

# Ultimate Games

## Mocne dane za 3Q'18

**23/10/2018**
**ULG**

Rozrywka

**Kupuj**
**TP: PLN 16.09**
**Podstawowe informacje**

Cena docelowa (PLN)	16.09
Cena bieżąca (PLN)	12.10
Potencjał wzrostu/spadku	33%
Min (52T)	6.00
Max (52T)	14.70
Liczba akcji (m)	5.0
Kapitalizacja (PLNm)	60.5
Dług netto (2017, PLNm)	-1.0
EV (PLNm)	59.5
Śr. Dzienny wolumen (3M, szt)	37 940

**Akcjonariat**

PlayWay S.A.	48.00%
Mateusz Zawadzki	16.03%
Aleksy Uchański	5.60%
Pozostali	24.77%

Okres od lipca do końca września bieżącego roku to niewątpliwie udany czas dla spółki Ultimate Games. Wyrazem tego są opublikowane w dniu wczorajszym wyniki finansowe, które przewyższyły zarówno nasze szacunki z sierpnia, jak również wstępne dane opublikowane przez Spółkę w dniu 05.10.2018r. Po dziewięciu miesiącach b.r. Ultimate Games ma wypracowane przychody rzędu PLN 3.4m przy zysku netto na poziomie PLN 1.25m, co czyni naszą sierpniową prognozę wyników zbyt konserwatywną w stosunku do realnego potencjału Spółki i liczby premier zaplanowanych na ostatni kwartał 2018 r.

Omawiany okres został zdominowany głównie przez dwa wydarzenia jakimi były: I) premiera pełnej wersji gry Ultimate Fishing Simulator w wersji na PC oraz II) zawiązanie, wspólnie z Forever Entertainment, spółki UF Games, której głównym zadaniem jest portowanie gier na konsole NS, PS4, XboxOne, a także ich wydawnictwo.

Miniony kwartał obfitował ponadto w nowe umowy wydawnicze, m.in. dotyczące gier: Bad Dream, Unlucky, Escape Doodland, Mech Rage, Shadows 3 i Pangeon.

**Rewizja prognoz**

Podwyższamy nasze dotychczasowe prognozy i oczekujemy odpowiednio PLN 4.6m i PLN 8.97m przychodów ze sprzedaży a także PLN 1.65m i PLN 3,33m zysku netto w latach 2018-2019. Nasze pierwotne prognozy zakładały odpowiednio PLN 3.5m i PLN 8.4m przychodów ze sprzedaży i PLN 1.2m i 3m zysku netto we wspomnianych latach. Podwyższenie prognoz wynika głównie z lepszych niż pierwotnie oczekiwaliśmy wyników za 3Q18, poszerzenia działalności biznesowej o portowanie gier na konsole, a także z zawarcia nowych umów wydawniczych. Zakładamy, że dzięki szybszemu tempu wzrostu skali działalności, spółka będzie też w szybszym tempie dochodzić do zakładanego przez nas poziomu rentowności operacyjnej (ok. 50%). **W najbliższym czasie (do końca b.r.) Spółka planuje przeprowadzenie aż 8 premier (z tego 5 jeszcze w listopadzie) gier w wersji na komputery osobiste (PC).**

**W wyniku dokonanej aktualizacji prognoz podwyższamy cenę docelową Ultimate Games z PLN 15.51 do PLN 16.09 co implikuje 33-procentową premię w odniesieniu do wyceny rynkowej na dzień 22.10.2018**

Pragniemy zaznaczyć, iż Zarząd Spółki zdecydowanie wyartykułował chęć przeniesienia notowań z rynku NewConnect na rynek regulowany GPW. Na początku października, Spółka poinformowała w komunikacie o wyborze doradców do tego procesu. Z prasowych deklaracji Zarządu wynika, że przejściu na rynek główny może towarzyszyć „niewielka emisja akcji”, tak by spełnione zostały wymogi dotyczące

