

Ultimate Games

Nie tylko obietnice

Boom deweloperów gier na GPW osiągnął swój szczyt w 2020 r., w którym to 12 nowych podmiotów zadebiutowało na giełdzie. Wiele spośród nich przedstawia obietnicę licznych premier w przyszłości, niemniej jedynie wybrane spółki zaprezentowały solidne wyniki finansowe, co przy jednoczesnym braku widoczności co do realizacji harmonogramów premier stanowi istotne ryzyko dla inwestorów. Ultimate Games na tym tle wyróżnia się w naszej opinii pozytywnie: strategia spółki przeszła weryfikację, spółka wypracowuje solidne wyniki finansowe, realizując blisko 100 premier gier rocznie i wykazując istotne wzrosty w ostatnich latach (wg wstępnych danych 77% r/r wzrostu przychodów ze sprzedaży produktów oraz 20% r/r wzrostu EBIT w 1H21). Silna relacja z grupą PlayWay, ale również wzrastająca niezależność studia (własne konto wydawnicze Nintendo) zapewnia mnogie możliwości dalszego wzrostu. W najbliższych latach spodziewamy się stabilizacji liczby premier oraz nacisku na większe produkcje, co powinno przełożyć się na pierwszą premierę gry o potencjale sprzedaży 150k kopii w 12M od premiery już w 2022E. Prognozujemy przychody spółki na PLN 28.0m (+60% r/r) oraz PLN 34.3m (+23% r/r) w 2021E/22E oraz znorm. zysk netto na PLN 9.5m (+66% r/r) i PLN 10.8m (+13% r/r). Na naszych prognozach spółka jest wyceniana na P/E 15.6x/13.8x w 2021/22E, z ponad 30% dyskontem do spółek porównywalnych. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki od zalecenia KUPUJ, z wartością godziwą PLN 35.0/akcja, (23% potencjału wzrostu).

Portowanie gier – tani i wysoko rentowny wybór.

Biznes oparty na portowaniu może być postrzegany jako mniej atrakcyjny niż produkcja innowacyjnych gier, niemniej nie jest to działalność niezyskowa. Zwracamy uwagę że liczne porty konsolowe polskich gier, takich jak House Flipper i Car Mechanic Simulator od PlayWay, jak i wersje N. Switch gier Thief Simulator i House Flipper od Ultimate Games dowodzą, że rynek konsolowy jest także otwarty na niezależne produkcje, których wyniki mogą dorównać wersjom PC. Grupa Ultimate Games obecnie ma podpisane umowy na produkcje portów takich gier jak Mr. Prepper, Builders of Egypt, Uboat czy Drug Dealer Simulator.

Wejście w większe produkcje.

Obok portowania tytułów innych producentów Ultimate Games tworzy własne gry, a największym sukcesem studia była gra Ultimate Fishing Simulator, która sprzedała się w nakładzie ponad 200 tys. kopii (ponad 500 tys. wliczając DLC) oraz ok. 60 tys. w 2020 r. W 4Q21 spółka planuje premierę kontynuacji gry – Ultimate Fishing Simulator 2, której potencjał sprzedażowy prognozujemy na 100 tys. kopii rocznie. W kolejnych latach spółka planuje premiery Ultimate Hunting (największa produkcja w portfolio, budżet PLN 3-5m) oraz Thief Simulator 2 (1 część gry sprzedała blisko 360k kopii w 12M od premiery). Ze względu na rozbudowane portfolio widzimy potencjał do przekroczenia wyników UFS w przyszłości i prognozujemy 1 premierę gry rocznie z potencjałem sprzedażowym 150 tys. kopii w 12M od 2022E, wspartą przez znaczną ilość mniejszych produkcji.

Tabela 1. Podsumowanie prognoz finansowych (PLN m)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Przychody	4.5	8.6	17.5	28.0	34.3	39.8
EBITDA	1.9	4.6	7.2	10.7	12.2	13.9
Zysk netto	2.0	3.7	5.7	9.5	10.8	12.3
EV/EBITDA (x)	27.1	25.3	27.0	15.6	13.8	12.1
P/E (x)	28.4	19.6	15.1	9.8	8.8	7.8
DY	4.5	8.6	17.5	28.0	34.3	39.8

Źródło: Spółka, IPOPEMA Research

TMT | Gry wideo

ULTIMATE GAMES

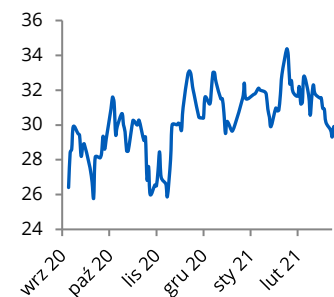
KUPUJ

FV PLN 35.0

23% potencjału wzrostu

Cena z dnia 6 Września 2021 PLN 28.5

Inicjacja rekomendacji



Podstawowe informacje

Liczba akcji (m)	5.23
Kapitalizacja (EUR m)	32.9
12M średni dzienny wolumen (k)	11.3
12M średni dzienny obrót (EUR k)	74.4
12M max/min (PLN)	36.0/24.3
Udział w WIG (%)	0.02
Reuters	ULG.WA
Bloomberg	ULG.PW

Stopa zwrotu

1M	+4%
3M	-6%
12M	+8%

Akcjonariat

PlayWay S.A.	45.9%
Mateusz Zawadzki (CEO)	7.3%
Pozostali	46.8%

Analityk

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

Ultimate Games

KUPUJ

FV PLN 35

Kapitalizacja EUR 32.9m

potencjał wzrostu +23%

Mnożniki wyceny	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E (x)	25.3	27.0	15.6	13.8	12.1
EV/EBITDA (x)	19.6	15.1	9.8	8.8	7.8
EV/Sales (x)	10.4	6.2	3.8	3.1	2.7
P/BV (x)	11.4	3.2	2.9	2.7	2.5
FCF yield (%)	2.2%	6.6%	3.6%	4.6%	5.2%
DY (%)	1.9%	1.4%	7.0%	5.4%	6.1%

Na akcję	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Liczba akcji (m szt.)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
EPS znorm. (PLN)	0.7	1.1	1.8	2.1	2.4
BVPS (PLN)	1.6	9.3	9.8	10.5	11.3
FCFPS (PLN)	0.4	1.9	1.0	1.3	1.5
DPS (PLN)	0.4	0.4	2.0	1.5	1.8

dynamika y/y (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	90%	103%	60%	23%	16%
EBITDA	148%	56%	49%	14%	14%
EBIT	147%	56%	49%	14%	14%
Zysk netto	111%	671%	-60%	-11%	15%
Zysk netto znorm.*	86%	53%	66%	13%	15%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Marża EBITDA (%)	53.3%	41.1%	38.2%	35.5%	34.9%
Marża EBIT (%)	53.1%	40.8%	37.9%	35.2%	34.7%
Marża netto znorm. (%)	43.4%	32.8%	34.1%	31.4%	31.1%
Dług netto / EBITDA (x)	-0.9	-2.9	-1.7	-1.3	-1.0
Dług netto / Kapitał wł. (x)	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2
Dług netto / Aktywa (x)	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2
ROE (%)	62.6%	20.1%	19.1%	20.3%	21.7%
ROA (%)	56.4%	17.6%	16.8%	18.2%	19.7%
ROIC (%)	62.1%	20.3%	17.2%	18.4%	19.6%

Struktura przychodów	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Łącznie	7.3	14.9	25.3	31.1	35.9
Gry PC	4.9	6.4	8.6	11.6	13.6
Gry mobilne	0.7	1.1	1.6	2.2	2.8
Gry na konsole	1.7	7.4	15.1	17.4	19.5
%	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Gry PC	67%	43%	34%	37%	38%
Gry mobilne	10%	7%	6%	7%	8%
Gry na konsole	23%	50%	60%	56%	54%

