

Ultimate Games

Thief Simulator 2 nadchodzi

W ostatnim czasie strategia spółki przesunęła się z produkcji wielu mniejszych gier do koncentracji na kilku większych tytułach o znaczących budżetach. Proces ten, wraz z wysoką presją płacową wpłynął na ograniczenie dynamiki wzrostu wyników spółki w ostatnich latach. Niemniej jednak oczekujemy, iż okres monetyzacji ostatnich prac jest już bliski, a rozpocznie go premiera kontynuacji do jednej z najlepiej sprzedających się polskich gier – Thief Simulator 2. W naszym modelu zakładamy, iż gra może sprzedać się w nakładzie o 10% przekraczającym sprzedaż pierwszej części na PC w pierwszym roku. Jednocześnie zbliżamy się do ujawnienia kolejnych większych produkcji spółki co również może być pozytywnym czynnikiem. Ultimate Games pracuje także nad wersją mobile UFS2 oraz premierą na rynku chińskim UFS, które obecnie jednak traktujemy głównie jako potencjalne zaskoczenie in plus wobec naszej wyceny. Prognozujemy przychody Ultimate Games w 2023E/24E na poziomie PLN 32.3m/PLN 54.8m oraz znorm. zysk netto odpowiednio PLN 6.0m/ PLN 12.9m. Na naszych prognozach spółka jest wyceniana na P/E 11.2x/5.2x w 2023E/24E, z wysokim dwucyfrowym dyskontem do zagranicznych spółek porównywalnych. Podwyższamy naszą rekomendację do KUPUJ z TRZYMAJ, wyznaczając wartość godziwą na PLN 17.0.

Thief Simulator 2 z premierą latem 2023

Według harmonogramu zaprezentowanego na Steam (zwracamy uwagę że daty mogą ulec zmianie) 23 sierpnia 2023 Ultimate Games we współpracy z PlayWay planuje wydać grę Thief Simulator 2, sequel do produkcji będącej jednym z największym hitów grupy PlayWay. Gra przechodziła już testy, których zwieńczeniem był prolog wydany 3 maja 2023 (83% ocen pozytywnych na Steam z 568 recenzji, szczyt liczby graczy na poziomie 1.5k). Obecnie gra znajduje się na 135 miejscu wishlisty Steam oraz ma 11.2 tys. obserwujących. Biorąc ponadto pod uwagę wyróżniające się na tle grupy PlayWay liczby wyświetleń gry na YouTube (100-200 tys. dla najlepszych materiałów), widzimy spore szanse na sukces produkcji. W naszych prognozach uwzględniamy sprzedaż 240k kopii gry w 2023E na PC, co stanowi około 10% wzrost w stosunku do 1 części w porównywalnym okresie, co uważamy za raczej konserwatywne założenie. Zwracamy jednak uwagę, iż z perspektywy spółki kluczowa będzie premiera wersji konsolowych, których wydania oczekujemy w 2024 roku, co pozwoli w naszej opinii wygenerować łączną wartość sprzedaży gry przypadającej dla spółki na poziomie PLN 15.4m. Zwracamy uwagę, iż Thief Simulator jest obecnie jedną z najlepiej sprzedających się gier grupy PlayWay ze sprzedażą przekraczającą 2m kopii na samym Steam.

Ultimate Hunting i kolejne duże gry.

Podtrzymujemy nasze oczekiwania premiery jednej gry rocznie o potencjale sprzedażowym 150 tys. kopii w pierwszych 12M od premiery od 2024E+. Obecnie najbardziej obiecującym nadchodzącym tytułem od spółki (poza TS2) jest Ultimate Hunting, którego premiery spodziewamy się w 2024 r. Zwracamy jednak uwagę, iż Ultimate Games pracuje również nad 3 dużymi nieujawnionymi jeszcze projektami, których prezentacja może okazać się czynnikiem wzrostu dla kursu.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Przychody	17.5	25.3	30.8	32.3	54.8	57.0
EBITDA	7.2	6.2	5.7	5.8	13.7	14.7
Zysk netto	5.7	5.1	5.2	6.0	12.9	13.7
P/E (x)	27.0	24.5	14.5	11.2	5.2	4.9
EV/EBITDA (x)	15.1	13.4	11.8	10.1	4.1	3.7