**Tabela 1: Podsumowanie finansowe**

	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Przychody (PLN m)	1.3	4.6	9.0	13.0	16.9
EBITDA (PLN m)	0.2	1.9	4.1	6.3	8.5
EBIT (PLN m)	0.2	1.9	4.1	6.3	8.4
Zysk netto (PLN m)	0.4	1.6	3.3	5.1	6.8
EPS (PLN)	0.08	0.33	0.67	1.01	1.37
DPS (PLN)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV / EBITDA (x)	243.9	30.4	13.7	8.4	5.4
C/P (x)	48.0	13.2	6.7	4.7	3.6

Źródło: Ultimate Games, szacunki PDM

## Wyniki za 3Q18

Tabela 2: Ultimate Games – wyniki za 3Q18

RZiS (PLN m)	3Q17	1Q18	2Q18	3Q18	YoY	QoQ	9M17	9M18	YoY
<b>Przychody</b>	<b>0.39</b>	<b>0.70</b>	<b>0.83</b>	<b>1.86</b>	<b>374.5%</b>	<b>124.6%</b>	<b>0.69</b>	<b>3.39</b>	<b>494.3%</b>
- sprzedaż produktów	0.01	0.66	0.69	1.52			0.03	2.87	
- sprzedaż towarów	0.07	0.00	0.00	0.00			0.59	0.52	
- zmiana stanu produktów	0.31	0.04	0.14	0.34			0.07	1.39	
<b>Zysk na sprzedaży</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.23</b>	<b>0.38</b>	<b>0.78</b>	<b>na</b>	<b>106.9%</b>	<b>-0.06</b>	<b>1.39</b>	<b>na</b>
pozostałe przychody (koszty) operacyjne	0.00	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00	
<b>Wynik operacyjny</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.23</b>	<b>0.38</b>	<b>0.78</b>	<b>na</b>	<b>106.9%</b>	<b>-0.06</b>	<b>1.39</b>	<b>na</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-0.07</b>	<b>0.23</b>	<b>0.38</b>	<b>0.78</b>	<b>na</b>	<b>106.9%</b>	<b>-0.06</b>	<b>1.39</b>	<b>na</b>
Przychody (koszty) finansowe netto	0.09	0.00	0.04	0.00	na	na	0.09	0.04	42.4%
Zysk przed opodatkowaniem	0.02	0.23	0.42	0.78	3036.0%	88.9%	0.03	1.43	4773.3%
Podatek dochodowy	0.01	0.02	0.06	0.10			0.01	0.19	3116.7%
<b>Wynik netto</b>	<b>0.02</b>	<b>0.21</b>	<b>0.35</b>	<b>0.68</b>	<b>3478.9%</b>	<b>92.6%</b>	<b>0.02</b>	<b>1.25</b>	<b>6552.6%</b>
<b>Wskaźniki rentowności</b>	<b>3Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>2Q18</b>	<b>3Q18</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>	<b>9M17</b>	<b>9M18</b>	<b>YoY</b>
<b>Marża na sprzedaży</b>	<b>-17.3%</b>	<b>33.0%</b>	<b>45.8%</b>	<b>42.2%</b>	<b>5950 bps</b>	<b>-362 bps</b>	<b>-9.1%</b>	<b>41.1%</b>	<b>5019 bps</b>
Marża operacyjna	-17.3%	33.0%	45.8%	42.2%	5950 bps	-362 bps	-9.1%	41.1%	5019 bps
Marża EBITDA	-17.3%	33.0%	45.8%	42.2%	5950 bps	-362 bps	-9.1%	41.1%	5019 bps
<b>Marża netto</b>	<b>4.8%</b>	<b>30.4%</b>	<b>42.6%</b>	<b>36.6%</b>	<b>3171 bps</b>	<b>-607 bps</b>	<b>2.8%</b>	<b>36.8%</b>	<b>3400 bps</b>
<b>Bilans &amp; CF (PLN m)</b>	<b>3Q17</b>	<b>1Q18</b>	<b>2Q18</b>	<b>3Q18</b>	<b>YoY</b>	<b>QoQ</b>	<b>9M17</b>	<b>9M18</b>	<b>YoY</b>
Aktywa razem	1.71		2.43	3.59	110.1%	47.9%	1.71	3.59	110.1%
Aktywa obrotowe	1.64		2.38	3.55	116.9%	49.5%	1.64	3.55	116.9%
Kapitał obrotowy	0.53		1.27	1.58	197.7%	24.9%	0.53	1.58	197.7%
Dług	0.00		0.00	0.00			0.00	0.00	0.0%
Dług netto	-0.88		-1.11	-1.54	74.7%	39.1%	-0.88	-1.54	74.7%
Kapitał własny	1.58		2.22	2.89	82.4%	30.0%	1.58	2.89	82.4%
<b>BVPS (PLN)</b>	<b>0.32</b>		<b>0.44</b>	<b>0.58</b>	<b>82.4%</b>	<b>30.0%</b>	<b>0.32</b>	<b>0.58</b>	<b>82.4%</b>
Operacyjny CF (PLNm)	0.00	0.27	-0.03	0.43	na	na	0.0	0.7	na
Inwestycyjny CF (PLNm)	-0.18	-0.02	-0.06	-0.15	-17.6%	150.0%	-0.2	-0.2	25.3%