RACHUNEK ZYSKÓW (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przychody	4.5	8.6	17.5	28.0	34.3	39.8
Przychody netto ze sprzedaży	3.8	7.3	14.9	25.3	31.1	35.9
Zmiana stanu zapasów	0.7	1.2	2.6	2.7	3.2	3.8
Pozostałe przychody	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Koszty operacyjne	-2.7	-4.0	-10.4	-17.4	-22.3	-26.0
Amortyzacja	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Usługi obce	-1.7	-2.9	-9.0	-15.8	-20.5	-24.1
Wynagrodzenia i powiązane	-0.7	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4
Pozostałe	-0.3	-0.2	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4
EBITDA	1.9	4.6	7.2	10.7	12.2	13.9
EBIT	1.9	4.6	7.1	10.6	12.1	13.8
Przychody finansowe netto	0.5	0.6	1.9	4.4	-0.1	-0.1
Udział w zyskach j. stowarzyszonych	0.0	0.1	0.4	0.5	1.2	1.4
Utrata kontroli nad j. stow.	0.0	0.0	31.6	0.0	0.0	0.0
Zysk brutto	2.4	5.3	41.1	15.5	13.2	15.2
Podatek dochodowy	-0.4	-1.0	-8.4	-2.3	-1.6	-1.8
Zyski mniejszości	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	1.0
Zysk netto	2.0	4.2	32.7	13.2	10.8	12.3
Znorm. zysk netto*	2.0	3.7	5.7	9.5	10.8	12.3

BILANS (PLN m)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Aktywa trwałe	0.2	0.8	28.1	28.6	29.9	31.5
WNiP	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
Rzeczowe aktywa trwałe	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Inwestycje w jedn. stow.	0.1	0.6	27.5	28.0	29.2	30.7
Inne aktywa trwałe	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Aktywa obrotowe	3.8	8.4	27.5	29.2	30.9	33.2
Zapasy	1.4	2.6	3.5	6.2	9.4	13.2
Należności handlowe	0.4	1.4	2.0	3.4	4.1	4.8
Środki pieniężne	1.7	4.2	21.0	18.5	16.1	13.8
Inne aktywa obrotowe	0.3	0.2	1.1	1.2	1.3	1.4
Aktywa ogółem	4.0	9.3	55.6	57.8	60.9	64.7
Kapitał własny	3.6	8.3	48.6	51.3	54.8	59.0
Mniejszości	0.0	0.0	2.6	2.6	3.5	4.5
Zobowiązania długoter.	0.0	0.0	5.5	4.4	3.5	2.8
Zobowiązania krótkoter.	0.3	1.0	1.5	2.1	2.5	2.8
Zobowiązania handlowe	0.2	0.6	1.0	1.5	1.9	2.2
Inne zobowiązania krótkoter.	0.2	0.3	0.6	0.6	0.6	0.7
Pasywa ogółem	4.0	9.3	55.6	57.8	60.9	64.7
Dług brutto (PLN m)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dług netto (PLN m)	-1.7	-4.2	-21.0	-18.5	-16.1	-13.8

PRZEP. PIENIĘŻNE (PLNm)	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Przepływy operacyjne	0.4	2.0	-0.3	8.1	5.9	7.0
Zysk brutto	2.4	5.3	41.1	15.5	13.2	15.2
Amortyzacja	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Zmiana w kapitale obrotowym	-0.9	-1.9	-4.0	-3.5	-3.7	-4.2
Podatek zapłacony	-0.3	-0.9	-3.4	-3.4	-2.5	-2.5
Inne	-0.7	-0.6	-34.1	-0.5	-1.2	-1.4
Przepływy inwestycyjne	0.4	0.1	9.3	-0.2	-0.2	-0.2
Zmiana aktywów	-0.1	0.3	8.1	-0.2	-0.2	-0.2
Inwestycje w j. zależne	0.4	-0.2	1.1	0.0	0.0	0.0
Inne	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Przepływy finansowe	-0.1	0.4	7.9	-10.5	-8.1	-9.2
Zmiana w kapitale własnym	0.0	3.0	9.9	0.0	0.0	0.0
Dywidenda	0.0	-1.8	-2.1	-10.5	-8.1	-9.2
Inne	-0.1	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Zm. środków pieniężnych	0.7	2.5	16.8	-2.5	-2.4	-2.3
Śr. pieniężne na koniec okr.	1.7	4.2	21.0	18.5	16.1	13.8

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
Podsumowanie inwestycyjne	6
Portfolio gier.....	9
Prognozy operacyjne i finansowe	13
2Q21E Prognoza wyników	15
Załącznik 1 – Ryzyka inwestycyjne.....	16
Załącznik 2 – Rynek gier wideo	17
Załącznik 3 – Struktura akcjonariatu	19

Wycena

Tabela 2. Ultimate Games - Podsumowanie wyceny

Metoda Wyceny	Waga (%)	Wartość godziwa (PLN/akcja)
DCF	100%	35.0
Porównawcza	0%	41.2
Wartość godziwa		35.0
obecna cena		28.5
Potencjał wzrostu/spadku		23%

Wycena DCF

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
Przychody	28.0	34.3	39.8	44.6	48.7	52.6	54.2
- zmiana r/r	60%	23%	16%	12%	9%	8%	
EBITDA	10.7	12.2	13.9	15.1	16.1	17.3	18.1
- marża EBITDA	38.2%	35.5%	34.9%	33.9%	33.0%	33.0%	33.4%
- zmiana r/r	49%	14%	14%	9%	6%	8%	
EBIT	10.6	12.1	13.8	15.0	16.0	17.2	17.7
Stopa podatkowa	15%	12%	12%	12%	12%	12%	19%
NOPAT	9.0	10.6	12.1	13.2	14.0	15.1	14.3
- zmiana r/r	49%	18%	14%	9%	6%	8%	
Amortyzacja	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
Zmiana w kapitale obrotowym	-3.5	-3.7	-4.2	-4.9	-5.8	-6.8	-4.8
CAPEX	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4
FCF	5.4	6.9	7.8	8.1	8.1	8.0	9.5
Stopa wolna od ryzyka	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Beta	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Premia za ryzyko	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Koszt kapitału własnego	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Premia za ryzyko kredytowe	na	na	na	na	na	na	na
Koszt długu po podatku	na	na	na	na	na	na	na
% Dług	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
% Kapitał własny	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
WACC	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Czynnik dyskontowy (%)	97%	90%	83%	76%	70%	65%	65%
wartość bieżąca FCF (PLN m)	5.3	6.2	6.4	6.2	5.7	5.2	
wartość bieżąca FCF 2021-26E (PLN m)	34.9						
Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	3.0%						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PLN m)	112.4						
EV (PLN m)	147.3						
Mniejszości (PLN m, 4Q20)	2.6						
Inwestycje w jednostki stowarzyszone (PLN m, 4Q20)	28.0						
Dywidenda wypłacona (PLN m)	-10.5						
Dług netto (PLN m, 4Q20)	-21.0						
Wartość kapitału własnego (PLN m)	183.2						
Liczba akcji (rozwodniona, m)	5.23						
Wartość godziwa FV (PLN)	35.0						
Cena bieżąca	28.5						
Potencjał wzrostu/spadku	23%						

Analiza wrażliwości DCF

Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (%)	WACC (%)				
	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%
2.0%	34.7	33.0	31.5	30.2	29.1
2.5%	37.0	34.9	33.1	31.6	30.3
3.0%	39.8	37.2	35.0	33.2	31.7
3.5%	43.3	40.0	37.4	35.2	33.4
4.0%	47.8	43.5	40.2	37.5	35.3

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

Tabela 3. Ultimate Games – wycena porównawcza

SPÓŁKA	Cena (waluta lokalna)	Kapitalizacja	P/E			EV/EBITDA		
			EUR m	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E
ACTIVISION BLIZZARD	USD 81.18	53,184	21.2	18.8	17.2	14.8	12.1	10.8
CAPCOM	JPY 3340	6,938	23.1	21.4	20.1	17.1	15.2	13.6
ELECTRONIC ARTS	USD 146.6	35,144	22.2	20.0	17.5	15.1	13.9	12.2
EMBRACER GROUP	SEK 204.2	10,118	22.6	32.0	28.0	11.7	10.1	8.1
KOEI TECMO	JPY 5190	6,688	26.8	25.0	23.6	28.8	23.8	23.3
SQUARE ENIX	JPY 6680	6,276	23.3	21.7	20.2	11.1	10.1	9.5
PARADOX INTERACTIVE	SEK 184.2	1,914	41.6	29.9	26.7	18.5	13.1	11.7
TAKE-TWO INTERACTIVE	USD 160.56	15,760	35.5	23.8	19.2	22.8	14.9	11.6
UBISOFT ENTERTAINMENT	EUR 55.68	6,893	24.4	20.0	16.9	7.2	6.2	4.9
MEDIANA			23.3	21.7	20.1	15.1	13.1	11.6
ULTIMATE GAMES	PLN 28.5	33	15.6	13.8	12.1	9.8	8.8	7.8
Premia dyskonto do spółek porównawczych			-33%	-36%	-40%	-35%	-33%	-32%
Waga			25%	25%		25%	25%	
Implikowana cena (PLN/akcja)			41.2					

Źródło: IPOPEMA Research, Bloomberg, dane pobrane z dnia 06.09.2021.