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Gry wideo

ULTIMATE GAMES

KUPUJ

FV PLN 17.0 z PLN 15.5

33% potencjału wzrostu

Cena z dnia 16 czerwca 2023 PLN 12.85

aktualizacja rekomendacji



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	5.2
Kapitalizacja (EUR m)	15.7
12M średni dzienny wolumen (k)	2.6
12M średni dzienny obrót (EUR m)	9.1
12M max/min (PLN)	19.8/12.55
Udział w WIG (%)	0.01
Reuters	ULG.WA
Bloomberg	ULG.PM

Stopa zwrotu

1M	-8%
3M	-13%
12M	-29%

Akcjonariat

PlayWay S.A.	45.99
Mateusz Zawadzki (CEO)	7.39
Pozostali	46.89

Analityk

Michał Wojciechowski
Michal.Wojciechowski@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 69
Marcin Nowak
Marcin.Nowak@ipopema.pl
+ 48 22 236 92 44

Ultimate Games

KUPUJ

FV PLN 17

Kapitalizacja EUR 16.9m

potencjał wzrostu +33%

Mnożniki wyceny	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E (x)	24.5	14.5	11.2	5.2	4.9
EV/EBITDA (x)	13.4	11.8	10.1	4.1	3.7
EV/Sales (x)	3.3	2.2	1.8	1.0	1.0
P/BV (x)	2.6	2.4	2.0	1.5	1.3
FCF yield (%)	1.6%	0.9%	1.2%	7.7%	12.0%
DY (%)	8.3%	10.4%	3.9%	6.7%	9.6%

Na akcję	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Liczba akcji (m szt.)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
EPS znorm. (PLN)	1.0	1.0	1.1	2.5	2.6
BVPS (PLN)	9.3	6.1	6.6	8.4	10.0
FCFPS (PLN)	0.4	0.1	0.2	1.0	1.5
DPS (PLN)	2.0	1.5	0.5	0.9	1.2

dynamika y/y (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	45%	22%	5%	70%	4%
EBITDA	-13%	-8%	1%	136%	7%
EBIT	-14%	-7%	1%	138%	7%
Zysk netto	-81%	na	na	115%	6%
Zysk netto znorm.*	-10%	0%	16%	115%	6%

Wskaźniki finansowe	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Marża EBITDA (%)	24.6%	18.6%	18.0%	25.0%	25.8%
Marża EBIT (%)	24.1%	18.3%	17.7%	24.8%	25.5%
Marża netto znorm. (%)	20.4%	16.8%	18.6%	23.5%	24.0%
Dług netto / EBITDA (x)	-2.8	-1.8	-1.8	-0.8	-0.8
Dług netto / Kapitał wł. (x)	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
Dług netto / Aktywa (x)	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2
ROE (%)	10.6%	12.9%	18.1%	33.0%	28.5%
ROA (%)	9.2%	10.8%	14.9%	27.8%	24.7%
ROIC (%)	10.2%	11.4%	14.0%	28.2%	24.6%

Struktura przychodów	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Łącznie	22.6	27.1	28.4	50.9	53.0
Gry PC	7.9	10.0	14.2	12.4	15.7
Gry mobilne	1.1	1.8	2.5	2.8	3.0
Gry na konsole	13.6	15.3	11.7	35.7	34.3
%	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Gry PC	35%	37%	50%	24%	30%
Gry mobilne	5%	7%	9%	5%	6%
Gry na konsole	60%	57%	41%	70%	65%

RACHUNEK ZYSKÓW (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przychody	17.5	25.3	30.8	32.3	54.8	57.0
Przychody netto ze sprzedaży	14.9	22.6	27.1	28.4	50.9	53.0
Zmiana stanu zapasów	2.6	2.6	3.7	3.9	3.9	3.9
Pozostałe przychody	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Koszty operacyjne	-10.4	-19.2	-25.2	-26.6	-41.2	-42.5
Amortyzacja	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Usługi obce	-9.0	-17.0	-22.8	-24.4	-38.9	-39.9
Wynagrodzenia i powiązane	-1.1	-1.4	-1.8	-2.0	-2.1	-2.3
Pozostałe	-0.1	-0.5	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
EBITDA	7.2	6.2	5.7	5.8	13.7	14.7
EBIT	7.1	6.1	5.6	5.7	13.6	14.6
Przychody finansowe netto	1.9	1.4	-15.7	0.4	0.4	0.4
Udział w zyskach j. stowarzyszonych	0.4	0.3	-0.4	1.5	2.3	2.4
Utrata kontroli nad j. stow.	31.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	41.1	7.8	-10.5	7.6	16.4	17.4
Podatek dochodowy	-8.4	-1.6	1.7	-1.1	-2.5	-2.6
Zyski mniejszości	0.0	-0.3	-0.8	0.5	1.0	1.1
Zysk netto	32.7	6.4	-7.9	6.0	12.9	13.7
Znorm. zysk netto*	5.7	5.1	5.2	6.0	12.9	13.7