Źródło: Ultimate Games, PDM

- Spółka odnotowała bardzo silny wzrost przychodów (125% kdk), co jest pokłosiem głównie bardzo dobrej sprzedaży produktów (PLN 1.5m w ujęciu nominalnym vs. PLN 0.7m w poprzednim kwartale).
- Na wysoką dynamikę sprzedaży wpływ miała niewątpliwie premiera pełnej wersji gry Ultimate Fishing Simulator (wersja na komputery stacjonarne). Na dzień dzisiejszy jest to najlepiej oceniany symulator wędkarstwa w historii sklepu STEAM. Od początku sprzedaży w formie wczesnego dostępu (koniec listopada 2017) liczba sprzedanych kopii przekroczyła 40 tyś. sztuk. Ponadto wciąż dużą popularnością cieszy się Ultimate Fishing Simulator w wersji mobilnej (4m pobrań na koniec 3Q18).
- Wskaźnik kosztów wynagrodzeń do przychodów poprawił się rdr i kdk, odpowiednio z 25% i 13.9% do 13.1%
- Wskaźnik kosztów usług obcych poprawił się rok do roku z 81.6% do 36.7% (w 1H18 wyniósł on 37.1%).
- Marża operacyjna w 3Q18 wyniosła 42.2% (vs. 39.9% w 1H18).
- Poziom gotówki netto wzrósł kdk z PLN 1.1m do 1.5m.
- W bieżącym kwartale spółka odnotowała solidne przepływy z działalności operacyjnej w wysokości PLN 0.43m. Za okres 9M18 przepływy te wyniosły łącznie PLN 0.68m. Poziom konwersji EBITDy na kapitał pracujący jest wysoki i wyniósł w bieżącym kwartale około 55%.

## Wynik wyceny metodą DCF

Poniższa tabela przedstawia konkluzje płynące z naszej waluacji przedsiębiorstwa Ultimate Games metodą DCF:

- Nasza wycena bazuje na założeniu, że Spółka wypracuje w bieżącym roku przychody na poziomie PLN 4.6m, z kolei rok 2019 zakończy przychodami zbliżonymi do poziomu PLN 9m.
- Zakładamy konserwatywne tempo wzrostu sektora na poziomie 2.5% po okresie prognozy.
- W naszej ocenie rentowność operacyjna Spółki Ultimate Games w bieżącym roku wyniesie ok. 42%. Z kolei w okresie 2019-22 będzie się kształtować w przedziale 46-51% (przy średniej dla tego okresu na poziomie 48.8%), co wynika z dynamicznego wzrostu skali działalności i efektywniejszego rozkładu kosztów stałych.
- Zakładamy, że nakłady inwestycyjne będą się kształtować w przedziale PLN 0.1-0.2 rocznie.
- Na potrzeby kalkulacji WACC zakładamy wysokość współczynnika beta na poziomie 1.5 w pierwszym roku prognozy, jednocześnie zakładając konsekwentne obniżenie ryzyka systematycznego wraz z rozwojem Spółki. W okresie rezydualnym przyjmujemy współczynnik beta na neutralnym poziomie 1.

Tabela 3: Wycena Ultimate Games metodą DCF

	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	TV
<i>Wzrost przychodów</i>	265%	95%	45%	30%	15%	2.5%
Przychody	4.6	9.0	13.0	16.9	19.4	
<i>Marża EBIT</i>	42.0%	45.9%	48.1%	50.0%	51.1%	47.4%
<b>EBIT</b>	1.9	4.1	6.3	8.4	9.9	9.2
<i>Efektywna stopa podatkowa</i>	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPAT</b>	1.6	3.3	5.1	6.8	8.0	7.5
+ Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0
- Capex	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0
- Zmiana kap. Obrotowego	-0.8	-1.1	-0.8	-0.4	-0.7	0
<b>FCF</b>	0.7	2.1	4.1	6.3	7.3	7.9
Wartość rezydualna						107
<b>WACC</b>	12.6%	12.0%	11.4%	10.8%	10.2%	
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	0.7	1.9	3.3	4.6	4.8	
WBN FCF	15.2					
+ WB wartości rezydualnej	70.6					
<b>Wycena aktywów operacyjnych Spółki</b>	85.7					
+ Wartość aktywów nieoperacyjnych	0.0					
<b>Wartość przedsiębiorstwa</b>	85.7					
- Dług netto	-1.5					
- Udziały mniejszości	0.0					
<b>Wycena kapitałów własnych</b>	87.3					
<b>Cena docelowa (PLN)</b>	17.45					

### Założenia

CAGR przychodów 2018P - 2022P	43.4%
Średnia rentowność operacyjna 2018P - 2022P	47.4%
Rynekow a premia za ryzyko	6.1%
Beta	1.5
Średni WACC w okresie 2018P - 2022P	11.7%

Źródło: Szacunki PDM

## Analiza wrażliwości

W poniższych tabelach prezentujemy wrażliwość wyceny na najistotniejsze, w naszym odczuciu, założenia poczynione w toku waluacji. Zawierają one długoterminowe tempo wzrostu biznesu, poziom kształtowania się wyceny, długoterminowej rentowności operacyjnej oraz koszt kapitału w okresie rezydualnym:

Tabela 4: Waluacja Ultimate Games – analiza wrażliwości

DCF - analiza wrażliwości (PLN)									
Realny wzrost rezydualny		Marża operacyjna							
Wzrost nominalny		50.4%	49.4%	48.4%	47.4%	46.4%	45.4%	44.4%	
0.0%	1.5%	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4	15.1	14.8	
0.5%	2.0%	17.3	17.0	16.8	16.5	16.2	15.9	15.6	
1.0%	2.5%	18.4	18.1	17.8	17.5	17.2	16.9	16.6	
1.5%	3.0%	19.5	19.2	18.9	18.6	18.2	17.9	17.6	
2.0%	3.5%	20.9	20.6	20.2	19.9	19.5	19.2	18.8	

  

Realny wzrost rezydualny		WACC							
Wzrost nominalny		13.2%	12.2%	11.2%	10.2%	9.2%	8.2%	7.2%	
-1.0%	0.5%	13.9	14.0	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6	
0.0%	1.5%	15.3	15.5	15.6	15.7	15.8	16.0	16.1	
1.0%	2.5%	17.1	17.3	17.4	17.5	17.7	17.8	18.0	
2.0%	3.5%	19.5	19.7	19.8	20.0	20.2	20.3	20.5	
3.0%	4.5%	22.8	23.0	23.2	23.4	23.6	23.8	24.0	

Źródło: Szacunki PDM

## Wynik wyceny metodą porównawczą

Ultimate Games zostało porównane z grupą spółek o podobnym profilu działalności z rynku polskiego w celu jak najdokładniejszego oddania aktualnej wyceny.