Podsumowanie inwestycyjne

Podstawowe dane. Ultimate Games zostało założone w 2015 r. przez Pana Mateusza Zawadzkiego (obecnie CEO). W 2016 r. PlayWay zainwestował w Ultimate Games i spółka została włączona do grupy kapitałowej, która obecnie jest jednym z głównych źródeł potencjalnych umów wydawniczych. Podstawowa działalność spółki obejmuje produkcję, wydawnictwo oraz portowanie gier komputerowych na różne platformy, w tym PC, PlayStation, Xbox, Nintendo Switch oraz platformy mobilne. Gry Ultimate Games są sprzedawane w sklepach Steam, Nintendo eShop, Xbox Store, App Store, Google Play i innych.

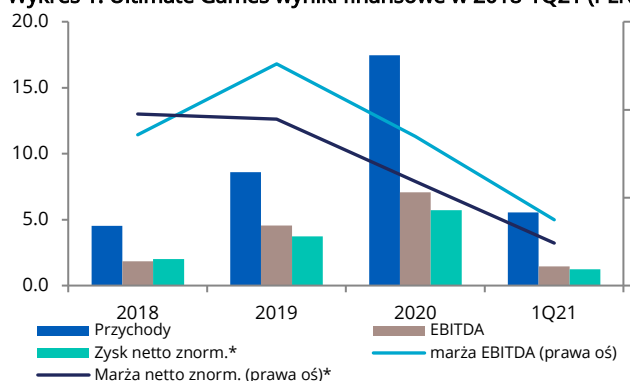
Model biznesowy spółki jest skoncentrowany na dużej ilości nisko-kosztowych produkcji, wytwarzanych w małych zespołach deweloperskich, co w opinii zarządu zmniejsza ryzyko ze względu na istotną dywersyfikację. Spółka pierwotnie specjalizowała się w grach sportowych, związanych z łowieniem i myślistwem, jednak obecne produkcje wykraczają poza ten zakres, reprezentując różne gatunki gier. Ultimate Games wydaje (wliczając porty gier) do 100 gier rocznie (71 gier w 2019 i 89 gier w 2020, z potencjałem na dalsze zwiększanie liczby premier w kolejnych latach).

Ultimate Games zadebiutowało na rynku New Connect 15 czerwca 2018, następnie 30 lipca 2019 notowania spółki zostały przeniesione na rynek główny GPW.

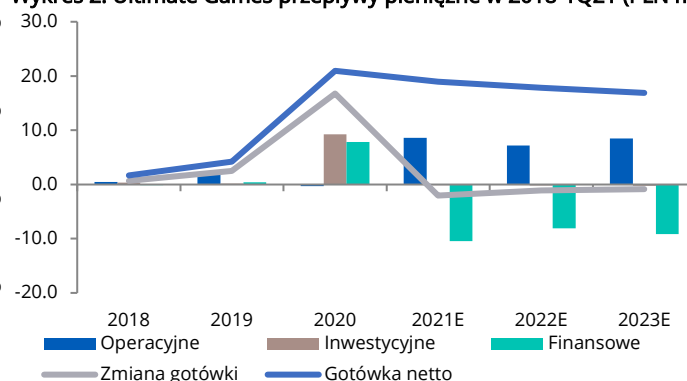
Zespoły deweloperskie. Grupa Ultimate Games liczy obecnie 17 spółek, każda po 1-5 zespołów deweloperskich, co przekłada się na 30-40 wewnętrznych zespołów wspieranych przez zewnętrznych deweloperów (łącznie 60-80 zespołów w różnych lokalizacjach w Polsce). Przeciętny zespół deweloperski liczy od 3 do 10 osób w tym programistę, grafika komputerowego oraz projektanta poziomów oraz osobę odpowiedzialną za muzykę (w wybranych przypadkach jeden deweloper może pełnić kilka z wyżej wskazanych ról). Spółka aktywnie zakłada nowe zespoły deweloperskie, jak i włącza do grupy już utworzone podmioty. W większości przypadków kooperacja między spółką a deweloperami jest kontynuowana po zakończeniu danego projektu, po którym następuje przeniesienie zespołu do nowej produkcji.

Wyniki finansowe. W 2020 r. przychody Ultimate Games wyniosły PLN 17.5m (wzrost o ponad 100% r/r) a znormalizowany zysk netto PLN 5.7m (wzrost o 53% r/r). Wyniki były wspierane przez następujące czynniki: 1) udana premiera gier House Flipper i Cooking Simulator na N. Switch; 2) stabilna sprzedaż Ultimate Fishing Simulator (58 tys. sprzedanych kopii) oraz Thief Simulator, 3) blisko 90 nowych gier wydanych w ciągu roku; 4) wyniki gier mobilnych. Z drugiej jednak strony spółka nie wydała żadnej istotnej nowej gry na platformie PC. Ultimate Games zaraportowało także wstępne wyniki za 1H21, w tym przychody ze sprzedaży produktów PLN 11.6m (wzrost o 77% r/r), EBIT PLN 4.6m (wzrost o 20% r/r) oraz zysk netto PLN 7.6m. W 1H21 Ultimate Games wydało 46 gier, głównie na platformę Nintendo Switch. Zarówno w 2020 jak i w 1H21 spółka kontynuowała proces zmniejszania zaangażowania w spółkach zależnych, co wiązało się ze sprzedażą akcji spółek z grupy oraz wykazywaniem odpowiadających temu procesowi przychodów finansowych.

Wykres 1. Ultimate Games wyniki finansowe w 2018-1Q21 (PLN m)



Wykres 2. Ultimate Games przepływy pieniężne w 2018-1Q21 (PLN m)



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Własne produkcje. Jedną z działalności spółki jest produkcja gier opartych o własne IP (bądź licencje IP od podmiotów trzecich, w którym to przypadku posiadacz IP otrzymuje udział w zyskach z gry), w zazwyczaj niskich budżetach, poniżej PLN 1m. Grupa publikuje kilka preprodukcji na miesiąc, z których następnie selekcjonuje gry o największym potencjale sprzedażowym do dalszej produkcji.

Portowanie gier. W większości przypadków portowanie polega na konwertowaniu gier PC na platformy konsolowe, takie jak Nintendo Switch czy Xbox/PlayStation. Z perspektywy technicznej proces portowania obejmuje przepisanie kodu gry na nową platformę oraz dostosowanie sterowania. W większości przypadków proces portowania zajmuje od 2 tygodni do kilku lub w szczególnych przypadkach nawet 10+ miesięcy, w zależności od złożoności gry oraz wykorzystanego silnika produkcji. Gdy port jest ukończony gra przechodzi proces certyfikacji na odpowiedniej konsoli, który również zajmuje zazwyczaj kilka tygodni do kilku miesięcy. Według prezesa spółki Ultimate Games wydało największą ilość gier na N. Switch w 2020 r. Mateusz Zawadzki oczekuje także wzrostu ilości premier gier na platformach PS/Xbox w ciągu nadchodzących 2-3 lat.

Działalność oparta na portowaniu gier jest realizowana przez kilka spółek z grupy Ultimate, w tym ConsoleWay, 100 Games, UF Games, jak również przez zespoły i partnerów zewnętrznych.

Ultimate Games nie ujawnia szczegółów odnośnie rozliczeń umów portingowych ani przynależnego spółce wynagrodzenia, jednak w wielu przypadkach standardowa umowa na port obejmuje podział zysku 50/50 pomiędzy producentem portu a właścicielem IP.

Struktura grupy. Poniżej prezentujemy strukturę grupy Ultimate Games na koniec 1Q21. Zwracamy uwagę że zdecydowana większość spółek z grupy planuje debiut na rynku NewConnect w przyszłości.