BILANS (PLN m)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Aktywa trwałe	28.1	29.0	14.9	13.2	15.6	18.1
WNIP	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Rzeczowe aktywa trwałe	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
Inwestycje w jedn. stow.	27.5	28.5	11.4	12.8	15.2	17.5
Inne aktywa trwałe	0.3	0.2	3.2	0.0	0.0	0.0
Aktywa obrotowe	27.5	27.7	24.3	28.0	35.9	41.4
Zapasy	3.5	5.8	8.9	12.7	16.6	20.5
Należności handlowe	3.1	4.2	4.5	4.7	8.5	8.8
Środki pieniężne	21.0	17.6	10.2	10.5	10.7	11.9
Inne aktywa obrotowe	0.0	0.1	0.7	0.1	0.1	0.1
Aktywa ogółem	55.6	56.7	39.2	41.2	51.5	59.5
Kapitał własny	48.6	48.4	31.9	34.4	43.8	52.2
Mniejszości	2.6	3.5	2.8	3.3	4.3	5.4
Zobowiązania długoter.	5.5	5.7	5.5	4.9	4.4	4.0
Zobowiązania krótkoter.	1.5	2.5	1.9	1.9	3.3	3.4
Zobowiązania handlowe	1.3	2.5	1.8	1.9	3.3	3.4
Inne zobowiązania krótkoter.	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasywa ogółem	55.6	56.7	39.2	41.2	51.5	59.5
Dług brutto (PLN m)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dług netto (PLN m)	-21.0	-17.6	-10.2	-10.5	-10.7	-11.9

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Przepływy operacyjne	-0.3	1.1	0.5	2.9	5.0	7.9
Zysk brutto	41.1	7.8	-10.5	7.6	16.4	17.4
Amortyzacja	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.3	-2.8	-4.1	-4.0	-6.3	-4.2
Podatek zapłacony	-3.4	-2.4	-1.4	1.6	-3.0	-3.1
Inne	-33.8	-1.6	16.4	-2.4	-2.3	-2.4
Przepływy inwestycyjne	9.3	4.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.3
Zmiana aktywów	-0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
Inwestycje w j. zależne	9.3	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	7.9	-8.6	-7.9	-2.6	-4.5	-6.4
Zmiana w kapitale własnym	9.9	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	-2.1	-10.5	-7.8	-2.6	-4.5	-6.4
Inne	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	16.8	-3.4	-7.3	0.1	0.2	1.2
Śr. pieniężne na koniec okr.	21.0	17.6	10.4	10.5	10.7	11.9

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research, *dane znormiaizowane o wynik na sprzedaży akcji spółek zależnych oraz niegotówkowy wynik na utracie kontroli nad spółkami zależnymi.

Spis treści

Wycena.....	4
Ryzyka inwestycyjne.....	6

Wycena

Tabela 2. Ultimate Games - Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Waga (%)	Wartość godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	17.0
Porównawcza	0%	33.8
Wartość godziwa		17.0
obecna cena		12.9
Potencjał wzrostu/spadku		33%