Mediana wskaźnika C/Z dla grupy porównawczej znajduje się w przedziale 15.17-23.85x za lata 2018-20P. W zakresie popularnego w branży wskaźnika C/P mediana na lata 2018-20P fluktuuje w przedziale 5.37-6.87x. Wartość wskaźnika EV/EBITDA w analizowanych latach znajduje się w przedziale 9.13-13.25x.

Na podstawie przeprowadzonej wyceny porównawczej ustalamy cenę akcji Ultimate Games na PLN 10.66.

Tabela 5: Wycena porównawcza

Spółka	Ticker	Cena	Kapitalizacja	C/Z			C/P			EV/EBITDA		marża EBITDA 2018E	
				2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P		2020P
CD Projekt	CDR	PLN 157	15090.8	102.03	31.70	15.17	34.64	13.76	8.06	74.08	19.10	8.78	44.7%
11 bit studios	11b	PLN 303	693.0	13.63	20.43	13.32	7.74	9.56	7.06	9.39	13.41	8.11	74.1%
PlayWay	PLW	PLN 158.5	821.7	23.85	16.06	n/a	10.64	7.71	n/a	15.18	9.59	n/a	63.4%
Electronic Arts	EA	USD 101.4	31097.5	22.73	21.66	18.68	6.00	5.90	5.37	14.44	14.13	11.72	35.8%
Ubisoft Entertainment	UBI	EUR 86.24	9641.6	43.71	26.89	23.23	5.57	4.62	4.12	12.06	9.65	9.13	48.7%
CI Games	CIG	PLN 0.89	134.5	n/a	5.29	-29.24	4.38	1.28	4.67	10.40	2.31	31.47	42.3%
<b>Mediana</b>				<b>23.85</b>	<b>21.04</b>	<b>15.17</b>	<b>6.87</b>	<b>6.81</b>	<b>5.37</b>	<b>13.25</b>	<b>11.53</b>	<b>9.13</b>	<b>46.7%</b>
Ultimate Games	ULG	12.10		36.8	18.2	11.9	13.2	6.7	4.7	30.4	13.7	8.4	
premia/dyskonto do grupy porównawczej				54%	-14%	-21%	91%	-1%	-13%	130%	19%	-9%	
Implikowana wartość na jedną akcję				7.85	14.03	15.37	6.32	12.21	13.98	5.12	9.54	11.51	
średnia wartość na akcje				12.42			10.84			8.72			
<b>Wycena na 1 akcje</b>				<b>10.66</b>									

Źródło: Szacunki PDM

Zgodnie z zastosowaną metodologią wyceny na podstawie modelu DCF i metody porównawczej ustalamy wartość godziwą przedsiębiorstwa Ultimate Games na odpowiednio PLN 87.3m i PLN 53.3m, co implikuje cenę akcji Spółki na poziomie **PLN 16.09**