Tabela 4. Struktura grupy Ultimate Games

Nazwa	Udział ULG	typ	opis
3T Games sp. z o.o.	39.18%	konsolidowana	Deweloper gry Ultimate Hunting (planowana premiera w 2022)
Games Box S.A.	48.92%	konsolidowana	Studio pracuje nad kilkoma produkcjami, w tym Riot Control Simulator.
Kapi Kapi Games sp. z o.o.	54.00%	konsolidowana	Spółka planuje rozpoczęcie działalności w branży produkcji gier, wcześniej działalność skupiała się w obszarze specjalistycznego projektowania.
Ultimate Games Mobile S.A. w organizacji	80.00%	konsolidowana	Spółka została założona w 2021 r., głównym celem działalności jest portowanie gier na platformy mobilne.
Ultimate VR sp. z o.o.	22.00%	stowarzyszona	Studio założone we współpracy z Gaming Factory, skoncentrowane na produkcji portów VR.
UF Games S.A.	32.04%	stowarzyszona	Studio działa od 2018 r., powstało we współpracy z Forever Entertainment. Podstawowa działalność spółki to portowanie gier na platformę N. Switch. Największym hitem studia jest Thief Simulator na Nintendo Switch
100 Games sp. z o.o.	40.50%	stowarzyszona	Podstawowa działalność spółki to przeprowadzanie testów QA gier, portowanie oraz produkcja gier.
ConsoleWay S.A.	31.47%	stowarzyszona	Studio specjalizuje się w portowaniu gier na platformy Xbox/PS/Switch. Jednymi z kluczowych nadchodzących tytułów studia są porty gry Mr. Prepper.
Demolish Games S.A.	39.11%	stowarzyszona	Studio skupia się na symulatorach, w tym serii Demolish&Build. Obecnie spółka pracuje nad grą Demolish&Build 2021.
Manager Games S.A.	43.77%	stowarzyszona	Studio koncentruje się na produkcji gier typu manager/tycoon. Flagowa produkcja gry to Car Mechanic Manager, której premiera planowana jest na 2022.
Golden Eggs Studio sp. z o.o.	35.00%	stowarzyszona	Spółka została założona w 2016 r. i posiada kilka mniejszych tytułów w swoim portfolio.
Ultimate Licensing sp. z o.o.	40.00%	stowarzyszona	Celem spółki jest pozyskiwanie praw licencyjnych dla grupy Ultimate Games.
NPC Games S.A.	35.00%	stowarzyszona	Produkcja gier na różne platformy. Spółka została zawiązana we współpracy z CreativeForge Games i obecnie pracuje nad grą Scrap Games.
G11 S.A.	34.00%	stowarzyszona	Produkcja gier na różne platformy. Spółka pracuje nad konwersją gry planszowej Uboat na komputery PC.
Grande Games S.A.	43.00%	stowarzyszona	Produkcja gier na różne platformy. Spółka założona we współpracy z GamePlanet S.A. Obecnie pracuje nad Coal Mining Simulator.
Ultimate Games Marketing S.A.	37.00%	stowarzyszona	Spółka została założona w 2021 w celu opracowywania kampanii marketingowych dla Ultimate Games oraz spółek z grupy PlayWay.

Źródło: spółka, IPOPEMA Research

UF Games. W lipcu 2018 Ultimate Games we współpracy z Forever Entertainment założył nową spółkę UF Games, w której obecnie Ultimate Games posiada 32% akcji. UF Games koncentruje się na produkcji portów gier dla spółek z grupy PlayWay. Według informacji zarządu Ultimate Games spółka jest rentowna (największym tytułem spółki jest Thief Simulator na Nintendo Switch). UF Games ogłosiło że planuje debiut na NewConnect. Spółka już wybrała doradcę i jest w procesie przygotowań do debiutu.

Przewagi konkurencyjne. Poniżej prezentujemy listę kluczowych w naszej opinii przewag konkurencyjnych spółki, które w naszej opinii pozwoliły spółce na odniesienie sukcesu (2018-20 CAGR przychodów na poziomie 57%) na wysoko konkurencyjnym rynku:

- **Dywersyfikacja ryzyka.** Spółka produkuje dużą ilość gier o zróżnicowanym charakterze, co przekłada się na istotne szanse wyprodukowania hitu sprzedażowego, a ryzyko pojedynczej premiery jest wyraźnie niższe z perspektywy grupy.
- **Niskie koszty produkcji.** Spółka koncentruje się na niszach rynkowych w których nawet nisko-kosztowe produkcje mogą być zyskowne i generować istotne zwroty na inwestycji. Średni koszt produkcji w grupie waha się pomiędzy PLN 50 -300 tys., niemniej spółka podejmuje się produkcji także większych gier jak Ultimate Hunting (budżet w wysokości kilku m PLN).
- **Marketing oparty o social media.** Profil Ultimate Games jest obserwowany przez 150 tys. użytkowników na Facebook, a spółka współpracuje z kilkoma tysiącami influencerów na platformach YouTube, Twitch oraz z prasą branżową. Ultimate korzysta także z przewag możliwych do uzyskania dzięki wykorzystaniu wzajemnej promocji tytułów ze swojego portfolio a także z portfolio grupy PlayWay.
- **Udział deweloperów w zyskach.** Spółka utrzymuje niskie koszty produkcji, jednak motywacją dla deweloperów jest partycypacja w zyskach z gier. W przypadku sukcesu gry tego typu umowa może okazać się bardzo korzystna dla dewelopera, co sprawia że twórcy są często bardziej zainteresowani takim rozwiązaniem niż podstawowym wynagrodzeniem. Spółce powyższy model pozwala utrzymywać oczekiwaną jakość produkcji, jednocześnie transferując część ryzyka sukcesu gry na jej twórców.

Strategia. Strategia Ultimate Games skupia się na utrzymaniu podstawowych przewag spółki a także rozszerzeniu skali działalności oraz poprawie jej pozycji rynkowej. Spółka planuje dalej operować w niszach rynkowych, aktualizować obecne portfolio oraz wydawać kolejne edycje gier, jak i produkować nowe gry które będą wpasowywać się w obraną strategię. Niemniej jednak CEO zwraca uwagę, że przyszłe budżety produkcyjne mogą być istotnie wyższe niż w przeszłości, jako że spółka chce produkować większe i bardziej dopracowane gry. Dobrym przykładem jest Ultimate Hunting o budżecie deweloperskim szacowanym na PLN 3-5m, znacząco powyżej średniego poziomu w grupie. Ultimate chce także inwestować w większe i droższe porty gier.

Spółka planuje utrzymać dotychczasową koncentrację na cyfrowych kanałach sprzedaży. Jednym z elementów strategii Ultimate Games jest zwiększenie obecności spółki na obiecujących rynkach chińskim i japońskim. Aby przyspieszyć ekspansję w Chinach Ultimate Games podpisało umowę z Beijing CE-Asia Co. Ltd. na dystrybucję gier PC w Chinach w tym: Bad Dream: Fever, Professor Madhouse, Earthworms, Bouncy Bob, Darkest Hunters, Professional Fishing, Godly Corp, Mech Rage, Clinically Dead, Escape Doodland oraz mobilnej gry Ultimate Fishing Simulator. W 2021 Spółka podpisała nową umowę dystrybucyjną z Silk Road Games (grupa PlayWay), które współpracuje bezpośrednio ze spółką zależną grupy Liaoning publishing, jednego z największych wydawców w kraju. Nowa umowa ma na celu przyspieszenie wydania Ultimate Fishing Simulator, który obecnie jest dostosowywany do obowiązujących regulacji. Ultimate Games planuje także dalej rozszerzać swoją działalność na zróżnicowanych platformach, w tym PC, konsolach i platformach mobilnych.

Spółka cały czas pracuje nad pozyskiwaniem nowych umów na portowanie gier, jak i poszukuje nowych zespołów deweloperskich z którymi mogłaby nawiązać współpracę, która w dalszym ciągu ma być oparta na podziale zysków z gier.

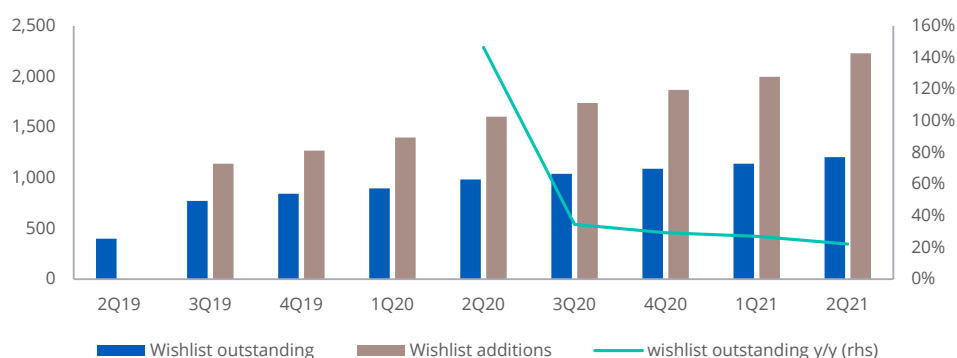
Portfolio gier

Pośród wiodących tytułów studia wyróżniamy: Ultimate Fishing Simulator PC, Ultimate Fishing Simulator Mobile, House Flipper na Nintendo Switch, Thief Simulator na Nintendo Switch oraz Cooking Simulator na Nintendo Switch.