Wycena DCF

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
Przychody	30.8	32.3	54.8	57.0	57.0	57.6	58.7
- zmiana r/r	22%	5%	70%	4%	0%	1%	
EBITDA	5.7	5.8	13.7	14.7	14.9	14.8	15.4
- marża EBITDA	18.6%	18.0%	25.0%	25.8%	26.2%	25.8%	26.2%
- zmiana r/r	-8%	1%	136%	7%	2%	0%	
EBIT	5.6	5.7	13.6	14.6	14.8	14.7	15.0
Stopa podatkowa	16%	15%	15%	15%	15%	15%	19%
NOPAT	4.7	4.9	11.6	12.4	12.6	12.5	12.1
- zmiana r/r	-2%	3%	138%	7%	1%	-1%	
Amortyzacja	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
Zmiana w kapitale obrotowym	-4.1	-4.0	-6.3	-4.2	-4.0	-4.1	-3.3
CAPEX	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
FCF	0.7	0.8	5.2	8.1	8.4	8.2	8.9
Stopa wolna od ryzyka		6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%	6.4%
Beta		1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Premia za ryzyko		5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Koszt kapitału własnego		12.7%	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	13.0%
Premia za ryzyko kredytowe		na	na	na	na	na	na
Koszt długu po podatku		na	na	na	na	na	na
% Dług		0%	0%	0%	0%	0%	0%
% Kapitał własny		100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC		12.7%	12.7%	12.7%	12.8%	12.8%	13.0%
Czynnik dyskontowy (%)		94%	83%	74%	65%	58%	58%
wartość bieżąca FCF (PLN m)		0.7	4.3	6.0	5.5	4.7	
wartość bieżąca FCF 2023E-27E (PLN m)	21.3						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	3.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	51.6						
EV (PLN m)	72.9						
Mniejszości (PLN m, 4Q22)	2.8						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone (PLN m, 4Q22)	11.4						
Dywidenda wypłacona	-2.6						
Dług netto (PLN m, 4Q22)	-10.2						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	89.1						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	5.2						
Wartość godziwa FV (PLN)	17.0						
Cena bieżąca	12.9						
Potencjał wzrostu/spadku	33%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopawzrostu w okresie rezydualnym (%)	WACC (%)				
	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%
2.0%	16.9	16.4	16.0	15.6	15.3
2.5%	17.5	17.0	16.5	16.1	15.7
3.0%	18.1	17.6	17.0	16.6	16.1
3.5%	18.9	18.2	17.6	17.1	16.6
4.0%	19.7	18.9	18.3	17.7	17.2

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research, *dane znormalizowane o wynik na sprzedaży akcji spółek zależnych oraz negocjówkowy wynik na utracie kontroli nad spółkami zależnymi.

Tabela 3. Ultimate Games – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Cena (waluta lokalna)	Kapitalizacja EUR m	P/E			EV/EBITDA		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
ACTIVISION BLIZZARD	USD 81.97	58 937	20.8	19.6	18.3	15.7	13.7	11.5
CAPCOM	JPY 5639	9 689	28.3	25.7	23.6	21.8	19.0	17.3
ELECTRONIC ARTS	USD 128.66	32 090	19.0	16.8	15.4	13.3	11.6	10.8
EMBRACER GROUP	SEK 27.21	2 945	6.4	5.6	5.2	4.6	3.7	3.4
KOEI TECMO	JPY 2427	5 259	22.5	20.5	18.8	n.a.	n.a.	n.a.
SQUARE ENIX	JPY 6924	5 470	18.5	18.6	17.8	8.5	8.1	7.3
PARADOX INTERACTIVE	SEK 270.6	2 457	33.9	31.1	28.1	15.6	13.5	12.4
TAKE-TWO INTERACTIVE	USD 138.64	21 471	40.6	17.3	14.9	27.4	13.6	11.8
UBISOFT ENTERTAINMENT	EUR 26.61	3 340	18.8	15.3	13.7	4.9	4.1	3.5
MEDIAN			20.8	18.6	17.8	14.4	12.6	11.2
ULTIMATE GAMES	PLN 12.85	15	11.2	5.2	4.9	10.1	4.1	3.7
premium/discount to all peers (median)			-46%	-72%	-72%	-30%	-67%	-67%
Waga			17%	17%	17%	17%	17%	17%
Implikowana cena (PLN/akcja)			33.8					

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg, dane pobrane z dnia 16.06.2023.

Tabela 4. Ultimate Games Zmiana prognoz 2023E-25E (PLN m)

	2023E			2024E			2025E		
	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)	Obecnie	Poprzednio	Zmiana (%)
Przychody	32.3	33.4	-3%	54.8	40.0	37%	57.0	44.1	29%
EBITDA	5.8	6.4	-10%	13.7	8.9	54%	14.7	10.1	46%
EBIT	6.0	6.4	-7%	12.9	8.8	47%	13.7	9.9	39%
Znorm. zysk netto	32.3	33.4	-3%	54.8	40.0	37%	57.0	44.1	29%

Źródło: IPOPEMA Research

Ryzyka inwestycyjne

Wśród kluczowego ryzyka dla działalności i wyników finansowych Ultimate Games zwracamy uwagę na poniższe czynniki:

Ryzyko utraty kluczowych pracowników oraz wolniejszego niż oczekiwane tempa rozwoju nowych zespołów deweloperskich. Kluczowym zasobem dla producenta gier jest doświadczony zespół deweloperski. Obecnie liczne spółki z branży w Polsce inwestują w rozbudowę działalności co wiąże się z koniecznością zwiększania zatrudnienia. W wyniku tego konkurencja pracodawców o pracownika jest wysoka. Ponadto bardziej doświadczeni deweloperzy często decydują się na założenie własnego studia. Wiąże się to z istotnym ryzykiem utraty kluczowych pracowników oraz większymi trudnościami przy tworzeniu nowych zespołów deweloperskich. Aby ograniczyć wpływ tego ryzyka na biznes spółka opiera rozliczenia z deweloperami na modelu podziału zysku, który jest opłacalny dla deweloperów i przywiązuje ich do pracy w grupie.

Ryzyko gorszego niż oczekiwane przyjęcia gier spółki. Rynek gier wideo jest wysoce rozdrobniony oraz konkurencyjny, z wieloma premierami każdego dnia oraz wysoko budżetowymi produkcjami AAA dostarczonymi przez liderów rynku. W związku z tym istnieje istotne ryzyko, że poszczególne gry mogą nie osiągnąć oczekiwanego zainteresowania wśród graczy, skutkiem czego sprzedaż może okazać się niższa od oczekiwań. Aby ograniczyć wpływ tego ryzyka Ultimate Games pracuje nad produkcją wielu tytułów jednocześnie (wysoka dywersyfikacja) przy niskich kosztach produkcji (szybki zwrot z inwestycji).

Ryzyko opóźnień w produkcji oraz zależność od nieregularnych premier gier. Gry wideo standardowo notują szczyt sprzedaży zaraz po premierze, w związku z czym wyniki Ultimate Games mogą charakteryzować się nieregularnością, odnotowując znacznie wyższe poziomy w kwartałach ważnych premier oraz spadać w okresach gdy spółka wydaje mniej produkcji. Jednocześnie produkcja gier to proces skomplikowany i oparty na wielu iteracjach przez co istnieje istotne ryzyko opóźnień w harmonogramach. Zwracamy jednak uwagę, iż dzięki rozbudowanemu portfolio produkcyjnemu spółki jak i silnej sprzedaży dotychczas wydanych tytułów regularność wyników finansowych spółki jest znacząco poprawiona.

Ryzyko walutowe. Większość przychodów spółki jest realizowana w walutach USD oraz EUR, natomiast koszty (oparte głównie na wynagrodzeniach zespołów deweloperskich) realizowane są głównie w PLN, w związku z czym spółka jest wystawiona na ryzyko walutowe. Ultimate Games nie stosuje instrumentów zabezpieczeń tego ryzyka.

Ryzyko podatkowe. Sektor deweloperów gier wideo korzysta w Polsce z przychylnych regulacji IP Box, które pozwalają na obniżenie efektywnej stawki podatkowej poniżej 19%. Zwracamy jednak uwagę, iż istnieje ryzyko że regulacje te mogą zostać zmienione bądź ich interpretacja może zmienić się w przyszłości co mogłoby przełożyć się na wzrost efektywnej stawki podatku płaconej przez spółkę.

Ryzyko awarii systemów IT oraz serwerów. W procesie produkcji gier spółka jest zależna od prawidłowego działania jej infrastruktury IT. W przypadku awarii systemów istnieje ryzyko wystąpienia istotnych opóźnień w produkcji gier.

Ryzyko pojawienia się nowych technologii oraz zmian w branży. Sektor gier wideo jest szybko rozwijającym się segmentem rynku rozrywki co wiąże się z tym iż przyciąga on rosnące inwestycje oraz odnotowuje ciągłą poprawę w technologii, która też staje się coraz droższa z roku na rok. Istnieje ryzyko, iż spółka nie utrzyma odpowiedniego poziomu w wyścigu technologicznym, albo że obecne technologie okażą się bardziej interesujące dla graczy.

Ryzyko ograniczonej liczby kanałów sprzedaży oraz zależności od dystrybutorów. Zdecydowana większość sprzedaży gier wideo realizowana jest w cyfrowych sklepach konsol (Xbox, PlayStation, Nintendo) jak i w dużych cyfrowych sklepach PC, takich jak Steam. Ultimate Games również realizuje większość sprzedaży w kilku sklepach (aczkolwiek, ze względu na dywersyfikację platformową spółka nie jest zależna od jednej platformy) i w przypadku zakończenia współpracy ze sklepem wyniki spółki mogą ulec pogorszeniu. Jednocześnie dobre wyniki sprzedażowe gier są również zależne od pozycjonowania w sklepie i wsparcia marketingowego.

