2,1	2,3	3,4	5,9	15,5	14,9	17,4	25,8	26,5	27,9
Zobowiązania z tytułu podatku dochodowego	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania z tytułu leasingu	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	0,5	0,5	0,7	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Pasywa razem	27,9	35,7	50,7	65,0	94,1	120,0	143,4	187,0	221,9	235,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]										
Przychody ze sprzedaży	16,7	25,7	39,1	38,5	81,3	98,8	113,2	158,0	166,7	175,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	8,4	15,8	29,4	29,4	71,7	85,7	96,9	138,5	144,6	151,2
EBITDA	-8,2	17,0	20,3	14,9	27,0	37,0	42,0	60,4	66,0	69,9
Amortyzacja	1,4	7,0	5,1	5,2	5,8	9,1	12,0	14,1	16,2	18,2
EBIT	-14,4	10,0	15,3	9,9	21,1	27,9	30,0	46,3	49,8	51,7
Saldo działalności finansowej	-0,1	0,2	-0,6	2,6	1,6	1,5	2,0	2,3	2,9	3,7
Zysk (strata) brutto	-14,4	10,2	14,7	12,5	22,7	29,4	32,0	48,6	52,7	55,4
Zysk (strata) netto	-13,7	8,2	13,0	12,1	20,4	26,5	28,8	43,8	47,4	49,8
CF [mln PLN]										
Przepływy z działalności operacyjnej	-6,2	8,0	7,2	5,6	10,0	15,2	21,5	38,6	41,4	44,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,1	-0,3	0,0	-16,0	1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3
Przepływy z działalności finansowej	-0,9	-0,8	-0,7	-0,9	0,5	0,0	-7,9	-8,6	-13,1	-37,9
Przepływy pieniężne netto	-7,2	7,1	6,4	-11,3	11,6	14,0	12,3	28,7	27,0	5,4
Środki pieniężne na początek okresu	11,2	4,0	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1	69,8	96,8
Środki pieniężne na koniec okresu	4,0	11,0	17,5	3,2	14,8	28,8	41,1	69,8	96,8	102,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 17,6 PLN.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-17,2%	54,5%	51,9%	-1,3%	111,0%	21,4%	14,5%	39,7%	5,5%	5,3%
EBITDA zmiana r/r	-	-	19,6%	-26,5%	80,8%	37,2%	13,6%	43,8%	9,2%	5,9%
EBITDA skoryg. zmiana r/r	-	-	10,3%	-23,7%	73,9%	35,1%	13,0%	42,2%	6,4%	5,9%
EBIT zmiana r/r	-	-	53,3%	-35,4%	113,0%	32,3%	7,5%	54,3%	7,5%	3,8%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	57,7%	-7,2%	68,9%	30,0%	8,6%	52,1%	8,4%	5,1%
Zysk netto skoryg. zmiana r/r	-	-	31,8%	-4,6%	61,9%	27,8%	8,1%	49,3%	4,5%	5,1%
Marża brutto ze sprzedaży	50,3%	61,4%	75,1%	76,3%	88,1%	86,7%	85,6%	87,6%	86,8%	86,1%
Marża EBITDA	-49,1%	65,9%	51,9%	38,7%	33,1%	37,4%	37,1%	38,2%	39,6%	39,8%
Marża EBITDA skoryg.	67,0%	75,9%	55,1%	42,6%	35,1%	39,1%	38,5%	39,2%	39,6%	39,8%
Marża EBIT	-86,2%	38,9%	39,2%	25,7%	25,9%	28,3%	26,5%	29,3%	29,9%	29,4%
Marża netto	-82,3%	32,0%	33,3%	31,3%	25,1%	26,8%	25,4%	27,7%	28,5%	28,4%
Marża netto skoryg.	33,9%	42,0%	36,4%	35,2%	27,0%	28,4%	26,9%	28,7%	28,5%	28,4%
ROE	-64,7%	28,0%	30,0%	21,9%	26,8%	25,9%	23,3%	27,6%	24,6%	24,4%
ROA	-49,1%	23,1%	25,6%	18,6%	21,6%	22,1%	20,1%	23,4%	21,4%	21,2%
Dług netto	-4,0	-10,3	-16,7	-20,5	-28,0	-42,0	-54,3	-83,0	-110,0	-115,4
Dług netto / kapitał własny	-18,8%	-35,0%	-38,6%	-37,1%	-36,9%	-40,9%	-44,0%	-52,4%	-57,1%	-56,4%
Dług netto / EBITDA	0,5	-0,6	-0,8	-1,4	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,7	-1,7
Dług netto / EBITDA skoryg.	-0,4	-0,5	-0,8	-1,2	-1,0	-1,1	-1,2	-1,3	-1,7	-1,7
Dług netto / EBIT	0,3	-1,0	-1,1	-2,1	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8	-2,2	-2,2
EV	209,4	209,4	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9	228,9
CAPEX / Przychody	0,7%	-1,3%	-0,6%	-1,1%	1,2%	1,2%	1,1%	0,8%	0,8%	0,7%
CAPEX / Amortyzacja	9,2%	-28,2%	-21,1%	-46,2%	96,2%	119,1%	118,7%	118,3%	117,9%	117,6%
Amortyzacja / Przychody	8,1%	4,5%	2,6%	2,4%	1,2%	1,0%	0,9%	0,7%	0,6%	0,6%
Zmiana KO / Przychody	-62,8%	16,9%	26,2%	24,3%	12,9%	12,5%	7,3%	3,9%	4,2%	3,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	301,8%	47,9%	76,6%	-1784,2%	24,5%	70,8%	57,7%	13,9%	81,7%	71,1%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	12,6	8,1	5,9	5,9	2,8	2,3	2,0	1,4	1,4	1,3
P/E*	-	25,4	17,6	19,0	11,2	8,6	8,0	5,2	4,8	4,6
P/E skoryg*	-	19,4	16,1	16,9	10,4	8,1	7,5	5,0	4,8	4,6
P/BV*	9,9	7,1	5,3	4,1	3,0	2,2	1,9	1,4	1,2	1,1
P/CE*	-	0,7	1,0	0,9	1,6	2,0	2,2	3,4	3,6	3,8
EV/EBITDA*	-	12,3	11,3	15,4	8,5	6,2	5,5	3,8	3,5	3,3
EV/EBITDA skoryg*	-	10,7	10,6	13,9	8,0	5,9	5,2	3,7	3,5	3,3
EV/EBIT*	-	20,9	14,9	23,1	10,8	8,2	7,6	4,9	4,6	4,4
EV/S*	12,6	8,1	5,9	5,9	2,8	2,3	2,0	1,4	1,4	1,3
BVPS	1,8	2,5	3,3	4,2	5,8	7,9	9,5	12,2	14,8	15,7
EPS	-	0,7	1,0	0,9	1,6	2,0	2,2	3,4	3,6	3,8
CEPS	-	25,4	17,6	19,0	11,2	8,6	8,0	5,2	4,8	4,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,9	8,6	13,1	37,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,7	1,0	2,9
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	3,8%	5,7%	16,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 17,6 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

Historia rekomendacji spółki:

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

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

Objaśnienia używanej terminologii:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

System rekomendacji:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	63%	0	0%
Akumuluj	2	25%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	13%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-08-30.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-08-30 (08:50 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-08-30 (08:50 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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

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

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie 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 2023-08-30:

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

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.