Najważniejsze nadchodzące tytuły z grupy Ultimate Games to: Mr. Prepper (porty PS/Xbox/N. Switch), Car Mechanic Simulator 2018 (port na N. Switch), Uboat (porty na PS/Xbox/N. Switch), Drug Dealer Simulator (N. Switch), Builders of Egypt (porty PS/Xbox/N. Switch), Ultimate Fishing Simulator 2 (własne IP, planowana premiera na wszystkich platformach) oraz Thief Simulator 2.

Na dzień 12 czerwca 2021 Ultimate Games zaraportowało Steam wishlist outstanding na poziomie 1.205m zapisów (wzrost o 22% r/r) oraz wishlist additions w wysokości 2.232m dla całego posiadanego portfolio gier.

Wykres 3. Ultimate Games – zaraportowana wishlist 2Q19-2Q21 (tys. zapisów)



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Ultimate Fishing Simulator

Ultimate Fishing Simulator został wydany w formule wczesnego dostępu 30 listopada 2017 r., a 30 sierpnia 2018 r. gra została wydana w pełnej wersji. Obecnie UFS1 sprzedał się już w nakładzie ponad 210 tys. sztuk (58 tys. w samym 2020 r.). Średnia ocena gry na Steam wynosi 89% pozytywnych recenzji (3.8 tys. opinii). Podstawowa cena gry to USD 20.

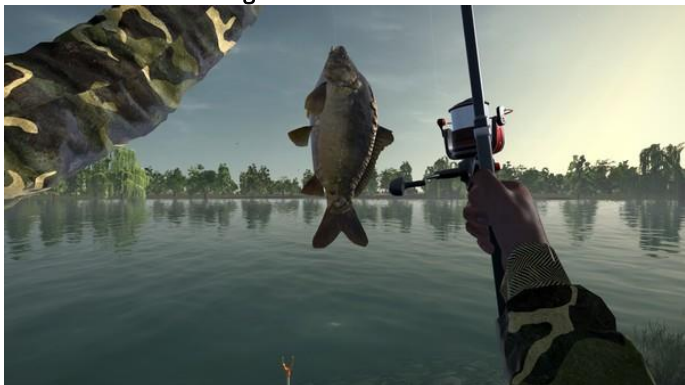
Ultimate Fishing Simulator to symulator łowienia ryb, który umożliwia graczowi sprawdzenie swoich umiejętności jako rybak na łowiskach zlokalizowanych w różnych częściach świata (USA, Kanada, Rosja i inne). Gra pozwala na łowienie ryb z łodzi, wybrzeża, czy też łowienie w przerebłu. W produkcji wprowadzono liczne rodzaje ryb dostępne w różnorodnych lokacjach i wymagające zastosowania odmiennego sprzętu jak i podejścia gracza w celu złowienia.

Gra działa na oryginalnym systemie fizyki wody, posiada tryb dnia i nocy oraz różnych warunków pogodowych. Gracz może także skorzystać z zintegrowanego edytora poziomów aby tworzyć własne łowiska. Gra zawiera także elementy multiplayer – turnieje dla graczy.

Obecnie sprzedaż gry przekroczyła 210 tys. sztuk w wersji podstawowej oraz 500 tys. sztuk uwzględniając sprzedaż dodatków do gry. W celu lepszej monetyzacji produkcji Ultimate Games wydało 9 DLC oraz wersję gry na urządzenia VR.

Gra jest również dostępna na urządzeniach mobilnych, gdzie została wydana 27 października 2017 i osiągnęła ponad 5m pobrań w sklepie Google Play przy średniej ocenie 4.7/5 (237 tys. recenzji).

Obraz 1. Ultimate Fishing Simulator screenshot 1



Obraz 2. Ultimate Fishing Simulator screenshot 2



Źródło: Spółka

Ultimate Fishing Simulator 2

Ultimate Fishing Simulator 2 jest to kontynuacja największego sukcesu sprzedażowego spółki. UFS2 jest produkowany przez MasterCode Studio, jako że deweloper pierwszej części gry (BitGolem) nie był zainteresowany pracą nad kolejnym tytułem z serii. Planowana premiera gry we wczesnym dostępie ma się odbyć w 2021 r., przy czym demo z gry zostało udostępnione w maju 2021. Według zarządu nowe materiały z gry są udostępniane na bieżąco, a cała produkcja jest tworzona we współpracy z graczami. Kluczowe różnice wobec UFS1 to: 1) nowe mapy i ryby; 2) nowy system sztucznej inteligencji ryb oraz zachowania; 3) nowy system rozwoju postaci i walki; oraz 4) nowy system fizyki i inne. Gra jest tworzona na silniku Unity, a budżet deweloperski jest szacowany na PLN 0.5m (2x więcej niż USF 1).

Deweloper planuje premierę gry na wszystkich platformach. Stan na wrzesień 2021 to 9.4 tys. obserwujących grę na Steam (ang. followers), oraz 271 miejsce w rankingu Steam top wishlist.

Obraz 3. Ultimate Fishing Simulator 2 screenshot 1



Obraz 4. Ultimate Fishing Simulator 2 screenshot 2



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Ultimate Hunting

Ultimate Hunting produkowane jest przez 3T Games (Ultimate Games posiada 39% udział w spółce) i jest obecnie największą z planowanych produkcji w grupie (budżet deweloperski pomiędzy PLN 3-5m), z planowaną premierą wczesnego dostępu PC na 2022 r. (wersja konsolowa planowana jest w dalszej przyszłości). Gra powstaje na silniku Unreal Engine.

W grze gracz wciela się w myśliwego który poluje na różne gatunki zwierząt w rezerwach w Afryce i Ameryce.

Game reveal trailer osiągnął 75 tys. Wyświetleń na oficjalnym kanale YouTube spółki. Tytuł referencyjny gry, The Hunter: Call of the Wild™, osiągnął 72 tys. recenzji na Steam (est. 2-3m kopii sprzedaży). Obecnie spółka planuje prezentację strony Steam gry.

Obraz 3. Ultimate Hunting materiał promocyjny 1



Obraz 6. Ultimate Hunting materiał promocyjny 2



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Thief Simulator 2

Thief Simulator to jeden z największych sukcesów sprzedażowych grupy PlayWay, z oceną Steam na poziomie 86% pozytywnych komentarzy spośród 12.6 tys. opinii (360 tys. kopii sprzedanych w 12M od premiery, ponad 700 tys. kopii sprzedanych na koniec 2020 r.). 27 kwietnia 2020 Ultimate Games podpisało umowę z PlayWay na produkcję kontynuacji gry, zgodnie z którą budżet deweloperski zostanie pokryty przez PlayWay a Ultimate Games otrzyma udział w zyskach z produkcji. Gra ma zostać wydana na wszystkich platformach.

Strona Steam gry jest obecnie aktywna a produkcja jest w ok. 50% zakończona. Gra tworzona jest przez mały, wewnętrzny zespół (deweloper gry Wanking Simulator) a kamienie milowe produkcji są realizowane zgodnie z harmonogramem. Kolejnym istotnym wydarzeniem powinna być premiera demo gry. Stan na wrzesień 2021 wykazuje iż gra zgromadziła 1.3 tys. obserwujących (ang. followers) na platformie Steam oraz osiągnęła 764 miejsce w rankingu Steam top wishlist.

Obraz 7. Thief Simulator 2 screenshot



Obraz 8. Thief Simulator 2 screenshot



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Portfolio portów konsolowych.

Najważniejsze wydane dotychczas porty gier przez grupę to:

- **House Flipper (N. Switch)** – port wydany w czerwcu 2020 przez Ultimate Games w cenie USD 25, 100 tys. kopii zostało sprzedane na koniec maja 2021. Wersja PC gry przekroczyła 2.0m kopii sprzedaży, a na wszystkich platformach gra sprzedała ponad 2.5m kopii.
- **Thief Simulator N. Switch** – port wydany w maju 2019 przez UF Games w podstawowej cenie USD 20. Obecnie gra przekroczyła 1m kopii sprzedaży na N. Switch (przy czym istotna część sprzedaży realizowana była przy wysokich przecenach), wielokrotnie osiągając tzw. featuring (wysokie pozycjonowanie) na platformie. Wersja PC gry sprzedała ponad 700 tys. kopii na koniec 2020 r.

- **Cooking Simulator N. Switch** – port wydany w maju 2020 przez UF Games, w bazowej cenie USD 20. Wersja PC gry sprzedała się w nakładzie ponad 500 tys. kopii na koniec 2020 r.