## Sprawozdanie finansowe

Tabela 6: Ultimate Games – wyniki finansowe 2017-2022P

Ultimate Games - RZIS (PLN m)	2017	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Przychody</b>	<b>1.3</b>	<b>4.6</b>	<b>9.0</b>	<b>13.0</b>	<b>16.9</b>	<b>19.4</b>
- zmiana r/r		265%	95%	45%	30%	15%
Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0
Zużycie materiałów i energii	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
Usługi obce	1.7	3.2	4.6	5.7	6.4	0.0
Koszty pracownikó w	0.6	1.2	1.7	2.1	2.4	0.0
Inne						
Pozostałe przychody/koszty operacyjne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>0.2</b>	<b>1.9</b>	<b>4.1</b>	<b>6.3</b>	<b>8.4</b>	<b>9.9</b>
- zmiana r/r		691%	113%	52%	35%	18%
<b>EBITDA</b>	<b>0.2</b>	<b>1.9</b>	<b>4.1</b>	<b>6.3</b>	<b>8.5</b>	<b>10.0</b>
- zmiana r/r		691%	114%	52%	35%	17%
Przychody/(koszty) finansowe	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zysk brutto</b>	<b>0.4</b>	<b>2.0</b>	<b>4.1</b>	<b>6.3</b>	<b>8.4</b>	<b>9.9</b>
- zmiana r/r		360%	103%	52%	35%	18%
Podatek dochodowy	0.4	1.6	3.3	5.1	6.8	8.0
Udział w wyniku udziałów niekontrolujących	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk netto</b>	<b>0.4</b>	<b>1.6</b>	<b>3.3</b>	<b>5.1</b>	<b>6.8</b>	<b>8.0</b>
<b>EPS (PLN)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.33</b>	<b>0.67</b>	<b>1.01</b>	<b>1.37</b>	<b>1.61</b>
- zmiana r/r		312%	103%	52%	35%	18%
<b>Rentowność</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Marża EBIT	19.3%	42.0%	45.9%	48.1%	50.0%	51.1%
Marża netto	31.6%	35.8%	37.2%	39.0%	40.5%	41.4%
ROE	22.6%	48.3%	49.4%	42.9%	36.7%	30.1%
<b>Bilans (PLN m)</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2.0</b>	<b>3.7</b>	<b>6.9</b>	<b>11.9</b>	<b>18.6</b>	<b>26.5</b>
Zapasy	0.7	1.3	2.0	2.5	2.8	3.2
Należności krótkoterminowe	0.3	0.6	1.1	1.4	1.6	1.9
Środki pieniężne	1.0	1.7	3.8	7.9	14.2	21.4
Pozostałe aktywa obrotowe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.7
WNIP	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe aktywa trwałe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>7.2</b>	<b>12.2</b>	<b>19.1</b>	<b>27.1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1.8</b>	<b>3.4</b>	<b>6.7</b>	<b>11.8</b>	<b>18.7</b>	<b>26.7</b>
Udziały mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Zadłużenie długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>
Zobowiązania handlowe	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Zadłużenie krótkoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>2.0</b>	<b>3.8</b>	<b>7.2</b>	<b>12.2</b>	<b>19.1</b>	<b>27.1</b>
BVPS (PLN)	0.35	0.68	1.35	2.36	3.73	5.34
<b>Wskaźniki</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Wskaźnik bieżącej płynności	8.1	9.0	16.4	27.1	38.6	60.2
Wskaźnik szybkiej płynności	5.3	5.8	11.7	21.4	32.9	53.0
Zadłużenie oprocentowane/aktywa	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Zadłużenie oprocentowane/kapitał własny	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>RPP (PLN m)</b>	<b>2017</b>	<b>2018P</b>	<b>2019P</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>
Zysk netto	0.4	1.6	3.3	5.1	6.8	8.0
Amortyzacja	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Inne (w tym zmiany kapitału pracującego)	-0.6	-0.8	-1.1	-0.8	-0.4	-0.7
<b>Przepływy z działalności operacyjnej</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>2.2</b>	<b>4.3</b>	<b>6.5</b>	<b>7.4</b>
Nakłady inwestycyjne netto	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Inne	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.2</b>
Zmiana zadłużenia	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inne	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Przepływy z działalności finansowej</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Środki pieniężne na początku okresu	0.1	1.0	1.7	3.8	7.9	14.2
Zwiększenie/zmniejszenie środków pieniężnych	0.9	0.7	2.1	4.1	6.3	7.2
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>3.8</b>	<b>7.9</b>	<b>14.2</b>	<b>21.4</b>
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Źródło: Szacunki PDM

## Informacje końcowe

### Podstawowe pojęcia

EBIT – wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja  
 ROE – zwrot z kapitału własnego, liczony według formuły zysk netto/ kapitał własny  
 ROA – zwrot z aktywów, liczony według formuły zysk netto/ aktywa razem  
 WACC – średni ważony koszt kapitału  
 Dług netto – dług oprocentowany pomniejszony o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 CAGR – średnioroczny wzrost  
 EPS – zysk na akcje, liczony według formuły zysk netto/ liczba akcji  
 DPS – dywidenda na akcje, liczony według formuły wypłacona dywidenda/ liczba akcji  
 C/Z – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto  
 C/WK – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa/ zysk netto  
 EV – wartość przedsiębiorstwa, teoretyczny koszt jego przejęcia, liczony według formuły kapitalizacja rynkowa + dług netto  
 EV/EBITDA – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ zysk operacyjny + amortyzacja  
 EV/S – wskaźnik wyceny przedsiębiorstwa, liczony według formuły EV/ przychody ze sprzedaży  
 CR – wskaźnik płynności bieżącej, liczony według formuły aktywa obrotowe/ zobowiązania krótkoterminowe  
 QR – wskaźnik szybkiej płynności, liczony według formuły aktywa obrotowe - zapasy/ zobowiązania krótkoterminowe  
 Marża EBIT – marża, liczona według formuły zysk operacyjny/ przychody ze sprzedaży  
 Marża EBITDA – marża, liczona według formuły zysk operacyjny + amortyzacja/ przychody ze sprzedaży  
 Marża brutto na sprzedaży – marża, liczona według formuły zysk brutto/ przychody ze sprzedaży  
 Marża gotówkowa brutto – marża liczona według formuły marża brutto + amortyzacja  
 Marża zysku netto – marża, liczona według formuły zysk netto/ przychody ze sprzedaży  
 Rotacja zapasów w liczbie dni – pokazuje ile dni potrzebuje przedsiębiorstwo na sprzedaż i odnowienie poziomu zapasów, liczona według formuły (średni stan zapasów/ przychody ze sprzedaży) \*365  
 Rotacja należności w liczbie dni – pokazuje, średnio po ilu dniach, środki pieniężne wynikające z należności trafiają do firmy, liczona według formuły (średni stan należności/ przychody ze sprzedaży) \*365  
 Rotacja zobowiązań – pokazuje, średnio ile dni upływa w przedsiębiorstwie od momentu powstania zobowiązań do ich spłaty, liczona według formuły (średni stan zobowiązań/ przychody ze sprzedaży) \*365

PDM S.A. wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych) i metodą porównawczą. Metoda DCF jest najpopularniejszą i najbardziej cenioną metodą wyceny. Opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo w celu ustalenia ich wartości bieżącej. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte parametry i założenia odnoszące się do przyszłości, w szczególności przyszłe zyski i wartość rezydualna.

Metoda porównawcza bazuje na mnożnikach spółek z grupy porównawczej, a co za tym idzie bardzo dobrze pokazuje bieżącą sytuację na rynku. Wadą wyceny przy użyciu metody porównawczej jest trudność w wyborze odpowiednich spółek do grupy porównawczej a także ryzyko polegające na nieprawidłowej wycenie porównywanych spółek przez rynek.

### SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – spółka fundamentalnie niedowartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie wzrośnie.

**Trzymaj** – spółka właściwie wyceniana przez rynek. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego powinna oscylować w granicach aktualnej ceny rynkowej.

**Sprzedaj** – spółka fundamentalnie przewartościowana. Uważamy, że w okresie ważności rekomendacji cena papieru wartościowego znacznie spadnie.

Rekomendacja zapada w dni jej zmiany (zapadnięcie poprzez zmianę), lub na dzień w którym upływa 12 miesięcy od dnia wydania rekomendacji (zapadnięcie poprzez osiągnięcie terminu ważności), w zależności, który z powyższych terminów okaże się wcześniejszy.

Historia rekomendacji				
Data wydania		Kierunek	Cena docelowa (PLN)	Cena w dniu wydania (PLN)
21.06.2018	Ultimate Games	Kupuj	12.92	6.02
22.08.2018	Ultimate Games	Kupuj	15.51	12.90
23.10.2018	Ultimate Games	Kupuj	16.09	12.10

Rekomendacje PDM		
Kierunek rekomendacji	Ilość wydanych rekomendacji w 2018 r.	%
Kupuj	8	80%
Trzymaj	2	20%
Sprzedaj	0	0%

## Zastrzeżenia

Niniejszy raport został przygotowany przez Polski Dom Maklerski S.A. z siedzibą w Warszawie (dalej PDM).  
Zakończenie prac nad niniejszym raportem: 23 października 2018 r. 7:30

Dystrybucja niniejszego raportu: 23 października 2018 r., 8:45.

Niniejszy raport stanowi rekomendację w rozumieniu przepisów „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów” i został sporządzony wyłącznie w celu informacyjnym.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej ani doradztwa inwestycyjnego, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.), porady prawnej lub podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie PDM. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z należytą starannością i rzetelnością. W raporcie wykorzystano publiczne źródła informacji tj. publikacje prasowe, publikacje branżowe, sprawozdania finansowe emitenta, jego raporty bieżące oraz okresowe, a także informacje uzyskane na spotkaniach i podczas rozmów telefonicznych z przedstawicielami emitenta przed dniem wydania raportu. Wymienione źródła informacji PDM uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę PDM na dzień jego wydania.

PDM jest firmą inwestycyjną w rozumieniu Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. 2014, poz. 94 z późn. zm.).

Nadzór nad PDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego, Pl. Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warszawa.

PDM, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje podjęte na podstawie raportu i zawartych w nim opinii inwestycyjnych oraz ich skutki. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie raportu ponoszą wyłącznie inwestorzy. Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego użytku własnego inwestorów – klientów detalicznych i profesjonalnych PDM. Żadna część raportu nie może być rozpowszechniana, reprodukowana lub przekazywana w jakiegokolwiek formie bez uprzedniej pisemnej zgody PDM.

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania Klientom profesjonalnym i detalicznym, na podstawie Umowy Dystrybucji Usług Analitycznych przez PDM lub innej umowy zawierającej zobowiązanie PDM do udostępnienia rekomendacji na rzecz tych Klientów. Raport ten może być udostępniany innym Klientom PDM w terminach i na warunkach wskazanych przez Dyrektora Departamentu Analiz. Raport w skróconej wersji przekazywany jest do publicznej wiadomości nie wcześniej niż w piątym dniu po dacie pierwszego udostępnienia.

W PDM obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji.

Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami PDM, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne PDM. W uzasadnionych przypadkach PDM tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

PDM wysyła raporty za pośrednictwem poczty elektronicznej lub udostępnia je za pośrednictwem oprogramowania wskazanego przez PDM, zgodnie z dyspozycją odbioru złożoną przez Klienta we właściwej umowie świadczenia usług maklerskich. PDM nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy PDM, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a emitentem/emitentami papierów wartościowych, których dotyczy niniejszy raport nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność Rekomendacji, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub emitenta.

PDM zawarł z analizowaną spółką/spółkami umowę o prowadzenie usług w postaci sporządzania rekomendacji.

*Dział analiz*

*Polski Dom Maklerski*

*Krzysztof Kuper,  
Makler papierów wartościowych  
Tel: 665 305 208*

*Paweł Demczuk  
Dyrektor ds. sprzedaży  
instytucjonalnej  
Tel: 601 412 423*



Polski Dom Maklerski S.A.

ul. Moniuszki 1A

00-014 Warszawa

www.polskidm.com.pl