Niniejszy dokument został przygotowany przez: IPOPEMA Securities S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Próżna 9, 00-107 Warszawa, Polska, wpisaną do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego prowadzonego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000230737, kapitał zakładowy i kapitał wpłacony w wysokości 2.993.783,60 zł, NIP 5272468122, www.ipopema.pl. Nadzór nad IPOPEMA Securities S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, ul. Piłkarska 20, 00-549 Warszawa.

Niniejszy dokument został przygotowany przez IPOPEMA Securities S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Dokument ten jest adresowany do Klientów IPOPEMA Securities SA uprawnionych do otrzymania go na podstawie umów o świadczenie usług. Niniejszy dokument, przy wykorzystaniu środków masowego przekazu, może dotrzeć również do innych inwestorów. Dokument został przygotowany niezależnie od spółki o której mowa w niniejszym dokumencie, a wszelkie prognozy, opinie i oczekiwania są prognozami IPOPEMA Securities S.A. O ile nie wskazano inaczej, wszelkie szacunki i opinie zawarte w dokumencie stanowią niezależną ocenę analityków IPOPEMA Securities S.A. sporządzających dokument, na dzień jego wydania.

IPOPEMA Securities S.A. przygotowała niniejszy dokument z zachowaniem należytej staranności, dokładności i rzetelności na podstawie publicznie dostępnych informacji, uważanych przez IPOPEMA Securities S.A. za wiarygodne. Źródłem danych są przede wszystkim: Bloomberg, Reuters, EPFR, PAP, GPW, GUS, NBP, prasa finansowa, internetowe serwisy finansowo-ekonomiczne. IPOPEMA Securities S.A. dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, że podane w dokumencie informacje są dokładne oraz że wszelkie prognozy, opinie i szacunki zawarte w nim są prawdziwe i rzetelne, przy czym IPOPEMA Securities S.A. nieweryfikowała niezależnie informacji podanych w dokumencie. W związku z powyższym, IPOPEMA Securities S.A. nie składa żadnych oświadczeń ani gwarancji, wyraźnych lub dorozumianych, co do rzetelności, dokładności, kompletności lub poprawności informacji i opinii zawartych w dokumencie. Wyrażone w nim opinie mogą ulec zmianie, a IPOPEMA Securities S.A. nie jest zobowiązana do aktualizowania opinii zawartych w dokumencie oraz do informowania o jego zmianach. IPOPEMA Securities S.A. ani żadna inna osoba lub podmiot powiązany nie ponosi jakiegokolwiek odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z użycia niniejszego dokumentu lub jego zawartości lub straty pozostające w związku z nim w inny sposób, o ile przy jego sporządzaniu zachowała należytą staranność i rzetelność. Niniejszy dokument może być udostępniany w środkach masowego przekazu, przy czym kopiowanie lub publikacja w całości lub w części, jak również rozpowszechnianie informacji zawartych w niniejszym dokumencie wymaga uprzedniej zgody IPOPEMA Securities S.A. Niniejszy dokument ani żadna jego kopia nie może być rozpowszechniany bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Serbii lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentów finansowych, nie można na nim polegać w związku z jakąkolwiek umową lub zobowiązaniem oraz nie stanowi on reklamy lub promocji instrumentu finansowego ani spółki. Decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane wyłącznie na podstawie prospektu emisyjnego lub innych publicznie dostępnych informacji i materiałów.

Niniejszy dokument został sporządzony bez uwzględniania potrzeb i sytuacji odbiorców dokumentu. Przy przygotowywaniu dokumentu, IPOPEMA Securities S.A. nie bada celów inwestycyjnych odbiorcy dokumentu, poziomu tolerancji ryzyka, horyzontu czasowego oraz sytuacji finansowej. Spółka lub instrumenty finansowe o których mowa w niniejszym dokumencie mogą być nieodpowiednie dla odbiorców dokumentu, w tym mogą być niedostosowane do konkretnych celów inwestycyjnych i horyzontu czasowego lub ich sytuacji finansowej. Niniejszy dokument nie może być traktowany jako ekwiwalent usługi w zakresie doradztwa inwestycyjnego. Wartość instrumentów finansowych może ulegać wahaniom, w tym może ulegać obniżeniu. Zmiany kursów walut mogą mieć negatywny wpływ na wartość inwestycji. Inwestycja w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym, w tym ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji osiągnięcia wyników w przyszłości. IPOPEMA Securities S.A. zwraca uwagę, że na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od spółki i wyników jej działalności. Można do nich zaliczyć m.in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. IPOPEMA Securities S.A. mogła wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne dokumenty, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym dokumencie. Takie dokumenty odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków.