Nadchodzące kluczowe porty spółki prezentujemy w zestawieniu poniżej (zwracamy uwagę, iż lista zawiera produkcje Ultimate Games oraz spółek zależnych, włączając UF Games tworzone we współpracy z Forever Entertainment; Odpowiedni udział w wyniku poszczególnych gier przypadający na Ultimate Games może być różny, w zależności od udziału spółki w studiu odpowiedzialnym za produkcję portu):

- **Mr. Prepper** – wersja PC gry została wydana w marcu 2021, gra osiągnęła 2.4k recenzji (szacunkowa sprzedaż 100 tys. kopii), przy czym 83% pozytywnych. Ultimate Games (spółka zależna ConsoleWay) jest odpowiedzialne za port gry na wszystkie platformy.
- **Car Mechanic Simulator 2018** – wersja PC gry została wydana w lipcu 2017, obecnie gra otrzymała 36.3 tys. recenzji na Steam, w tym 89% pozytywnych. Na koniec 2020 r. gra sprzedała ponad 1.4m kopii na PC (Steam). Grupa Ultimate Games jest odpowiedzialna za port gry na N. Switch, którego premiera planowana jest w tym roku.
- **Uboat** – wersja PC gry została wydana w kwietniu 2019, obecnie zgromadziła 10.4 tys. recenzji, w tym 79% pozytywnych, a na koniec 2020 r. gra sprzedała się w nakładzie 300k kopii. Grupa Ultimate Games jest odpowiedzialna za porty gry na wszystkie platformy (UF Games opracowuje port na N. Switch).
- **The Dealer Simulator/Drug Dealer Simulator** – Wersja PC gry została wydana w kwietniu 2020, obecnie zgromadziła 8.8 tys. recenzji, w tym 87% pozytywnych. Na koniec 2020 r. gra sprzedała się w nakładzie przekraczającym 200 tys. kopii. UF Games jest odpowiedzialne za port gry na N. Switch.
- **Builders of Egypt** – gra nie została jeszcze wydana na PC, raportowana wishlist (czerwiec 2021) wyniosła ponad 250 tys. zapisów. Jedną z kluczowych nadchodzących premier w grupie PlayWay. Ultimate Games (ConsoleWay) jest odpowiedzialne za porty gry na wszystkie platformy.

Obraz 9. House Flipper N. Switch screenshot



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Obraz 10. Thief Simulator N. Switch screenshot



Obraz 11. Cooking Simulator N. Switch screenshot



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Obraz 12. Mr. Prepper PC screenshot



Prognozy operacyjne i finansowe

Prognoza 2021E. Zgodnie ze wstępnymi danymi zaraportowanymi przez spółkę Ultimate Games wygenerowało istotny wzrost wyników w 1H21, osiągając przychody ze sprzedaży na poziomie PLN 11.6m, wzrost o 77% r/r oraz EBIT na poziomie PLN 4.6m, wzrost o 20% r/r. Szacujemy że takie wyniki przekładają się na PLN 4.1m, znorm. zysku netto (wzrost o 21% r/r). Wyniki były w dużej mierze wsparte licznymi premierami (46 nowych gier wydanych w 1H21), jednak głównie mniejszych gier. Nie spodziewamy się aby spółka miała zwolnić tempo w 2H21 i oczekujemy premiery kolejnych 54 nowych tytułów (łącznie 100 premier w 2021E, +12% r/r). Pośród kluczowych tytułów których premier oczekujemy jeszcze w tym roku (prawdopodobnie w 4Q21E) zwracamy uwagę na Car Mechanic Simulator 2018 na N. Switch (szacujemy PLN 1m przychodów z gry w tym roku), Bakery Simulator (PLN 1m przychodów) oraz Ultimate Fishing Simulator 2 (PLN 1.7m przychodów). Łącznie prognozujemy PLN 28.0m przychodów ze sprzedaży w tym roku (+60% r/r). Oczekujemy również, że stosunek kosztu usług obcych do przychodów wzrośnie do 57% z 52% odnotowanych w 2020, co przełoży się na koszty operacyjne na poziomie PLN 17.4m (wzrost o 68% r/r, koszty usług obcych stanowią 91% kosztów operacyjnych spółki). Prognozujemy znormalizowany zysk netto na poziomie PLN 9.5m, wzrost o 66% r/r.

Tabela 5. Ultimate Games – Szacunki sprzedaży wybranych premier w 2022E

Wolumen sprzedaży w pierwszych 12M od premiery	Liczba gier założonych w prognozie	Potencjalne premiery
150 tys.	1	Ultimate Hunting (wczesny dostęp na PC), Thief Simulator 2 (PC)
50 tys.	2	Mr. Prepper (porty konsolowe na Xbox, PS4, N. Switch), Builders of Egypt (porty konsolowe na Xbox, PS4, N. Switch), Uboat (N. Switch), Drug Dealer Simulator (N. Switch), Demolish & Build (PC)

Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Prognozy na lata 2022-23E. Spodziewamy się że Ultimate Games będzie kontynuować strategię dużej liczby premier w najbliższych latach, jednak przy wzrastającym znaczeniu jakości gier wobec ilości premier. W związku z tym spodziewamy się że liczba premier osiągnie 105 w 2022E oraz 110 w 2023E po czym ustabilizuje się na tym poziomie. Oczekujemy także że spółka rozpocznie produkcję większych gier takich jak Ultimate Hunting oraz Thief Simulator 2, jak również większy i droższy portów konsolowych dla kluczowych tytułów z portofolio grupy PlayWay, takich jak Builders of Egypt czy Mr. Prepper. W związku z tym widzimy potencjał aby spółka przekroczyła wyniki dotychczasowych gier w najbliższych latach (Ultimate Fishing Simulator osiąga sprzedaż rzędu 60 tys. kopii na PC rocznie, a House Flipper na N. Switch 100 tys. rocznie), realizując jedną premierę o potencjale 150 tys. kopii sprzedaży w pierwsze 12M od premiery. Zakładamy również że spółka będzie publikować rocznie kilka średnich gier o potencjale sprzedaży 50k w 12M (patrz tabela poniżej). Po stronie kosztowej głównym czynnikiem pozostaną prawdopodobnie koszty usług obcych, których stosunek do przychodów szacujemy że będzie stopniowo wzrastać (ze względu na rosnące koszty produkcji i tantiem), osiągając 61% w 2023E.

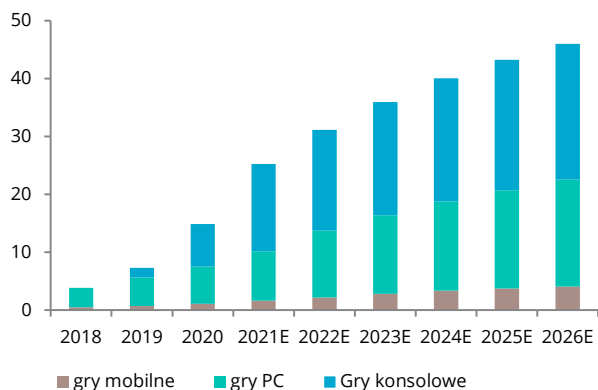
Na podstawie zaprezentowanych powyżej założeń szacujemy że Ultimate Games zrealizuje w latach 2022/22E przychody na poziomie PLN 34.3m oraz PLN 39.8m (wzrost odpowiednio o 23%/16%) oraz znorm. zysk netto na poziomie PLN 10.8m i PLN 12.3m (wzrost o 13%/15%).

Tabela 6. Ultimate Games – Prognozowany rozkład premier (liczba wydanych gier o danym potencjale sprzedaży) w 2022-26E

Wolumen sprzedaży w pierwszych 12M od premiery	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
300 tys.	0	0	0	0	0
150 tys.	1	1	1	1	1
50 tys.	2	3	5	5	5
Mniejsze gry	102	106	104	104	104
Łączna liczba premier	105	110	110	110	110

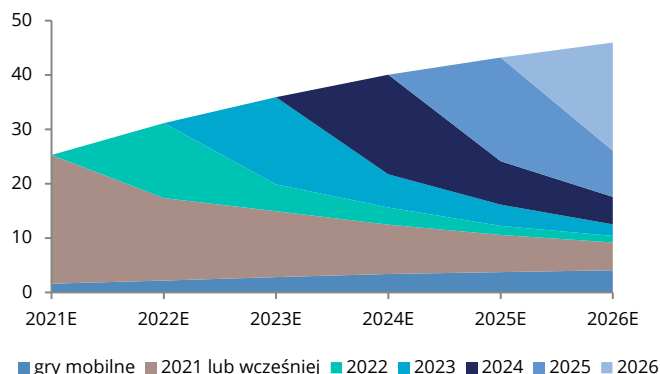
Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Wykres 4. Ultimate Games: struktura sprzedaży w zależności od platformy w 2018-26E (PLN m)



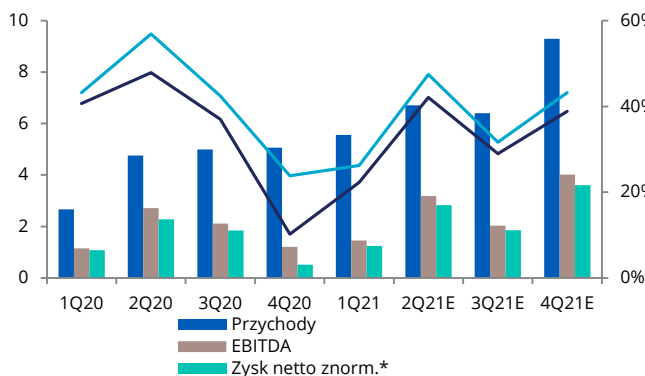
Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Wykres 5. Ultimate Games: struktura przychodów w zależności od roku premiery w latach 2021-26E (PLN m)

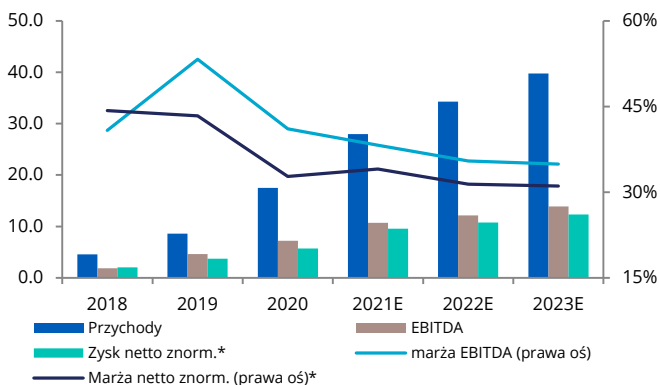


Wykres 6. Ultimate Games: wyniki kwartalne 1Q20-4Q21E (PLN m)

Ultimate Games results in 1Q20-4Q21E (PLN m)

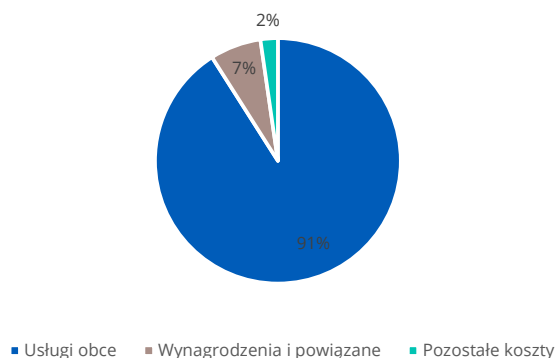


Wykres 7. Ultimate Games - Przychody, EBITDA, znorm. zysk netto w latach 2018-2023E (PLN m)



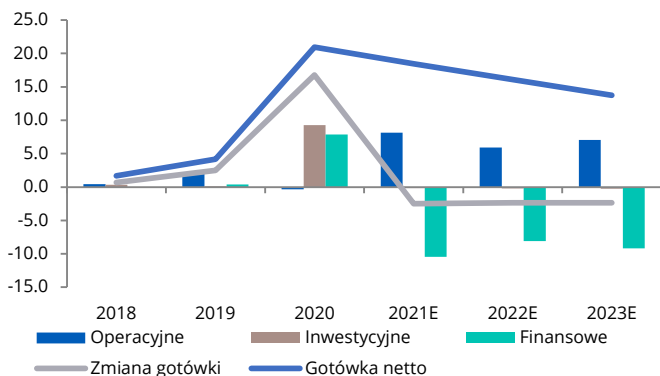
Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Wykres 8. Ultimate Games: struktura kosztów operacyjnych w 2021E



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

Wykres 9. Ultimate Games: przepływy pieniężne w 2018-2023E (PLN m)



2Q21E Prognoza wyników

Termin publikacji pełnych wyników finansowych za 2Q21 Ultimate Games został wyznaczony na 24 września 2021.

Ultimate Games zaraportował już wstępne dane finansowe, zaprezentowane poniżej:

- **Przychody ze sprzedaży produktów wyniosły PLN 6.7m, wzrost o 37% k/k;**
- EBIT wyniósł PLN 3.2m, wzrost o 120% k/k
- Zysk brutto wyniósł PLN 6.1m;
- Raportowany zysk netto wyniósł PLN 5.1m;
- **Szacujemy znormalizowany zysk netto na PLN 2.8m, wzrost o 128% k/k.**
- Spółka zaraportowała stan gotówki na koniec kwartału na poziomie PLN 11.7m, spadek z PLN 25.1m, głównie za sprawą wypłaty dywidendy w wysokości PLN 10.5m.

Tabela 4. Ultimate Games – 2Q21E prognoza wyników

ULG PW (PLN m)	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	Y/Y	Q/Q
Przychody ze sprzedaży produktów	4.4	4.5	3.8	4.9	6.7	53%	37%
EBITDA	2.7	2.1	1.2	1.5	3.2	17%	118%
EBIT	2.7	2.1	1.2	1.4	3.2	17%	120%
Zysk netto raportowany	3.1	2.2	26.1	2.5	5.2	66%	110%
Zysk netto znormalizowany*	2.3	1.8	0.5	1.2	2.8	24%	128%

Źródło: spółka, IPOPEMA Research *wyniki znormalizowane o wynik na sprzedaży akcji spółek zależnych oraz niegotówkowy wynik na utracie kontroli nad spółkami zależnymi.

Załącznik 1 – 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 nowe technologie okażą się bardziej interesujące dla graczy.

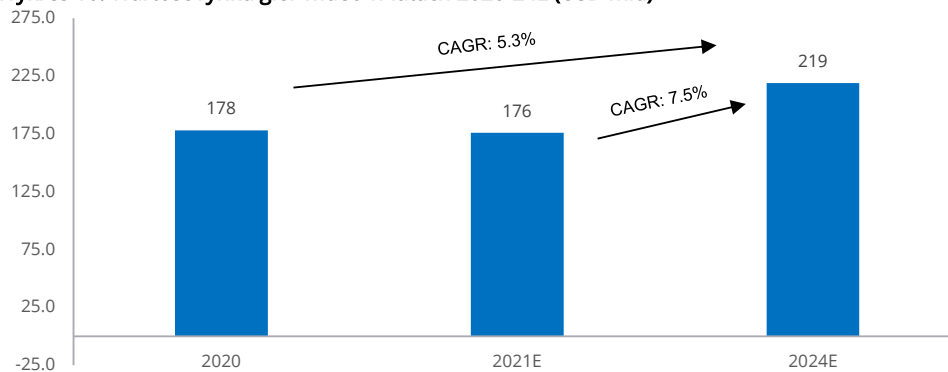
Ryzyko ograniczonej liczby kanałów sprzedaży oraz zależności od dystrybutorów. Zdecydowana większość sprzedaży gier wideo realizowana jest w cyfrowych sklepach konsol (Xbox, PlayStation, Nintendo) jak i w dużych cyfrowych sklepach PC, takich jak Steam. Ultimate Games również realizuje większość sprzedaży 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.

Załącznik 2 – Rynek gier wideo

W 2020 rynek gier wideo osiągnął rekordowy poziom USD 178mld (wzrost o 23% r/r), odnotowując rekordowe poziomy odpowiednio dla każdego kwartału roku. Perspektywa na rok 2021E wydaje się mniej optymistyczna, przy prognozach 1% spadku r/r wartości rynku do USD 176mld, głównie za sprawą 9% spadku r/r w segmencie konsol do poziomu USD 49.2mld co jest skutkiem licznych opóźnień spowodowanych pandemią COVID-19 i jej wpływem na produkcje gier AAA, a także zakłóceniem łańcuchów produkcji konsol do gier. Podobny wpływ pandemii jest oczekiwany w segmencie PC, aczkolwiek tutaj wpływ ten jest raczej ograniczony. Z drugiej strony według szacunków Newzoo segment mobilny powinien w tym roku osiągnąć nowy rekord przy wartości rynku USD 91mld, wzrost o 4% r/r, uwzględniając wysoką bazę z 2020 r. oraz zaburzenia na rynku spowodowane wprowadzeniem iOS14.5 oraz związaną z tym zmianą polityki prywatności (IDFA). Podobnie jak w poprzednich latach silny wzrost segment mobilnego jest związany ze wzrostem rynków azjatyckich, Bliskiego Wschodu i Afryki.

Pomimo słabszych wyników w 2021E, długoterminowy potencjał rynku gier wideo pozostaje wysoki, przy oczekiwanym CAGR rynku na poziomie 7.5% w latach 2021-24E. Obecne problemy rynkowe mają charakter krótkoterminowy, z drugiej strony długoterminowe trendy takie jak wzrastająca liczba graczy globalnie oraz ich wzrastające zaangażowanie prowadzą do lepszej monetyzacji gier i stanowią podstawę do dalszego wzrostu rynku.

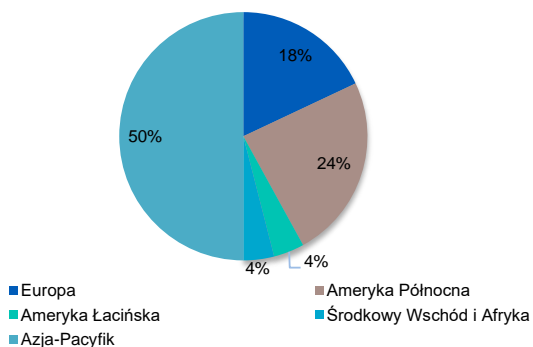
Wykres 10. Wartość rynku gier wideo w latach 2020-24E (USD mld)



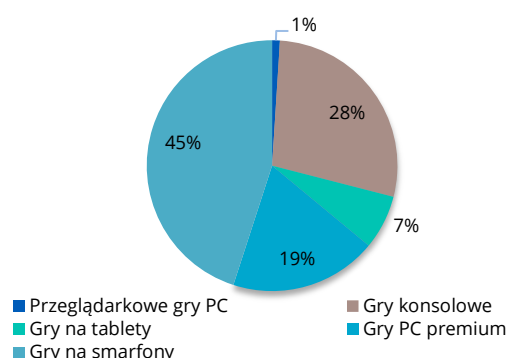
Źródło: Newzoo, IPOPEMA Research

Największy region geograficzny rynku gier wideo obejmuje Azje-Pacyfik, który to region jest szacowany na 50% globalnego rynku gier w 2021E (USD 88mld, wzrost o 3% r/r). Kluczowym krajem są Chiny z rynkiem o wartości USD 45.6mld, które są również regionem zdominowanym przez gry mobilne. Zarówno Ameryka Północna jak i Europa są również ważnymi regionami odpowiadającymi za 24% i 18% globalnego rynku. Niemniej znaczenie tych rynków będzie prawdopodobnie spadać wraz ze wzrostem rynków Ameryki Łacińskiej oraz Bliskiego Wschodu i Afryki odnotowujących wysokie dynamiki rozwoju ze względu na intensywnie przyrastającą liczbę graczy w tych krajach.

Wykres 11. Globalny rynek gier wideo – struktura geograficzna w 2021E



Wykres 12. Globalny rynek gier wideo – struktura ze względu na platformy

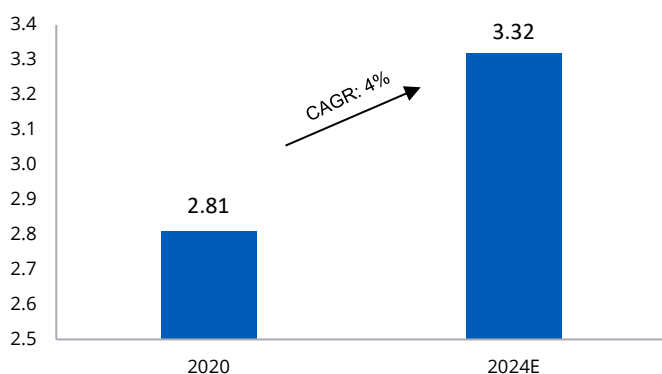


Źródło: Newzoo, IPOPEMA Research

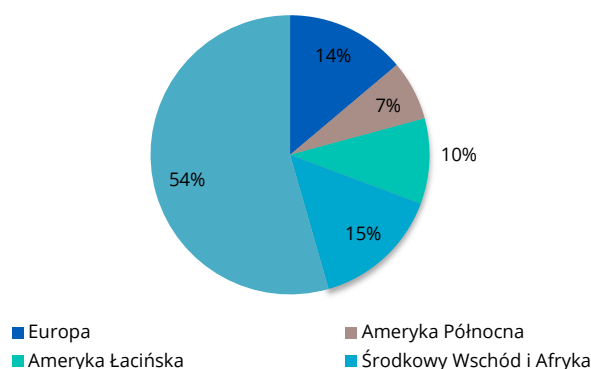
Jak zaprezentowano powyżej, jednym z kluczowych czynników wzrostu rynku gier wideo jest wzrastająca liczba graczy. Newzoo szacuje że na koniec 2021E liczba graczy zbliży się do 3.0mld, wzrastając o 5% vs. 2020 r., co świadczy o tym że wzrost liczby graczy odnotowany w czasie pandemii pozostanie prawdopodobnie utrzymany w długim terminie. Kluczowym czynnikiem dla przyrostu liczby graczy jest powiększanie się populacji z dostępem do Internetu a także poprawa infrastruktury internetowej oraz wzrastająca dostępność telefonów komórkowych i pakietów danych mobilnych. Wzrost liczby graczy jest szacowany na średniorocznym poziomie 4% w latach 2020-24E, co pozwoli na przekroczenie 3.3mld graczy na świecie w 2024E.

Na koniec 2021E szacuje się populację graczy mobilnych na 2.8mld, graczy PC na 1.4mld a użytkowników konsol na 871m. W tym ostatnim przypadku wzrost liczby graczy może wiązać się z otwieraniem nowych rynków na konsole, takich jak Chiny czy Korea Południowa, które historycznie nie były dostępne dla tych platform.

Wykres 13. Prognoza globalnej liczby graczy (Mld)



Wykres 14. Prognoza struktury bazy graczy ze względu na region w 2021E

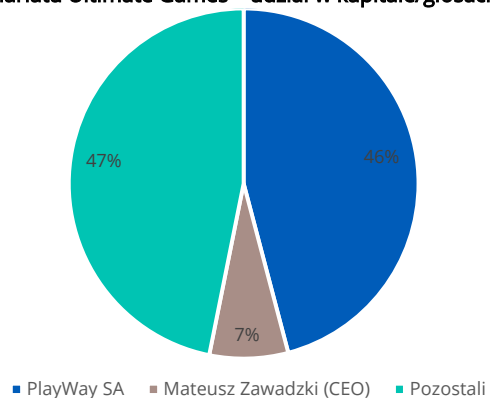


Źródło: Newzoo, IPOPEMA Research

Załącznik 3 – Struktura akcjonariatu

Poniżej prezentujemy strukturę akcjonariatu Ultimate Games zaraportowaną w sprawozdaniu finansowym 1Q21 z dnia 13 maja 2021.

Wykres 15. Struktura akcjonariatu Ultimate Games – udział w kapitale/głosach (%)



Źródło: spółka, IPOPEMA Research

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. Piękna 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 S.A. 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. nie weryfikowała 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 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 rozpowszechniana bezpośrednio lub pośrednio w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie lub Japonii.

Niniejszy dokument nie stanowi jakiegokolwiek oferty sprzedaży lub nakłaniania do jakiegokolwiek oferty kupna lub sprzedaży jakichkolwiek 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 uwzględnienia 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 S.A., ML System S.A., OncoArendi Therapeutics S.A., PointPack S.A., SFD S.A., Synektik S.A., Fabryka Farb i Lakierów Śnieżka S.A., Ultimate Games S.A., Vigo System 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/gpwa>.

Na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Bukareszcie („BVB”), IPOPEMA Securities S.A. tworzy materiały analityczne dla następujących spółek: Bittnet Systems S.A. i Impact Developer & Contractor 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 księgowo, 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 S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej i subiektywnej oceny analityków.

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

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%

IPOPEMA Research – Rozkład ratingów (1 kwietnia 2020 – 30 czerwca 2021)

	Liczba	%
Kup	19	76%
Trzymaj	6	24%
Sprzedaj	0	0%
Suma	25	100%

Historia ratingów – Ultimate Games

Data	Rekomendacja	F V	Cena z rekomendacji	Autor
07.09.2021	KUPUJ	35,0	28,5	Michał Wojciechowski, Marcin Nowak