Inwestorzy powinni mieć świadomość, że IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą mieć konflikt interesów, który mógłby wpłynąć na obiektywność niniejszego dokumentu. Inwestor powinien założyć, że IPOPEMA Securities S.A. lub podmioty powiązane mogą świadczyć usługi na rzecz spółki i uzyskać z tego tytułu wynagrodzenie. Mogą również mieć inne relacje ze spółką, IPOPEMA Securities S.A. lub jej podmioty powiązane mogą nawiązać relacje biznesowe ze spółką lub innymi podmiotami wymienionymi w dokumencie. IPOPEMA Securities S.A. posiada strukturę organizacyjną i wewnętrzne regulacje zapewniające, że interesy inwestora nie zostaną naruszone w przypadku konfliktu interesów, w związku z przygotowaniem niniejszego dokumentu. Polityka zarządzania konfliktami interesów w IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej pod adresem <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>. Niniejszy dokument został przygotowany niezależnie od interesów IPOPEMA Securities S.A., spółki będącej przedmiotem niniejszego dokumentu oraz posiadaczy instrumentu finansowego wyemitowanego przez ww. spółkę. IPOPEMA Securities S.A., jej akcjonariusze, pracownicy i współpracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w instrumentach finansowych spółki lub innych instrumentach finansowych powiązanych z instrumentami finansowymi spółki.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: ATM Grupa S.A., Mirbud SA, ML System S.A., Molecule S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., VIGOPhotonics S.A. GPW przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Informacje na temat programu dostępne są na stronie internetowej <https://www.gpw.pl/gpwpa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A., Impact Developer & Contractor S.A., OMV Petrom S.A. and Safetech Innovations S.A. BVB przysługują autorskie prawa majątkowe do tych materiałów. Za sporządzanie materiałów IPOPEMA Securities S.A. otrzymuje od BVB wynagrodzenie.

IPOPEMA Securities S.A. korzysta z szeregu metod wyceny, w tym modeli zdyskontowanych przepływów pieniężnych (takich jak zdyskontowane zyski operacyjne lub model zdyskontowania dywidendy), a także modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych, które oparte są na porównywaniu wycenianego podmiotu do spółek reprezentujących podobną branżę lub sektor. Modele przepływów pieniężnych opierają się na prognozowanych przepływach pieniężnych generowanych przez wycenianą spółkę i są szeroko stosowane w branży inwestycyjnej. Metody porównawcze uwzględniają między innymi różne stopy wzrostu i wskazują, jaką wartość ma przedsiębiorstwo na tle spółek wybranych do grupy porównawczej. Subiektywne opinie analityka lub analityków tworzących wycenę, oparte są na ich wiedzy i doświadczeniu i odgrywają istotną rolę w procesie wyceny. Dotyczy to między innymi wielu zmiennych ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, inflacja i kursy walutowe, których niewielkie rozbieżności w oszacowaniu mogą prowadzić do znacząco różnych wyników wyceny. Mocną stroną modeli opartych na zyskach i przepływach pieniężnych jest skupienie się na tym co dzieje się w samej spółce i powiązanie wyceny z wartością fundamentalną. Słabością takiej metody jest wysoka liczba przyjmowanych założeń, których niewielka zmiana powoduje sporą różnicę w oszacowanej wartości wycenianej spółki. Metody porównawcze są co prawda mniej zależne od subiektywnych założeń analityka, jednak ich skuteczność maleje gdy wartość jednej ze spółek z grupy porównawczej jest przeszacowana lub niedowartościowana. Co więcej, wykorzystywane w metodach porównawczych wskaźniki uwzględniające prognozowane przyszłe zyski, wartości księgowe, zysk operacyjny lub przepływy pieniężne, bazują w dużym stopniu na subiektywnych założeniach analityka.

Niniejszy dokument nie został przekazany do spółki przed jego publikacją.

Rekomendacje wydawane przez IPOPEMA Securities S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania, chyba, że w tym okresie zostaną zaktualizowane. IPOPEMA Securities SA dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

Lista wszystkich rekomendacji dotyczących jakiegokolwiek instrumentu finansowego lub emitenta wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez IPOPEMA Securities S.A. jest dostępna na stronie internetowej: <https://www.ipopemasecurities.pl/analizy-i-rekomendacje.p162>.

Data i godzina podana na pierwszej stronie stanowi datę przygotowania dokumentu. Cena stosowana w rekomendacji do obliczania odpowiednich wskaźników jest „ostatnią” ceną podaną na pierwszej stronie niniejszego dokumentu.

Definicje terminów użytych w dokumencie obejmują:

NII - wynik z tytułu odsetek - dochód odsetkowy minus koszt odsetek.

Netto F&C - przychody z opłat i prowizji netto - przychody z opłat i prowizji minus koszty prowizji i opłat.

LLP - rezerwy na straty kredytowe - koszt odłożony jako odpis na złe kredyty.

NPL - pożyczka zagrożona - pożyczki, które są niewypłacalne lub zbliżone do niespłaconych.

Koszty / przychody - koszty operacyjne podzielone przez przychody.

ROE - zwrot z kapitału - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średni kapitał własny.

ROA - zwrot z aktywów - dochód netto (lub skorygowany dochód netto) podzielony przez średnie aktywa.

EBIT - zyski przed odsetkami i podatkami.

EBITDA - zyski przed odsetkami, podatkami, amortyzacją.

EPS - zysk na akcję - zysk netto (lub skorygowany zysk netto podzielony przez liczbę występujących akcji).

Wskaźnik P / E - cena do zysku - cena podzielona przez zysk na akcję.

Wskaźnik PEG - P / E podzielony przez roczny wzrost EPS, zwykle w określonym czasie.

CAGR - łączna roczna stopa wzrostu.

BVPS - wartość księgowa na akcję, wartość księgowa kapitału własnego spółki podzielona przez liczbę pozostałych akcji.

P / BV - cena do wartości księgowej - cena podzielona przez BVPS.

DPS - dywidenda na akcję - dywidenda za dany rok podzielona przez liczbę akcji pozostających w obrocie.

DY - stopa dywidendy - dywidenda na akcję w danym roku podzielona przez bieżącą cenę akcji.

DDM - metoda zdyskontowanych dywidend - podstawowa metoda wyceny oparta na założeniu, że wartość akcji równa się sumie wszystkich zdyskontowanych przyszłych dywidend.

FV - wartość godziwa, obliczana na podstawie metod wyceny przedstawionych w dokumencie.

Autor dokumentu nie ma konfliktu interesów ze spółką, o której mowa w dokumencie. Punkt widzenia wyrażony w dokumencie odzwierciedla osobistą opinię autora dokumentu na temat analizowanej spółki i jej papierów wartościowych. Inwestorzy powinni mieć świadomość, że elastyczna część wynagrodzenia autora może zależeć od ogólnych wyników finansowych IPOPEMA Securities S.A.

IPOPEMA Securities S.A. działa z należytą starannością, uczciwie, rzetelnie, profesjonalnie i zgodnie z przepisami obowiązującego prawa.

IPOPEMA Securities S.A. nie gwarantuje osiągnięcia celu inwestycyjnego inwestora, wyników spółki ani potencjalnych cen, o których mowa w niniejszym dokumencie.

Przy stosowaniu ratingów dla firm stosuje się następujące kryteria w odniesieniu do różnicy między FV IPOPEMA a ceną spółki w dniu rekomendacji:

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

Rating	Różnica pomiędzy FV i ceną z rekomendacji
Kup	Powyżej 10%
Trzymaj	Pomiędzy (i włączając) -10% and 10%
Sprzedaj	Poniżej -10%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 stycznia - 31 marca, 2023)

	Liczba	%
Kup	9	90%
Trzymaj	1	10%
Sprzedaj	0	0%
Suma	10	100%

Ultimate Games

Data	Rekomendacja	Wartość godziwaCenaz dnia rekomendacji		Autorr
07.09.2021	KUPUJ	PLN 35.00	PLN 28.50	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak
08.12.2021	TRZYMAJ	PLN 26.00	PLN 24.70	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak
04.07.2022	TRZYMAJ	PLN 18.00	PLN 19.00	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak
14.12.2022	TRZYMAJ	PLN 15.50	PLN 16.42	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak
19.06.2023	KUPUJ	PLN 17.00	PLN 12.85	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak