

wtorek, 25 sierpnia 2020 | raport analityczny

PlayWay: akumuluj (nowa)

PLW PW; PLWP.WA | Gaming, Polska

Skalowanie sprawdzonego modelu biznesowego

Grupa PlayWay (PLW) specjalizuje się w tworzeniu średnio i niskobudżetowych gier na wszystkie platformy. Między latami 2016 i 2019 zysk netto PLW wzrósł z 5,7 mln PLN do 87 mln PLN. Jest to efekt konsekwentnie realizowanej strategii opartej o produkcję wielu gier o relatywnie niskim budżecie oraz atrakcyjnym koncepcie, co pozwala na minimalizację ryzyka operacyjnego. W ślad za wzrostem wyników zwiększa się ilość zespołów deweloperskich oraz spółek zależnych/stowarzyszonych, których liczba wyniosła 11/38/50/63 odpowiednio w latach 2016/2018/2019/lipiec 2020. Część ze spółek z Grupy zadebiutowało na GPW/NC, a wiele ma w planach debiut w najbliższych kwartałach. Zwracamy uwagę, że rosnący zasięg Grupy wśród graczy i doświadczenie biznesowe przekładają się na zwiększanie potencjału komercyjnego kolejnych gier. Biorąc pod uwagę obecnie zapowiedziane gry oczekujemy wzrostu projektów o wysokim potencjale komercyjnym z 4 w 2019 roku do 13 w 2020 roku i 20 w 2021 roku (szacunki oparte na Steam Wishlist), co powinno mieć przełożenie na osiągnięte przez Grupę wyniki. Zgodnie z zebranymi przez nas danymi Grupa ma zapowiedzianych 110 gier na kolejne lata, co stanowi około 12% ogólnej liczby gier na Steam Wishlist. Biorąc powyższe pod uwagę, zakładamy wzrost sprzedaży o 33%/106% odpowiednio w latach 2020/21 oraz wzrost zysku netto o 21%/74% r/r odpowiednio w latach 2020/21. Biorąc pod uwagę nasze prognozy, spółka jest obecnie wyceniana na 17,5x/17,5x P/E'21/22. Rekomendujemy akumulowanie akcji PLW wyznaczając cenę docelową na 549 PLN.

Doświadczenie procentuje

Grupa PlayWay udziela wszelkiego wsparcia przy produkcji i wydawnictwie gier spółek z Grupy. Zdobyte doświadczenie pozwala na lepszą weryfikację pomysłów, odpowiednie testy produkcji, efektywne budowanie wishlist, cross-promocje z innymi grami z Grupy. Od 2019 roku nacisk został położony na portowanie gier na inne platformy, aby zwiększyć ich potencjał komercyjny.

Utrzymanie dobrej dyscypliny kosztowej

Koszty produkcji gier spółek z grupy PlayWay są niskie i utrzymują się zazwyczaj w granicach kilkuset tysięcy PLN do miliona PLN. Częstą praktyką jest udział deweloperów w zyskach z produkcji, co przekłada się na niższe koszty wytworzenia gry oraz większą motywację przy tworzeniu projektu. Koszty produkcji większości gier wydanych w latach 2017-19 zwróciły się w mniej niż 3 dniach od premiery. Wsparcie Grupy przy marketingu, księgowości i obsłudze prawnej pozwala na minimalizowanie kosztów.

Wysoka ilość premier w 4Q'20 i 2021 roku

Zgodnie z naszymi szacunkami całkowita Wishlist na niewydane gry wynosiła około 3,5 mln, a Wishlist Outstanding (zapisani gracze na gry wydane i niewydane) wynosiła 8,2 mln w lipcu 2020 (vs. 5 mln w czerwcu 2019). Istotny wzrost skali działalności przekłada się na większą ilość planowanych produkcji. Zgodnie z naszymi szacunkami oraz opublikowanymi zapowiedziami Grupa PlayWay posiada ponad 110 zapowiedzianych gier.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	78,7	130,9	174,4	359,4	369,4
EBITDA	50,1	83,1	120,9	297,5	305,7
marża EBITDA	63,6%	63,5%	69,3%	82,8%	82,8%
EBIT	49,9	82,5	120,0	296,4	304,6
Zysk netto	47,0	86,9	104,8	182,0	182,6
P/E	67,9	36,8	30,5	17,5	17,5
P/CE	67,7	36,5	30,2	17,4	17,4
P/BV	32,8	18,3	14,5	9,7	8,3
EV/EBITDA	62,7	37,5	25,5	10,2	9,7
DPS	2,38	3,22	9,41	11,12	19,31
DYield	0,5%	0,7%	1,9%	2,3%	4,0%

Cena bieżąca	484,00 PLN
Cena docelowa	549,00 PLN
Kapitalizacja	3,2 mld PLN
Free float	0,6 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	11,0 mln PLN

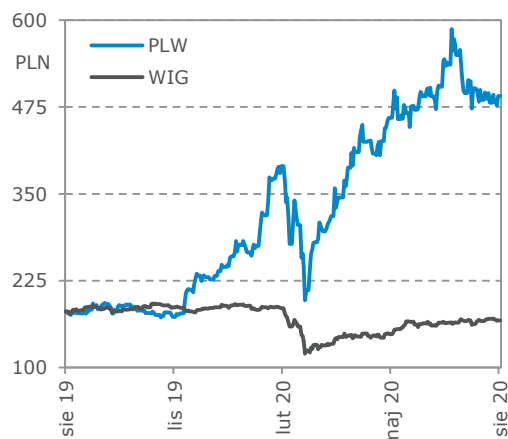
Struktura akcjonariatu

Krzysztof Kostowski	40,91%
ACRX Investment Limited	40,91%
Pozostali	18,18%

Profil spółki

Firma jest producentem i wydawcą średnio i niskobudżetowych gier na PC, XOne, PS4, Nintendo Switch oraz urządzenia Mobilne. Model biznesowy Grupy zakłada jednoczesną pracę nad kilkudziesięcioma mniejszymi produkcjami, co pozwala na dywersyfikację projektów i zminimalizowanie ryzyka biznesowego. Obecnie w Grupie działa ponad 60 spółek zależnych/stowarzyszonych. Zgodnie z zebranymi przez nas danymi zespoły deweloperskie z Grupy mają zapowiedziane ponad 110 gier na kolejne lata.

Kurs akcji PLW na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
PlayWay	549,00	-	akumuluj	-

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
PlayWay	484,00	549,00	+13,4%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

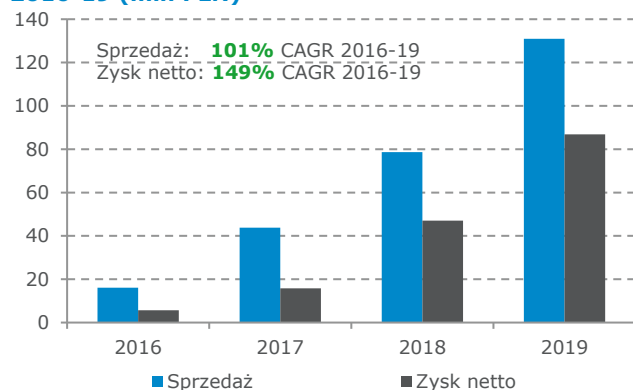
O Grupie PlayWay

PlayWay działa w Polsce od 2011 roku. Firma jest producentem i wydawcą średnio i niskobudżetowych gier na PC, XOne, PS4, Nintendo Switch oraz urządzenia mobilne. Model biznesowy Grupy zakłada jednoczesną pracę nad kilkudziesięcioma produkcjami, co pozwala na dywersyfikację projektów i zminimalizowanie ryzyka biznesowego. Największymi sukcesami Grupy PlayWay są gry Car Mechanic Simulator oraz House Flipper. Konsolidacja wielu zespołów deweloperskich w ramach jednej Grupy pozwala na zminimalizowanie kosztów marketingu, księgowości oraz pozwala na wymianę doświadczeń biznesowych, co wpływa na zwiększanie potencjału komercyjnego produkcji. Obecnie w Grupie działa ponad 60 spółek zależnych/stowarzyszonych (vs. 11 na koniec 2016 roku). Zgodnie z zebranymi przez nas danymi zespoły deweloperskie z Grupy mają zapowiedziane ponad 110 gier na kolejne lata, a Gry z Grupy PlayWay stanowią około 12% ogólnej liczby gier na Steam Wishlist.

Kolejne sukcesy komercyjne budują wynik

Sprzedaż spółki zwiększała się w tempie 101% CAGR 2016-19, osiągając 131 mln PLN w 2019 roku. Wysoka dynamika wzrostu przychodów jest pochodną zwiększającej się ilości sukcesów komercyjnych produktów z Grupy PlayWay oraz coraz lepszego wykorzystania potencjału komercyjnego gier. Średnioroczny wzrost zysku netto wynosi 149% w latach 2016-19, a wyższe tempo wzrostu niż sprzedaż wynika z efektu dźwigni operacyjnej oraz wykorzystywania ulgi IP Box od 2019 roku.

Sprzedaż oraz zysk netto Grupy PlayWay w latach 2016-19 (mln PLN)



Źródło: PlayWay, mBank

Pierwszym dużym sukcesem spółki była Gra Car Mechanic Simulator (CMS). W kolejnych latach PlayWay koncentrował się na rozwoju zyskowej produkcji przez wydanie kolejnej wersji gry oraz wyprodukowanie wielu DLC. W 2018 roku do najlepiej sprzedających się gier dołączył House Flipper (gra od spółki zależnej Frozen District) ze sprzedażą ponad 0,7 mln kopii w 2018 roku oraz Gold Rush: The Game ze sprzedażą około 0,27 mln kopii w 2018 roku. W 2018 roku istotną kontrybucję do sprzedaży miało CMS, jednak spółka nie opublikowała dokładnych danych sprzedażowych produkcji.

Sprzedaż najważniejszych tytułów z portfolio Grupy (sprzedaż ponad 100 tys. sztuk)

Nazwa gry	2017	2018	2019
Car Mechanic Simulator 2018	333,4	wysoka	427,3
Car Mechanic Simulator 2015	280,1	wysoka	
Car Mechanic Simulator DLC	665,3	wysoka	1 054,7
911 Operator	166,0	173,8	
911 Operator DLC	82,79		
House Flipper		717,3	495,9
House Flipper DLC			216,3
Gold Rush: The Game		268,0	102,6
Thief Simulator			260,4
Uboat			161,5
Cooking Simulator			270,9
Razem	1 527,5	1 159,1	2 989,6

Źródło: PlayWay, mBank

W 2019 roku do najlepiej sprzedających się tytułów doszły Thief Simulator, Uboat oraz Cooking Simulator, a wysokie wolumeny sprzedaży odnotowały dotychczasowe hity studia. W 2020 roku dobre przyjęcie miała gra Drug Dealer Simulator od Movie Games.

Doświadczenie zwiększa potencjał komercyjny produkcji

Grupa PLW udziela wszelkiego wsparcia przy produkcji i wydawnictwie gier spółek z grupy. Grupa jest w stanie coraz lepiej identyfikować pomysły na gry, które mają potencjał. Uproszczony proces cyklu życia gry można przedstawić w kilku punktach:

- Selekcja pomysłów i wybór konceptu z najwyższą szansą na sukces (wybór dokonywany m.in. na zasadzie analizy trendów na rynku oraz na podstawie sugestii graczy).
- Wejście projektu w fazę pre-produkcji.
- Sprawdzenie reakcji graczy na pierwszą zapowiedź gry (zamieszczenie materiałów promocyjnych na Facebook oraz na YouTube). Po analizie reakcji decyzja o dalszym rozwijaniu projektu.
- Faza produkcji oraz testy przez wewnętrzny zespół PlayWay. Ewentualna decyzja o wydłużeniu prac nad projektem w celu poprawy jakości produkcji (m.in. wydłużenie czasu produkcji Junkyard Symulator czy Tank Mechanic Simulator).
- Od momentu zakończenia pre-produkcji rozpoczyna się proces budowania wishlist na platformie Steam. Oprócz standardowych działań promocyjnych wykorzystywanych do budowania wishlist są m.in. kampanie na platformie Kickstarter (ostatnia kampania gry Dinosaur Fossil Hunter), wydanie darmowego prologu/demo gry (Drug Dealer Simulator od Movie Games), czy też cross-promocje gry na stronach Steam innych produkcji (5 dni przed premierą gry istotna intensyfikacja działań). Wszystkie powyższe działania mogą pozwolić na dwukrotne zwiększenie wishlist gry w ciągu miesiąca do premiery. Coraz większa społeczność graczy, do której dostęp ma PlayWay zwiększa szanse na wypracowanie wysokiej sprzedaży przez kolejne produkcje.
- Większość gier po premierze ma przygotowaną „roadmap” działań na kolejne miesiące. Coraz częściej jest wykorzystywany potencjał gry do wydawania dodatków w kolejnych miesiącach.

- Maksymalizowany jest potencjał komercyjny gry przez portowanie jej na konsole PS4, XOne czy Nintendo Switch (własnymi siłami lub przy wykorzystaniu spółki z Grupy PlayWay). Dodatkowo zwiększany jest zasięg geograficzny dystrybucji gier – w ostatnim wywiadzie Prezes PlayWay poinformował o podpisaniu przez Frozen District (spółka od House Flipper) umowy na dystrybucję gier w Japonii. Z doświadczeń i umów zawartych przez jedną spółkę mogą korzystać kolejne podmioty z Grupy.

Model rozwoju produkcji ewoluuje z każdą kolejną grą, niemniej pozytywnie wpływa zarówno na stopę zwrotu z projektów oraz ich cykl życia. Coraz więcej dochodowych projektów pozytywnie wpływa na wyniki PlayWay oraz spółek zależnych.

Coraz wyższa sprzedaż na konsole

W 2018 roku sprzedaż na konsole była niska i wynikała przede wszystkim ze sprzedaży gry Agony. W 2019 roku spółka zakończyła portowanie Car Mechanic Simulator 2018 (czerwiec 2019), co pozytywnie wpłynęło na poziom przychodów. W 2020 roku planowane jest dalsze rozwijanie portfolio gier wydanych na konsole XOne, PS4 oraz Nintendo Switch. W 2020 roku na konsole został wydany House Flipper, Thief Simulator, a w planach jest wydanie Cooking Simulator.

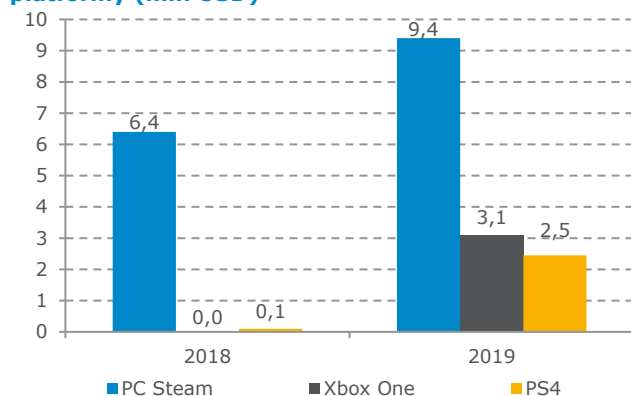
Daty wydania wersji konsolowych wybranych gier

Nazwa gry	Xone	PS4	Nintendo Switch
House Flipper	lut 20	lut 20	cze 20
CMS 2018	cze 19	cze 19	lut 20
Thief Simulator	lut 20	sie 20	
Agony	maj 18	maj 18	paź 19
Cooking Simulator			maj 20

Źródło: PlayWay, mBank

Sprzedaż jednostkowa PlayWay generowana przez konsole wzrosła z 0,1 mln USD do 5,6 mln USD. Udział sprzedaży wersji konsolowych w jednostkowej sprzedaży PlayWay wzrósł z 2% w 2018 roku do 37% w 2019 roku. Obecnie priorytetem przy wydawaniu gier będzie ich portowanie na konsole. Biorąc powyższe pod uwagę, udział tego kanału powinien rosnąć w kolejnych latach.

Sprzedaż jednostkowa PlayWay w podziale na platformy (mln USD)



Źródło: PlayWay, mBank

Planowane zwiększenie ekspozycji na segment mobilny

Z największych tytułów spółka wydała grę Car Mechanic Simulator na urządzenia mobilne (lata 2017-18). Obecnie prowadzone są prace nad stworzeniem wersji mobilnej gry House Flipper (planowana premiera w październiku 2020 roku, obecnie dostępny pre-registration stage) oraz gry Cooking Simulator (planowana premiera w 2020 roku, obecnie dostępny pre-registration stage). W kolejnych kwartałach kolejne gry z portfolio spółek z Grupy PlayWay powinny być wydawane na urządzenia mobilne. Zgodnie z zapowiedzią Prezesa PlayWay w najbliższym czasie położony zostanie nacisk na przyspieszenie prac nad wersjami mobilnymi gier. Gry powinny być wydawane w formule F2P oraz zarabiać na mikropłatnościach. W przypadku braku motywacji lub środków na pozyskiwanie graczy ze strony spółki odpowiedzialnej za tę produkcję, odpowiedzialność za wzrost takiej produkcji ma zostać powierzona dedykowanej spółce z Grupy PlayWay. Celem jest zagwarantowanie szybkiego wzrostu skali rozwijanych gier.

Daty wydania wersji konsolowych wybranych gier

	iOS	Android
CMS 2018	lut 18	gru 17
House Flipper	paź 20	paź 20
Cooking Simulator	2020	2020
Thief Simulator		

CMS 21 Auction początek 2021 początek 2021

Kolejne produkcje:

Bum Simulator
Builders of Egypt
Mr Prepper
Junkyard Simulator
Gold Simulator
Police Shoutout

Źródło: PlayWay, mBank

Najbardziej zaawansowane prace są nad mobilną wersją House Flipper. Wysoki poziom zaawansowania prac jest nad grą Cooking Simulator. Prace zostały rozpoczęte nad grą Thief Simulator. Następnie zostaną rozpoczęte prace nad kolejnymi perspektywicznymi projektami z portfolio PlayWay.

Niski koszt produkcji

Koszty produkcji gier spółek z grupy PlayWay są niskie i utrzymują się zazwyczaj w granicach kilkuset tysięcy PLN do miliona PLN. Częstą praktyką jest udział deweloperów w zyskach z produkcji, co przekłada się na niższe koszty wytworzenia gry, większą motywację przy tworzeniu projektu oraz utrzymanie zdolnych deweloperów w Grupie. W ramach Grupy spółki korzystają z wielu usług związanych z przygotowaniem gry do debiutu, marketingiem, wykorzystaniem kontaktów międzynarodowych, wydawnictwem za symboliczną opłatą. Powyższe czynniki sprawiają, że doświadczenie w wydawaniu gier rośnie w Grupie wraz z każdą kolejną produkcją, co przekłada się na zwiększanie potencjału komercyjnego tych produkcji. Większość wydanych gier zwraca się w ciągu kilkunastu godzin od premiery.

Koszty produkcji wybranych gier z portfela Grupy PlayWay

Nazwa gry	Spółka	koszt produkcji (tys. PLN)
112 Operator	Games Operators	900
House Flipper	Frozen District	550
CMS 2018 (Xone i PS4)	Console Labs	500
Thief Simulator (PC)	Movie games	300
Radio Commander	Games Operators	250

Źródło: PlayWay mBank

Grupa PlayWay przyjęła praktykę raportowania sprzedaży gier oraz zwrotu poniesionych kosztów po premierze produkcji, co zwiększa transparentność biznesu. Większość z wydanych w ostatnich latach gier zwróciła się maksymalnie w ciągu 3 dni generując następnie przepływy pieniężne dla Grupy. W ostatnim czasie dłuższy okres zwrotu kosztów odnotowała gra The Beast Inside od Movie Games, która miała premierę w październiku 2019 roku, a zwrot kosztów nastąpił pod koniec czerwca 2020 roku (powodem były wysokie koszty produkcji). Grupa PlayWay nie planuje istotnego zwiększenia budżetu gier w przyszłości, a zachętą dla deweloperów będzie nadal udział w przychodach produkcji lub udziały w spółkach produkujących gry. Oczekujemy, że większość produkcji wydawanych przez Grupę PlayWay w przyszłości odnotuje zwrot poniesionych kosztów na produkcję i marketing w ciągu 3 dni od premiery.

Okres zwrotu kosztów poszczególnych gier z Grupy PlayWay

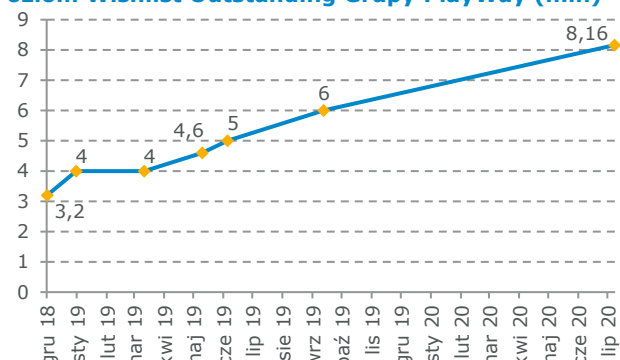
Gra	Spółka	zwrot kosztów	data premiery
112 Operator	Games Operators	3 dni	kwi 20
Drug Dealer Simulator	Movie games	< 1h	kwi 20
Thief Simulator (Xone)	Console Labs	3 dni	lut 20
Tank Mechanic Simulator	DeGenerals	3 dni	lut 20
Radio Commander	Games Operators	3 dni	paź 19
Car Mechanic Simulator (Xone i PS4)		podczas przedsprzedaży	cze 19
House Flipper: Garden	Frozen District	3 dni	cze 19
Cooking Simulator	Big Cheese Studio	3 dni	cze 19
Uboat	Deep Water Studio	przed premierą	kwi 19
Thief Simulator (PC)	Noble Muffins	1 dzień	lis 18
House Flipper	Frozen District	1 dzień	maj 18
Farm Manager 2018	Cleversan Software	1 dzień	kwi 18
Gold Rush: The Game	Code Horizon	1 dzień	lis 17
CMS 2018	Red Dot Games	1 dzień	lip 17
911 Operator	Games Operators	1 dzień	lut 17

Źródło: PlayWay mBank

Najważniejsza wishlista

Steam Outstanding Wishlist (wishlista) pokazuje jak dużą część graczy zapisała się na daną produkcję i jest miernikiem zainteresowania daną grą. Zgodnie z danymi raportowanymi przez PlayWay Steam Outstanding Wishlist (łączna ilość graczy zapisanych na wydane produkcje oraz oczekujących na niewydane produkcje Grupy) wzrosła do 8,16 mln graczy w lipcu 2020 roku vs. 6 mln raportowane we wrześniu 2019 roku. Wynika to z coraz bardziej umiejętnego budowania wishlisty produkcji, dynamicznie rosnącej liczbie tytułów do wydania w przyszłości oraz stale rosnącej społeczności graczy (lepsze cross-promocje).

Poziom Wishlist Outstanding Grupy PlayWay (mln)



Źródło: PlayWay, mBank

Budowanie wishlist na przykładzie Drug Dealer Simulator

Wzrost doświadczenie Grupy PlayWay na budowaniu rozpoznawalności i wishlisty swoich produkcji przedstawiają zdarzenia przed premierą Drug Dealer Simulator od Movie Games. Gra od 22 stycznia do premiery 16 kwietnia zwiększyła wishlist z 40k do 95k. W międzyczasie premierę miał prolog gry, który pozwolił na zwiększenie popularności gry oraz dostarczył spółce niezbędnego feedback od graczy. Powyższe połączone z aktywnym marketingiem w Grupie PlayWay przelożyło się na znaczne przyspieszenie budowy wishlist w ostatnim miesiącu przed premierą (wzrost wishlist o prawie 50% do premiery). Naszym zdaniem sprawdzone sposoby budowania wishlist będą wykorzystywane przy promocji innych gier z Grupy PlayWay, co przeloży się na zwiększenie ich potencjału komercyjnego.

Budowanie wishlist i sprzedaż Drug Dealer Simulator

Data	Zdarzenie
2020-01-22	40k wishlist
2020-03-20	Przełożenie daty premiery na 16 kwietnia, 65k wishlist (89 miejsce*)
2020-04-03	Udostępniono prolog
2020-04-06	80k wishlist (71 miejsce*)
2020-04-16	95k wishlist (55 miejsce*)
2020-04-19	zwrot kosztów w 72h, 55k sztuk sprzedaży
2020-04-27	100k sztuk sprzedaży, 185k wishlist
2020-05-20	1 mln USD sprzedaży

Źródło: PlayWay, mBank; *miejsce na Global Steam Wishlist

Atrakcyjny portfel premier

Obecnie na Steam Wishlist nadchodzących tytułów jest ponad 80 gier z Grupy PlayWay. Zgodnie z opublikowanymi raportami oraz naszymi szacunkami Grupa posiada obecnie dziesięć gier z wishlist wyższą niż 100 tys. graczy oraz zgodnie z naszymi szacunkami około 23 gry z wishlist wyższą niż 38 tys. graczy. Warto podkreślić, że większość z gier nie weszła jeszcze w okres przed-premierowy, w którym intensywnie jest budowana wishlist. Pozytywnie na wishlist Builders of Egypt wpłynęło wydanie darmowego prologu do gry (demo). W najbliższym czasie oczekujemy zwiększenia aktywności promocyjnej związanej z premierą gry Lust From Beyond wyznaczoną na 24 września 2020 roku.

Zwracamy uwagę, że dwa sukcesy komercyjne PlayWay – Thief Simulator (260 tys. kopii w 2019 roku) oraz Cooking Simulator (271 tys. kopii w 2019 roku) na około 20 dni przed premierą znajdowały się na około 100 miejscu na Steam Wishlist. Na dzień 14 sierpnia 2020 roku 10 gier jest powyżej 100 miejsca, z których w większości nie wprowadzono intensywnych działań marketingowych.

Lista wybranych gier z Grupy PlayWay

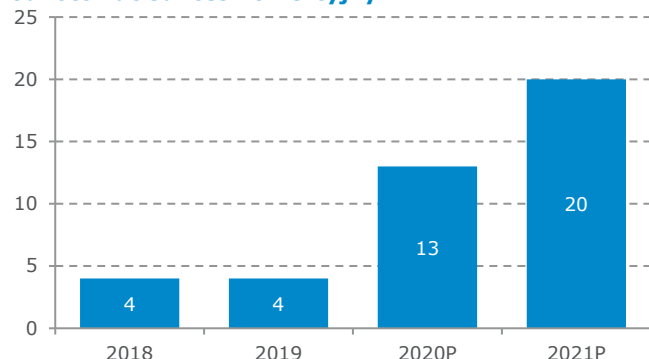
Spółka**	Udział PLW	Premiera	Nazwa gry	Pozycja wishlist			Szacowana wishlista (tys.)
				2020-07-13	2020-08-14	zmiana	
Szacowana premiera w 2020 roku							
Pyramid Games	44,76%	2020	Occupy Mars: The Game	61	59	2	123,0
Movie Games	33,43%	wrz-20	Lust From Beyond	67	65	2	165,0
Movie Games	33,43%	wkrótce	Alaskan Truck Simulator	72	73	-1	115,0
Rebelia Games	79,00%	wkrótce	JunkYard Simulator	75	78	-3	122,2
President Studio	72,64%	paź-20	I am Your President	95	99	-4	102,9
SimFabric	44,96%	2020	Farm&Fix 2020	118	121	-3	80,8
CreativeForge Games	47,81%	Q4 2020	Aircraft Carrier Survival	139	134	5	61,5
Pyramid Games	44,76%	2020	Dinosaur Fossil Hunter	150	137	13	60,6
Total Games	66,89%	gru-20	Contraband Police	138	142	-4	55,0
Woodland Games	56,00%	2020 EA	Hell Architect	162	158	4	49,6
Space Boat Studios	50,00%	Q3 2020	Out of Reach: Treasure Royale	175	168	7	49,1
Live Motion Games	52,67%	2020	Car Trader Simulator	188	191	-3	48,6
SimFabric	44,96%	2020	ElectriX: Electro Mechanic Simulator	199	204	-5	48,3
Nesalis Games	70,00%	2020	Stadium Renovator	207	208	-1	47,7
Games Operators	37,40%	2020	Transport INC	249	223	26	37,0
SimFabric	44,96%	2020	Moon Village	298	289	9	24,4
PolySlash	40,98%	2020	Mech Mechanic Simulator	318	291	27	5,0
Moonlit	24,04%	Q4 2020	Model builder	387	373	14	5,0
CreativeForge Games	47,81%	Q4 2020	House Flipper City	436	405	31	5,0
Forestlight Games	56,10%	2020	Lost Viking: Kingdom of Women	680	613	67	5,0
SimFabric	44,96%	2020	Hero: Flood Rescue	640	647	-7	5,0
Live Motion Games	52,67%	2020	Gunslingers & Zombies	643	649	-6	5,0
CreativeForge Games	47,81%	Q4 2020	Wasteland Raiders	702	653	49	5,0
Forestlight Games	56,10%	2020	Wedding Designer	670	663	7	5,0
SimFabric	44,96%	2020	Mushrooms: Forest Walker	696	695	1	5,0
"K202"	44,11%	2020	The Berlin Wall	755	761	-6	5,0
Szacowana premiera w 2021 roku lub później							
Strategy Labs	69,00%	Q1 2021	Builders of Egypt	41	43	-2	172,9
Rejected Games	57,00%	wkrótce	Mr. Prepper	56	53	3	165,0
Madmind Studio	77,00%	2021	Succubus	79	57	22	165,0
Ragged Games	70,00%	wkrótce	BUM Simulator	63	64	-1	164,7
Frozen District	80,00%	TBA	The Tenants	87	86	1	110,6
Games Operators	37,40%	TBA	Rustler (Grand Theft Horse)	125	120	5	81,0
President Studio	72,64%	2021	Ship Builder Simulator	120	125	-5	78,9
President Studio	72,64%	TBA	Crime Scene Cleaner	131	133	-2	68,3
Baked Games	35,89%	wkrótce	Prison Simulator	143	148	-5	56,7
SimulaMobile	69,88%	wkrótce	I am Jesus Christ	161	162	-1	49,6
Woodland Games	56,00%	2021	Taxi Simulator	174	176	-2	49,1
GameHunters	65,14%	wkrótce	Samurai Simulator	204	188	16	48,1
Pentacle	54,94%	wkrótce	Trans-Siberian Railway Simulator	185	189	-4	48,8
Duality	12,20%	wkrótce	Accident	237	202	35	48,0
Movie Games	33,43%	wkrótce	Car Wash Simulator	206	206	0	48,0
Live Motion Games	52,67%	wkrótce	Bakery Simulator	223	220	3	43,6
Duality	12,20%	2021	Unholy	233	231	2	41,1
Movie Games	33,43%	wkrótce	American Motorcycle Simulator	245	233	12	38,0
Woodland Games	56,00%	2021	Autopsy Simulator	243	234	9	38,5
Ultimate Games	77,00%	wkrótce	Priest Simulator	261	252	9	33,9
Ultimate Games	77,00%	wkrótce	Ironsmith Medieval Simulator	271	258	13	31,3
Woodland Games	56,00%	2020/21	Urban Explorer	267	264	3	32,4
Atomic Jelly	43,67%	wkrótce	Space Mechanic Simulator	270	266	4	31,6

*Źródło: PlayWay, mBank; *publikowane są najnowsze dane, jednak daty raportów z danymi różnią się w zależności od spółki; ** pogrubione zostały podmioty notowane na GPW lub NC

Coraz więcej projektów z potencjałem w Grupie PlayWay

Wraz z rozwojem Grupy PlayWay coraz więcej zespołów tworzy projekty, które spotykają się z wysokim zainteresowaniem graczy. Zgodnie z zebranymi przez nas danymi Grupa miała po 4 gry o wysokim potencjale komercyjnym w każdym z lat w okresie 2018-19. **Biorąc pod uwagę zapowiedziane produkcje oraz nasze szacunki wishlist poszczególnych gier, szacujemy że w latach 2020-21 dojdzie do istotnego zwiększenia tytułów mogących odnotować sukces komercyjny**, co w połączeniu z coraz lepszą promocją produkcji powinno wpłynąć na poprawę potencjału komercyjnego. W wyznaczeniu gier o wysokim potencjale komercyjnym przyjęliśmy produkcje o szacowanej wishlist powyżej 38k.

Oczekiwana przez nas liczba gier mogących odnotować sukces komercyjny



Źródło: PlayWay, mBank

Gry z potencjałem na 2020 rok

- **Occupy Mars: The Game** - zgodnie z raportem wishlist to 123 tys. W lipcu 2020 udostępniony został prolog (demo) gry na Steam. Największa produkcja studia Pyramid Games. Premiera gry jest zaplanowana na 2020 rok.
- **Lust From Beyond** - zgodnie z raportem wishlist to 118 tys. Kolejny horror od Movie Games. Premiera została wyznaczona na 24 września 2020 roku.
- **Alaskan Truck Simulator** - gra produkcji Movie Games. Zaraportowana wishlist to 115 tys. graczy.
- **Inne interesujące tytuły, które powinny mieć premierę w 2020 roku:**
 - **I am Your President** (szac. wishlist około 100 tys.);
 - **Farm&Fix 2020** (szac. wishlist około 90 tys.);
 - **Contraband Police** (szac. wishlist ponad 50 tys.);
 - **Aircraft Carrier Survival** (szac. wishlist ponad 50 tys.);
 - **Dinosaur Fossil Hunter** (wishlist około 50 tys.);
 - **Out of Reach: Treasure Royale** (szac. wishlist 40-50 tys.);
 - **Car Trader Simulator** (szac. wishlist 40-50 tys.);
 - **ElectriX** (szac. wishlist 40-50 tys.);
 - **Stadium Renovator** (szac. wishlist 40-50 tys.);
 - **Transport INC** (szac. wishlist 30-40 tys.);
 - **Moon Village** (szac. wishlist 20-40 tys.);
 - **House Flipper City**.

Gry z potencjałem na 2021 rok

- **Builders of Egypt** - zgodnie z raportem wishlist to 173 tys. Od marca 2020 roku dostępny jest prolog (demo) na Steam. Gra produkowana przez Strategy Labs, a wydawana przez Creative Forge Games i PlayWay. Gra o najwyższej wishliście i wysokim potencjale sprzedażowym. Gatunek gry o wysokim potencjale do rozwoju kolejnych produkcji w przyszłości. Na Q4 2021 planowane jest wydanie Builders of Greece produkcji Creative Forge Games. Początkowo premiera gry była ustalona na 4Q'20, a następnie przesunięta na 1Q'21.
- **Mr. Prepper** - gra produkcji Rejected Games. Zaraportowana wishlista to 165 tys. graczy.
- **BUM Simulator** - gra produkcji Ragged Games. Zaraportowana wishlist to 165 tys. graczy.
- **Pozostałe tytuły z potencjałem:**
 - **The Tennants** (szac. wishlist około 110 tys.);
 - **Succubus** (szac. wishlist około 100 tys.);
 - **Ship Builder Simulator** (szac. wishlist około 77 tys.);
 - **Rustler** (szac. wishlist około 72 tys.);
 - **Crime Scene Cleaner** (szac. wishlist około 72 tys.);
 - **Prison Simulator** (szac. wishlist około 55 tys.);
 - **I am Jesus Christ** (szac. wishlist około 50 tys.);
 - **Taxi Simulator** (szac. wishlist około 50 tys.);
 - **Trans-Siberian Railway Simulator** (szac. wishlist około 50 tys.);
 - **Samurai Simulator** (szac. wishlist około 50 tys.);
 - **Car Wash Simulator** (szac. wishlist około 50 tys.);
 - **Car Wash Simulator** (zaraportowana wishlist 48 tys.);
 - **Bakery Simulator** (szac. wishlist około 40 tys.).

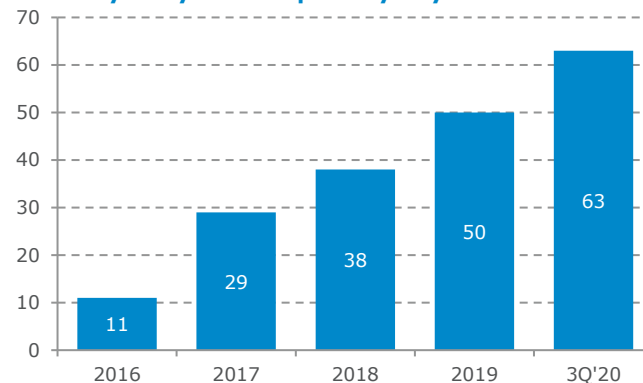
Grupa PlayWay ma łącznie ponad 115 zapowiedzianych gier na Steam Global Wishlist, z których około 80 może mieć premierę w 2021 roku lub w kolejnych latach. Zwracamy uwagę, że nasze szacunki wishlist odnoszą się do obecnych miejsc na Steam Global Wishlist. W okresie przed premierą prowadzone działania marketingowe pozwalają na istotnie zwiększenie wishlist poszczególnych produkcji. Zgodnie z szacunkami spółki opartymi na historycznych danych sprzedażowych, kwartalny wolumen sprzedaży gry może wynieść do 3x wishlist przed premierą, a roczna sprzedaż do 7x wishlist przed premierą.

Zwracamy uwagę, że Grupa ma ponad 70 tytułów, które zostały zapowiedziane i nie znajdują się na wishlist lub znajdują się na 300+ miejscu na wishlist ze względu na odległy okres do premiery i brak marketingu. Naszym zdaniem większość z tych produkcji ma potencjał na zbudowanie wishlist graczy na poziomie kilkudziesięciu tysięcy w przyszłości.

Dynamiczny rozwój Grupy

Istotny wzrost zapowiadanych produkcji jest bezpośrednio powiązane ze wzrostem liczby spółek w Grupie (jednostek zależnych i jednostek stowarzyszonych). Każda ze spółek składa się z przynajmniej jednego zespołu deweloperskiego. Między latami 2016 i 2019 liczba spółek zależnych/stowarzyszonych zwiększyła się o więcej niż 4x z 11 do 52. W 9M'20 Grupa Kapitałowa przyspieszyła z tempem włączania nowych spółek (zawieszono 13 spółek).

Liczba jednostek zależnych oraz jednostek stowarzyszonych w Grupie PlayWay



Źródło: PlayWay, mBank

Lista wybranych spółek z Grupy PlayWay

Spółka	udział PLW	Skrócony opis spółki
Spółki zależne		
Ultimate Games	45,89%	Gry z uniwersum Ultimate Fishing, Build and Destroy; portowanie na Nintendo Switch: działalność wydawnicza
Games Operators	49,04%	Gry: 911 Operator, 112 Operator; planowane gry: Transport INC, Rustler (Grand Theft Horse), Natural Instincts
Madmind Studio	77,00%	Gry: Agony; planowane gry: Succubus
Rejected Games	57,00%	Planowana gra: Mr. Prepper
Frozen District	80,00%	Gra: House Flipper; planowana gra: The Tenants
Pentacle	54,94%	Planowana gra: Trans-Siberian Railway Simulator
Pyramid Games	44,76%	Gra: Rover Mechanic Simulator; Planowane gry: Occupy Mars, Dinosaur Fossil Hunter
Iron Wolf	53,44%	Gra: UBOOT
Imaginalis Games	60,00%	Planowana gra: Days of Yore
Live Motion Games	52,67%	Gra: Train Station Renovation (30.04.2020); planowane gry: Car Trader Simulator, Rescue Medic, Bakery Simulator, FAT[EX] Simulator, Chernobyl Liquidators Simulator, Builders of China, Builder Simulator, Orchard Simulator, Sapper - Defuse the bomb Simulator
Rebelia Games	79,00%	Planowana gra: JunkYard Simulator
Big Cheese Studio	69,63%	Gra: Cooking Simulator
Total Games	66,89%	Planowane gry: Contraband Police, Crazy Rocks
DeGenerals	80,00%	Gra: Tank Mechanic Simulator
Nesalis Games	70,00%	Planowana gra: Stadium Renovator
Forestlight Games	56,10%	Planowane gry: Lifeguard Simulator, The Pope: Power and Sin, RollerCoaster Mechanic, Wedding Designer, Lost Viking: Kingdom of Women, Dorian Morris Adventure
Woodland Games	56,00%	Planowane gry: Autopsy Simulator, Taxi Simulator, Urban Explorer, Urban Explorer, Hell Architect, Split, Scream, I wanna Fly
Space Boat Studios	50,00%	Gra: Out of Reach; planowana gra: Out of Reach: Treasure Royale
Ragged Games	70,00%	Planowana gra: BUM Simulator
Pixel Flipper	70,61%	Planowana gra: Car Mechanic Flipper
President Studio	72,64%	Planowane gry: I am Your President; Ship builder Simulator, Crime Scene Cleaner, My little army
Console Labs	74,00%	Portowanie gier na konsole (Thief Simulator na Xone, współpraca przy Tank Mechanic Simulator)
Gameboom VR	69,00%	Portowanie gier na urządzenia VR (Thief Simulator VR, Prison Simulator VR)
Circle Games	69,00%	Portowanie gier na urządzenia VR oraz na urządzenia mobilne
FreeMind	70,00%	Planowane gry: Farmer's Life, Let's drive, House Builder, Be my mom, Psycho Simulator, Beach Games, Russian Roads
SimulaMobile	69,88%	Planowane gry: Noah Ark, I am Jesus Christ
Titan Gomez	56,26%	Produkcja gier mobilnych oraz usługi monetyzacji gier mobilnych
Play2Chill	54,67%	Gry: Dream Alone, Counter Terrorist Agency; planowane gry: Motor Mechanic Simulator
Strategy Labs	69,00%	Planowane gry: Builders of Egypt (2020/21), Builders of Rome (TBA)
GameHunters	65,14%	Planowana gra: Samurai Simulator
Games Incubator	59,00%	Planowane gry: Animal Shelter, Fashion Designer, Disco Simulator, Ship Graveyard, Police Shootout, Monuments Flipper
Detalion Games	42,29%	Planowane gry: Chernobyl 1986, Nemesis: Mysterious Journey III, Stolen Recovery
ROCKGAME	73,50%	Planowane gry: Scrapnaut, Ninja Simulator, Cowboy Life Simulator
Pway	97,00%	Platforma do pozyskiwania pomysłów na gry, zarządzanie walutą PWay
WarZoneLabs	70,00%	Planowane gry: Convoy Simulator, World Ship Wrecks, Try to kill me again

Źródło: PlayWay, mBank

Lista wybranych spółek z Grupy PlayWay

Spółka	udział PLW	Skrócony opis spółki
Spółki zależne		
WarZoneLabs	70,00%	Planowane gry: Convoy Simulator, World Ship Wrecks, Try to kill me again
Trigger Labs	55,00%	Gry: SYMMETRY, The Last Hourney, Repressed; gry planowane: Flight Catastrophe, Pandemic Train, Plague Ship
Dev4Play	90,00%	Portowanie gier, tworzenie preprodukcji
MobilWay	90,00%	Tworzenie gier mobilnych, 10 zespołów i każdy będzie miał po 4% udziału w kapitale zakładowym
Madnetic Games	70,00%	Planowane gry: WII Simulator, Europe Rebuilder, Tru eStory, Extreme Tractor Power Pulling
Septarian Games	77,00%	Planowane gry: Combat Engineer, Post Apocalyptic Builder, Fort Renovator, Apollo 13
Game Crafters Studio	70,00%	Planowana gra strategiczna; potencjalne wykonywanie zleceń od spółek z Grupy
SimRail	70,00%	Planowane gry: Symulator Kolei, Symulator Autobusu, Symulator Tramwaju. Gry oparte na doświadczeniu spółki SimKol
DreamWay	70,00%	Planowane gry: 872 Days - Siege of Leningrad, Anhk Tower, Dream Job Programer, Espresso Tycoon, Huragan
Soro Games	80,00%	Planowane gry: Renovators, Bank Robbery, Construction Machines 2022, School Life
Game Formatic	80,00%	Planowane gry: Car Mechanic Simulator VR, Uboat VR, inne porty VR z Grupy PlayWay
GamePlanet	72,40%	Skupowanie preprodukcji na gry i ich dalsze wdrażanie
Spółki stowarzyszone		
"K202"	44,11%	Planowana gra: The Berlin Wall
Moonlit	24,04%	Planowane gry: Dog Trainer, Model builder, The Dealiest Catch: The Game
ECC Games	27,15%	Gra: Drift21 early access; planowana gra: Drift21, Car Mechanic Simulator Racing (wersja mobilna)
Movie Games	33,43%	Gry: Lust For Darkness, Treasure Hunter Simulator, The Beast Incide, Drug Dealer Simulator, Plane Mechanic Simulator EA; planowane gry: Lust From Beyond, Alaskan Truck Simulator, Car Wash Simulator, MythBusters: The Game
Punch Punk	11,58%	Gry: Apocalipsis, This in The Zodiac Speaking
CreativeForge Games	47,81%	Gry: Ancient Space, Hard West, Phantom Doctrine; planowane gry: Aircraft Carrier Survival, House Flipper City, Builders of Greece, I Saw The Night, Gladiators Manager, The Grand Heist
Baked Games	35,89%	Planowana gra: Prison Simulator
Duality	12,20%	Gra: Barn Finders; planowane gry: Accident, Radiance, Tales of Tomorrow, Unholy
Image Power	22,43%	Gry: Dieselpunk Wars: Prologue; planowane gry: Dirty Jobs Simulator, Yacht Mechanic Simulator, Gaming Constructor Simulator, Archer: The Witch's Wrath, Ambulance Simulator, Dieselpunk Wars
Sonka	39,35%	Portowanie gier na konsole (Nintendo Switch (m.in. Duke Nukem 3D: Anniversary World Tour, 911 Operator) Planowane: Dex, Hamster Bob, Unhatched, Car Mechanic Flipper, Unlucky Seven, Farm Tycoon, Bum Simulator, Hard West
PolySlash	40,98%	Gry: We. The Revolution; planowane gry: Mech Mechanic Simulator, Alchemist Simulator, Tribe: Primitive Builder
Atomic Jelly	43,67%	Gry: 303 Squadron: Battle of Britain, Train Mechanic Simulator 2017, Project Remedium; Planowane gry: Truck Mechanic: Dangerous Paths, Space Mechanic Simulator, Debt Collector Simulator, Bus Controller Simulator, Restaurant Renovation, Shopkeeper, Handyman
SimFabric	44,96%	Planowane gry: Farm&Fix 2020, Electrix, Moon Village, Cthulhu: Books of Ancients, Mushrooms: Forest Walker, Flipper Mechanic, Hero: Flood Rescue, Ring of Life: Survive in Provima, House Designer. Portowanie gier.

Źródło: PlayWay, mBank

Podmioty z Grupy PlayWay notowane na GPW/NC

W sierpniu 9 podmiotów z Grupy PlayWay było notowanych na GPW/NC. Łączna kapitalizacja notowanych podmiotów to 1484 mln PLN, a wartość udziałów PLW liczona kapitalizacją wyniosła około 596 mln PLN. Największymi spółkami pod względem kapitalizacji są SimFabric (326 mln PLN), Movie Games (310 mln PLN) oraz Games Operators (200 mln PLN).

Zgodnie z ostatnimi informacjami przekazanymi przez prezesa PlayWay, około 40 spółek zależnych planuje debiut na New Connect w najbliższym czasie.

Podmioty z Grupy PlayWay notowane na GPW/NC

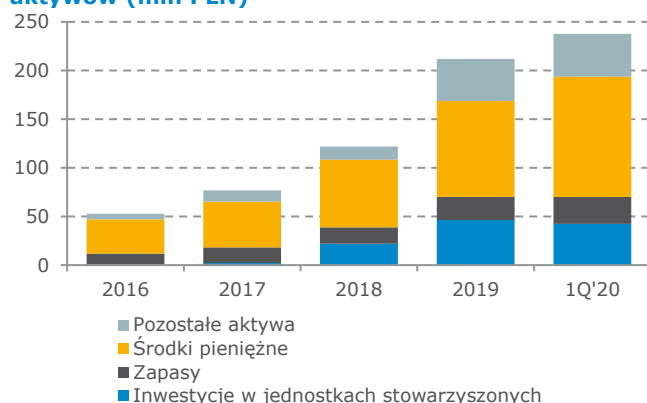
Spółka	Udział PlayWay	MCAP (mln PLN)	Wartość udziału PLW (mln PLN)
SimFabric	45,0%	326,3	146,7
Movie Games	33,4%	310,1	103,7
Games Operators	37,4%	200,1	74,8
Sonka	39,4%	180,9	71,2
Ultimate Games	45,9%	167,9	77,0
Pyramid Games	44,8%	123,1	55,1
CreativeForge Games	47,8%	101,6	48,6
ECC Games	27,2%	45,7	12,4
Moonlit	24,0%	28,0	6,7
Razem		1 483,6	596,2

Źródło: PlayWay, mBank

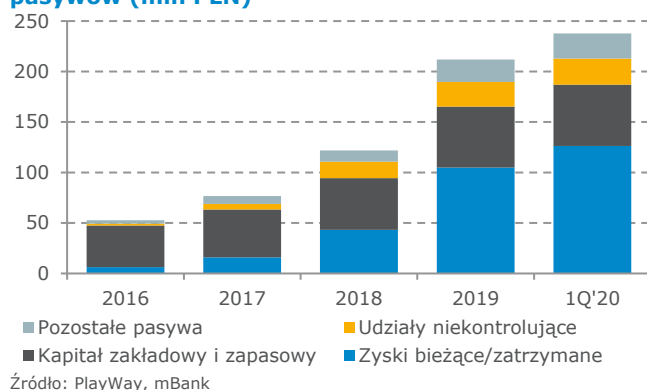
Sytuacja finansowa Grupy oraz polityka dywidendowa

Na koniec 1Q'20 spółka posiadała 123,5 mln PLN gotówki netto. Po stronie aktywów największymi pozycjami na koniec 1Q'20 były inwestycje w jednostkach stowarzyszonych (42,4 mln PLN), zapasy (27,6 mln PLN) oraz środki pieniężne (123,5 mln PLN). Po stronie pasywów największymi pozycjami na koniec 1Q'20 były zyski zatrzymane (105,1 mln PLN), kapitał zakładowy i zapasowy (60,7 mln PLN).

Najważniejsze pozycje bilansowe po stronie aktywów (mln PLN)

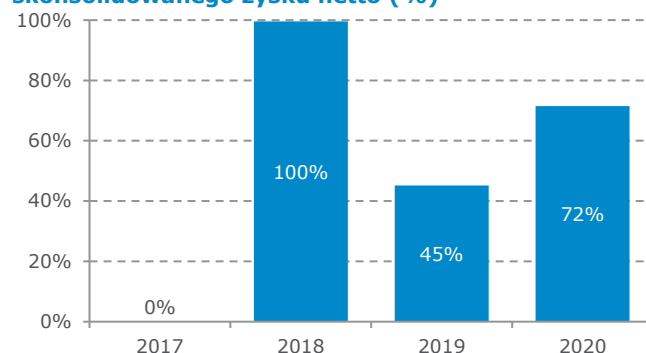


Najważniejsze pozycje bilansowe po stronie pasywów (mln PLN)



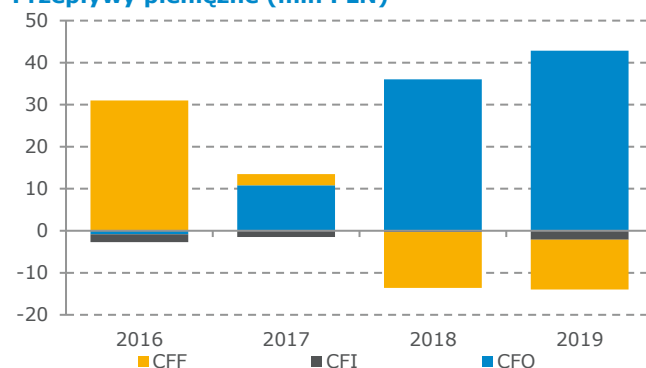
Zgodnie z polityką dywidendową przyjętą w 2018 roku zarząd spółki będzie rekomendował wypłatę dywidendy w wysokości 90% jednostkowego zysku netto pod warunkiem spełnienia dwóch warunków: 1) planowane wpływy ze sprzedaży gier będą większe niż planowane potencjalne inwestycje; oraz 2) po wypłacie dywidendy w kasie spółki pozostanie minimum 15 mln PLN gotówki. W zależności od potrzeb inwestycyjnych spółki zarząd może rekomendować inny poziom dywidendy niż ustalony w polityce dywidendowej. W latach 2018-2020 spółka przeznaczyła na dywidendę 100% zysku jednostkowego z poprzedniego roku obrotowego.

Stopa wypłaty dywidendy liczony w relacji do skonsolidowanego zysku netto (%)



Wskaźnik CFO/EBITDA wyniósł średnio 58% w latach 2017-19. Najważniejszą pozycją, która wpływa na poziom przepływów z działalności operacyjnej są: zysk brutto, należności oraz zapasy (nakłady ponoszone na kolejne produkcje), których wartość rośnie proporcjonalnie do generowanej sprzedaży. Capex jest na niskim poziomie i w 2018 roku stanowił 3% wyniku EBITDA dla tego okresu.

Przepływy pieniężne (mln PLN)



Prognozy finansowe

Sprzedaż

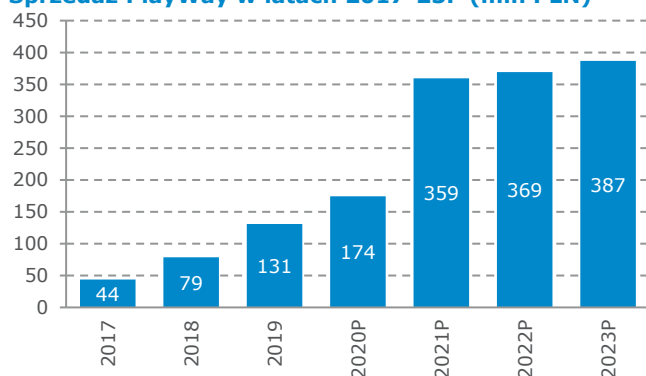
Sprzedaż spółki prognozujemy na podstawie szacowanych przez nas poziomów wishlist dla zapowiedzianych gier, które powinny mieć premierę w latach 2020/21. Do zaprognozowania sprzedaży przyjęliśmy następujące założenia:

- W szacowaniu wolumenów sprzedaży poszczególnych gier na PC przyjęliśmy wskaźniki 2x wishlist dla wolumenu kwartalnego oraz 4x wishlist dla wolumenu rocznego. Zgodnie z szacunkami PlayWay sprzedaż kwartalna może wynieść 3x wishlist, a sprzedaż roczna do 7x wishlist. Zdecydowaliśmy się na przyjęcie niższych wskaźników ze względu na coraz lepszą umiejętność budowania wishlist przez Grupę oraz potencjalną niższą ilość „niezadeklarowanych” graczy.
- Zakładamy, że wishlist w momencie premiery będzie wyższy o 20% względem oszacowanej wishlist, na co wpływ będą miały działania marketingowe, cross-promocje, wydanie prologu itp.
- Średnią pełną cenę gier ustaliliśmy na poziomie 79,99 PLN. Oczekujemy, że średnia cena gier wyniesie 90%/68%/54%/43% pełnej ceny odpowiednio w pierwszym/drugim/trzecim/czwartym roku po premierze.

- Oczekujemy, że wolumen sprzedaży obniży się o -45%/-30%/-20% odpowiednio w drugim/trzecim/czwartym roku po premierze.
- Zakładamy, że udział sprzedaży gier na konsole wyniesie 18%.
- Uwzględniamy prowizję Steam na poziomie 30% oraz częściową płatność VAT (brak płatności VAT w niektórych krajach).
- Średni koszt gry zakładamy na poziomie 0,7 mln PLN.

Szczegółowe dane dotyczące szacowanych przez nas wolumenów sprzedaży oraz wartość sprzedaży dla wybranych produkcji zostały zaprezentowane w tabeli na stronie 13. Uwzględniając nasze szacunki sprzedaży oczekujemy wzrostu sprzedaży o 106% r/r do 359 mln PLN w 2021 roku.

Sprzedaż PlayWay w latach 2017-23P (mln PLN)

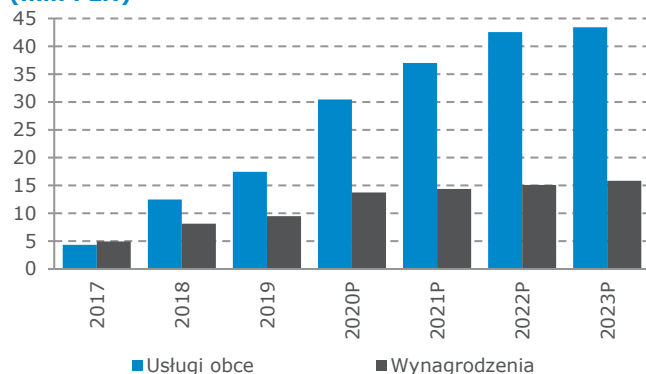


Źródło: PlayWay, mBank

Koszty operacyjne

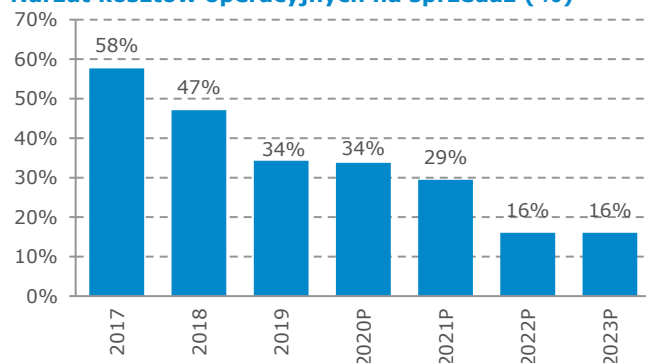
Głównymi kategoriami kosztowymi, które rosły wraz ze zwiększaniem skali Grupy były usługi obce i wynagrodzenia. Zakładamy, że dalsza poprawa komercjalizacji nowych projektów oraz dalsza sprzedaż gier wydanych w poprzednich latach, powinny pozwolić spółce na rozwodnienie narzutu kosztów operacyjnych na sprzedaż i w efekcie doprowadzić do wzrostu rentowności operacyjnej. Jednocześnie oczekujemy utrzymania dyscypliny kosztowej – motywacją dla deweloperów w wielu przypadkach jest udział zyskach poszczególnych spółek.

Koszty usług obcych oraz koszty wynagrodzeń (mln PLN)



Źródło: PlayWay, mBank

Narzut kosztów operacyjnych na sprzedaż (%)

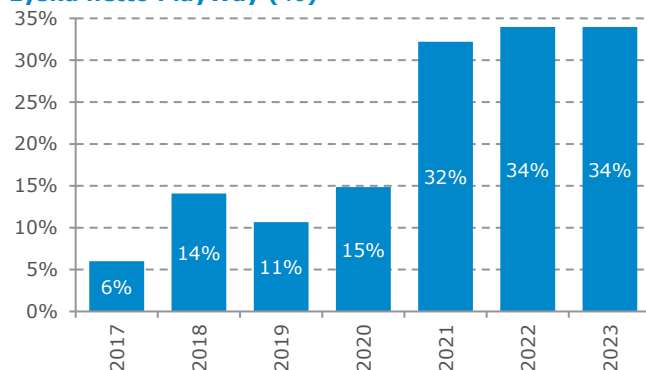


Źródło: PlayWay, mBank

Zysk netto

Szacujemy marginalny wpływ działalności finansowej na wynik spółki w prognozowanym okresie. Nie zakładamy dodatkowych zysków/strat z tytułu utraty kontroli. Efektywną stopę podatkową szacujemy na 10%, co uwzględnia rozliczanie ulgi IP Box. Zwracamy uwagę, że w kolejnych latach większość premier gier będzie od spółek, w których PlayWay ma niższy udział niż w spółkach, których produkcje napędzały wyniki Grupy w poprzednich latach (Car Mechanic Simulator – własna produkcja, House Flipper – 80% udziału w deweloperze Frozen District). Zgodnie z naszymi szacunkami średni udział PlayWay w spółkach z Grupy PlayWay wydających gry w 2021 roku wynosi 53%. W związku z powyższym zakładamy wzrost udziału zysku mniejszościowych akcjonariuszy w kolejnych latach.

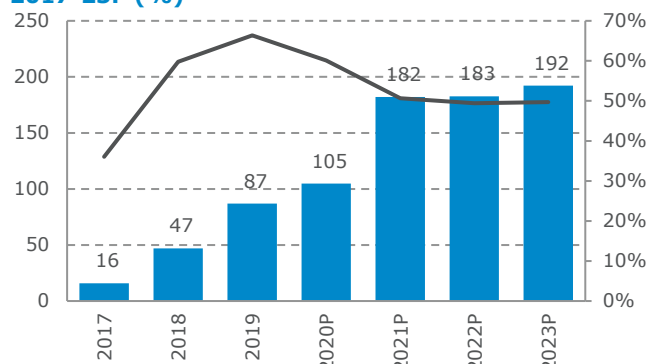
Udział zysku udziałowców mniejszościowych w zysku netto PlayWay (%)



Źródło: PlayWay, mBank

Pozytywny efekt zmniejszenia narzutu kosztów operacyjnych na sprzedaż w latach 2020-23P na marżę EBIT powinien zostać zniwelowany przez zwiększenie udziału mniejszościowych akcjonariuszy w zysku spółki. Zakładamy zmniejszenie marży zysku netto od 2020 roku.

Zysk netto (mln PLN) oraz marża netto w latach 2017-23P (%)



Źródło: PlayWay, mBank

Wyniki 2Q 2020

Oczekujemy wzrostu sprzedaży o 19% r/r w 2Q'20 wspieranej przede wszystkim przez sprzedaż obecnego portfela gier oraz coraz wyższą sprzedaż na konsolach. Oczekujemy wzrostu kosztów działalności operacyjnej na poziomie 17,5% r/r do 10,5 mln PLN w 2Q'20. W efekcie oczekujemy EBIT na poziomie 30,5 mln PLN w 2Q'20. Wynik przed opodatkowaniem powinien być wsparty przez rozpoznanie zysku metodą praw własności w wysokości 1,6 mln PLN, gdzie szacujemy pozytywny wpływ premier Drug Dealer Simulator od Movie Games oraz 112 Operator od Games Operators. Dodatkowo oczekujemy rozpoznania 11 mln PLN zysku z tytułu sprzedaży pakietu akcji Games Operators. Zysk netto szacujemy na 33,2 mln PLN w 2Q'20 (+101% r/r).

Prognoza wyników PlayWay na 2Q 2020

(mln PLN)	2Q'20P	2Q'19	r/r
Sprzedaż	41,4	32,9	26%
SG&A	10,5	8,9	18%
narzut SG&A	25,4%	27,1%	-1,8p.p.
EBIT	30,5	23,3	31%
EBITDA	30,7	23,4	31%
marża	74%	71%	3p.p.
Zysk netto	33,2	16,5	101%

Źródło: PlayWay, mBank

Nasze prognozy vs. konsensus

Nasze szacunki wyników dla 2020 roku są zbliżone do oczekiwań rynkowych. Istotnie wyższe prognozy sprzedaży/EBIT/EBITDA w latach 2021/22 wynikają z

Oczekiwanie mBanku w porównaniu z konsensem

(mln PLN)	2020P			2021P			2022P		
	mBank	konsensus	różnica	mBank	konsensus	różnica	mBank	konsensus	różnica
Przychody	174,4	183,0	-5%	359,4	244,0	+47%	369,4	288,0	+28%
EBIT	120,0	119,3	+1%	296,4	163,3	+81%	304,6	195,7	+56%
EBITDA	120,9	120,0	+1%	297,5	164,7	+81%	305,7	196,3	+56%
Zysk netto	104,8	98,4	+6%	182,0	127,0	+43%	182,6	151,0	+21%

Źródło: Bloomberg, mBank

Projekt PWAY

PlayWay planuje w najbliższych miesiącach uruchomienie międzynarodowej platformy wykorzystującej technologię blockchain pod nazwą „Need for a Game Idea”, która będzie umożliwiała, m.in.:

- 1) zgłoszenie przez każdego spełniającego kryteria jednej idei gry komputerowej, w zamian za to otrzyma on jeden cyfrowy Token PWAY. W kolejnym kroku wybrane będą najciekawsze idee przez spółki deweloperskie z grupy PlayWay, a ich twórcom zostanie zaproponowana praca nad dalszym pomysłem na grę, w zamian za co będą mogli otrzymać wynagrodzenie w wysokości 100 Tokenów PWAY oraz 5% przyszłych zysków z gry, również wypłacanych w Tokenach PWAY;
- 2) głosowanie na nowe funkcjonalności i kierunek rozwoju Platformy i gier;
- 3) zakup za Tokeny PWAY rzeczy niedostępnych poprzez inne formy płatności (np. rozmowa z developerem, wspólna eksploracja gry wideo);
- 4) dyskusję na dedykowanym forum n/t gier;
- 5) reklamowanie istniejących gier Grupy PlayWay.

Logowanie do Platformy będzie następowało za pośrednictwem Steam. Tokeny PWAY będą podlegały obrotowi na światowych giełdach kryptowalut. PlayWay przewiduje stopniowy wzrost ceny tokena PWAY, co z kolei powinno być dodatkową zachętą finansową do zgłaszania kolejnych pomysłów za pośrednictwem Platformy. Celem Platformy nie jest zebranie funduszy na jej rozwój poprzez sprzedaż tokenów - Platforma posiada własne środki pieniężne na rozwój Platformy pozyskane od współników. Platforma pobierać będzie od deweloperów z Grupy PlayWay wynagrodzenie w wysokości 6% zysków z gier pozyskanych za pośrednictwem Platformy (w pieniądzu fiducyjnym) i wypłacać będzie 5% zysków w gier twórcom pomysłów (równowartość w tokenach PWAY skupowanych z rynku według ściśle określonych zasad).

Wyemitowanych zostało 42 111 111 tokenów PWAY. Pomysłodawca Platformy - Krzysztof Kostowski, oraz osoby blisko związane z projektem objęły tokeny PWAY w emisji początkowej - łącznie około 8% ogólnej wyemitowanej wielkości. Platforma Need for a Game Idea powinna pozwolić **Grupie na pozyskanie znacznej ilości pomysłów na gry oraz na zagospodarowanie najbardziej atrakcyjnych nisz rynkowych. Wartość jednego tokena PWAY nie została jeszcze ustalona.**

założenia wyższej sprzedaży gier w tych okresach (szacunki oparte na Steam Wishlist) oraz potencjalnie wyższy udział sprzedaży na konsole. Niższa różnica na linii zysku netto w latach 2021/22 wynika z założenia wyższego zysku udziałowców mniejszościowych (większość premier w tych latach powinna pochodzić od studiów deweloperskich, w których PlayWay ma niższy udział niż 80-100%).

Wycena

Wartość spółki PlayWay szacujemy na podstawie modelu DCF i wyceny porównawczej. Implikowana cena z metody zdyskontowanych przepływów to 504,20 PLN/akcję, a wartość oszacowana na bazie porównywalnych spółek to 528,80 PLN/akcję. Cenę docelową za 9 miesięcy wyznaczamy na 549 PLN/akcję.

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Przepływy pieniężne dyskontujemy na koniec lipca 2020 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy gotówkę netto na koniec 2019 r.
- Korygujemy wynik NOPLAT o zysk przyporządkowany do udziałowców mniejszościowych.
- Prognozujemy wzrost wyniku EBITDA do 321 mln PLN w 2023 roku, co przekłada się na średnioroczną stopę wzrostu na poziomie 40% w latach 2019-23P.

(PLN)	waga	cena
Wycena porównawcza	50%	528,80
Wycena DCF	50%	504,20
cena wynikowa		516,50
cena docelowa za 9 m-cy		549,00

- Do obliczeń przyjmujemy stopę opodatkowania na poziomie 10% w latach 2019-28P ze względu na zastosowanie ulgi IP Box.
- Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 3,5%.
- Po roku 2029 zakładamy wzrost FCF na poziomie 2,5%.
- Współczynnik beta przyjmujemy na poziomie 1,0.

Założenia dotyczące sprzedaży wybranych produkcji na PC

Nazwa gry	Spółka*	Udział PLW	Premiera (rok)	Wolumen sprzedaży (tys. sztuk)				Sprzedaż wartościowo (mln PLN)		
				'19	'20P	'21P	'22P	'20P	'21P	'22P
CMS 2018	Red Dot Games	100,00%	2017	427	299	239	191	8,4	5,7	4,1
House Flipper	Frozen District	80,00%	2018	496	347	278	222	9,7	6,6	4,8
Cooking Simulator	Big Cheese Studio	70,00%	2019	271	149	104	83	4,9	2,9	2,0
Thief Simulator	Noble Muffins	100,00%	2018	260	143	100	80	4,7	2,8	1,9
Uboat	Deep Water Studio	100,00%	2019	162	89	62	50	2,9	1,7	1,2
Gold Rush: The Game	Code Horizon	60,00%	2017	103	82	66	53	1,9	1,4	1,0
Drug Dealer Simulator	Movie Games	33,43%	2020		380	209	146	16,7	6,9	4,1
Tank Mechanic Simulator	DeGeneralis	80,00%	2020		50	28	19	2,2	0,9	0,5
Occupy Mars: The Game	Pyramid Games	50,97%	2020		246	135	95	10,8	4,9	3,9
BUM Simulator	Ragged Games	70,00%	2020		329	181	127	14,4	6,6	5,3
Lust From Beyond	Movie Games	33,43%	2020		132	182	127	5,8	6,6	5,3
JunkYard Simulator	Rebelia Games	79,00%	2020		98	134	94	4,3	4,9	3,9
I am Your President	President Studio	72,64%	2020		288	158	111	12,6	5,8	4,6
Farm&Fix 2020	SimFabric	44,96%	2020		226	124	87	9,9	4,5	3,6
Contraband Police	Total Games	66,89%	2020		172	95	66	7,6	3,5	2,7
Aircraft Carrier Survival	CreativeForge Games	47,81%	2020		170	93	65	7,4	3,4	2,7
Dinosaur Fossil Hunter	Pyramid Games	50,97%	2020		154	85	59	6,8	3,1	2,5
Hell Architect	Woodland Games	56,00%	2020		139	76	53	6,1	2,8	2,2
Out of Reach: Treasure Royale	Space Boat Studios	50,00%	2020		138	76	53	6,0	2,8	2,2
Car Trader Simulator	Live Motion Games	52,67%	2020		136	75	52	6,0	2,7	2,2
ElectriX: Electro Mechanic Simulator	SimFabric	44,96%	2020		135	74	52	5,9	2,7	2,2
Stadium Renovator	Nesalis Games	70,00%	2020		134	74	51	5,9	2,7	2,1
Transport INC	Games Operators	37,40%	2020		104	57	40	4,5	2,1	1,7
Moon Village	SimFabric	44,96%	2020		68	38	26	3,0	1,4	1,1
Alaskan Truck Simulator	Movie Games	33,43%	2020		92	127	89	4,0	4,6	3,7
Builders of Egypt	Strategy Labs	69,00%	2021			456	319		21,0	12,3
Mr. Prepper	Rejected Games	57,00%	2021			436	305		20,1	11,7
Urban Explorer	Woodland Games	56,00%	2021			85	60		3,9	2,3
Succubus	Madmind Studio	77,00%	2021			436	305		20,1	11,7
The Tenants	Frozen District	80,00%	2021			292	204		13,4	7,8
Ship Builder Simulator	President Studio	72,64%	2021			208	146		9,6	5,6
Rustler (Grand Theft Horse)	Games Operators	37,40%	2021			214	150		9,8	5,7
Crime Scene Cleaner	President Studio	72,64%	2021			180	126		8,3	4,8
Prison Simulator	Baked Games	35,89%	2021			150	105		6,9	4,0
I am Jesus Christ	SimulaMobile	69,88%	2021			131	92		6,0	3,5
Taxi Simulator	Woodland Games	56,00%	2021			130	91		6,0	3,5
Trans-Siberian Railway Simulator	Pentacle	54,94%	2021			129	90		5,9	3,5
Samurai Simulator	GameHunters	65,14%	2021			127	89		5,8	3,4
Car Wash Simulator	Movie Games	33,43%	2021			127	89		5,8	3,4
Bakery Simulator	Live Motion Games	52,67%	2021			115	81		5,3	3,1
Unholy	Duality	12,20%	2021			108	76		5,0	2,9
Accident	Duality	12,20%	2021			127	89		5,8	3,4
Autopsy Simulator	Woodland Games	56,00%	2021			102	71		4,7	2,7
American Motorcycle Simulator	Movie Games	33,43%	2021			100	70		4,6	2,7
Priest Simulator	Ultimate Games	77,00%	2021			89	63		4,1	2,4
Space Mechanic Simulator	Atomic Jelly	43,67%	2021			83	58		3,8	2,2
Ironsmith Medieval Simulator	Ultimate Games	77,00%	2021			83	58		3,8	2,2
Motorcycle Mechanic Simulator	Play2Chill	54,67%	2021			26	18		1,2	0,7
Pozostałe					140	440	2908	6,1	19,5	126,0

Źródło: PlayWay, mBank; *pogrubione nazwy spółek notowanych na GPW/New Connect

Model DCF

(mln PLN)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2029P+
Przychody ze sprzedaży	174,4	359,4	369,4	386,8	388,7	411,1	455,2	478,6	493,0	506,3	
zmiana	33,2%	106,0%	2,8%	4,7%	0,5%	5,8%	10,7%	5,1%	3,0%	2,7%	
EBITDA	120,9	297,5	305,7	321,2	321,4	341,7	383,6	404,8	417,0	428,1	
marża EBITDA	69,3%	82,8%	82,8%	83,0%	82,7%	83,1%	84,3%	84,6%	84,6%	84,6%	
Amortyzacja	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	
EBIT	120,0	296,4	304,6	320,0	320,2	340,5	382,2	403,4	415,5	426,6	
marża EBIT	68,8%	82,5%	82,5%	82,7%	82,4%	82,8%	84,0%	84,3%	84,3%	84,3%	
Opodatkowanie EBIT	12,2	29,6	30,5	32,0	32,0	34,0	38,2	40,3	41,6	42,7	
NOPLAT	91,8	180,8	181,0	190,2	190,3	202,4	227,1	239,7	246,9	253,5	
CAPEX	1,0	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,5	
Kapitał obrotowy	-13,2	-49,1	-2,6	-4,6	-0,5	-5,9	-11,7	-6,2	-3,8	-3,5	
FCF	78,4	131,5	178,2	185,4	189,6	196,2	215,1	233,2	242,8	250,0	256,2
WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
współczynnik dyskonta	97,2%	89,6%	82,5%	76,1%	70,1%	64,6%	59,6%	54,9%	50,6%	46,6%	
PV FCF	76,2	117,8	147,0	141,0	132,9	126,8	128,1	128,0	122,8	116,6	

WACC	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Koszt długu	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Stopa wolna od ryzyka	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Premia za ryzyko kredytowe	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Efektywna stopa podatkowa	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Dług netto / EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Koszt kapitału własnego	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	

Wzrost FCF po okresie prognozy	2,50%
Wartość rezydualna (TV)	4 272
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	1 992
Zdyskontowane FCF w okresie prognozy	1 237
Wartość firmy (EV)	3 229
Dług netto	-99
Wartość firmy	3 328
Liczba akcji (mln)	6,60
Wartość firmy na akcje (PLN)	504,20
9-miesięczny koszt kapitału własnego	6,4%
Cena docelowa (PLN)	536,30

EV/EBITDA('21) dla ceny docelowej	11,2
P/E('21) dla ceny docelowej	19,4
Udział TV w EV	62%

Analiza wrażliwości

	Wzrost FCF w nieskończoności				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
WACC +1,0 p.p.	540,00	565,60	595,40	630,60	672,80
WACC +0,5 p.p.	504,40	527,80	555,10	587,40	626,10
WACC	487,70	510,20	536,30	567,20	604,30
WACC -0,5 p.p.	471,80	493,30	518,30	547,90	583,50
WACC -1,0 p.p.	441,90	461,60	484,60	511,80	544,50

Wycena porównawcza

Wycenę wskaźnikową dla PlayWay przeprowadziliśmy dla wskaźników P/E i EV/EBITDA w horyzoncie 2020-22P. Grupa porównawcza składa się z międzynarodowych podmiotów działających na rynku gier wideo. Przyjmujemy takie same wagi dla wszystkich lat oraz równe wagi dla wskaźnika P/E oraz EV/EBITDA.

Analiza porównawcza

	cena	P/E			EV/EBITDA		
		2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ACTIVISION BLIZZ	82	26,3	27,6	24,6	18,1	17,5	16,0
CAPCOM CO LTD	5 180	26,7	28,6	29,6	23,5	19,2	16,2
ELECTRONIC ARTS	142	32,0	28,7	26,8	20,4	16,8	16,1
HASBRO INC	80	23,6	22,9	19,4	15,0	13,0	11,2
KONAMI HOLDINGS	3 900	22,2	21,1	20,2	8,6	8,4	6,7
SEGA SAMMY HOLD	1 237	58,4	104,8	71,6	5,9	12,3	6,0
TAKE-TWO INTERAC	172	158,2	43,9	34,4	26,0	25,8	20,9
UBISOFT ENTERTAI	69	197,3	187,2	166,1	13,4	8,6	7,7
GUNGHO ONLINE EN	2 163	9,5	10,6	11,9	6,6	7,7	13,9
SQUARE ENIX HD	7 150	29,3	30,1	29,6	20,7	13,4	13,0
PLAYTECH PLC	355	45,0	45,2	12,5	5,5	4,6	4,3
11 BIT STUDIOS S	499	30,1	44,6	34,7	25,7	43,3	10,2
Minimum		9,5	10,6	11,9	5,5	4,6	4,3
Maksimum		197,3	187,2	166,1	26,0	43,3	20,9
Mediana		29,7	29,4	28,2	16,5	13,2	12,1
PLW	484,0	30,5	17,5	17,5	25,3	10,1	9,6
(premia / dyskonto)		3%	-40%	-38%	53%	-24%	-21%
Implikowana wycena							
Mediana		29,7	29,4	28,2	16,5	13,2	12,1
Waga wskaźnika			50%			50%	
Waga roku		33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wartość firmy na akcję (PLN)	528,8						

Rachunek wyników

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	43,8	78,7	130,9	174,4	359,4	369,4	386,8	388,7
zmiana	171,7%	79,8%	66,4%	33,2%	106,0%	2,8%	4,7%	0,5%
Amortyzacja	-0,2	-0,2	-0,5	-1,0	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9
Usługi obce	-12,5	-17,5	-30,5	-37,0	-42,6	-43,4	-44,3	-45,2
Wynagrodzenia	-8,1	-9,5	-13,7	-14,4	-15,1	-15,8	-16,6	-17,5
Ubezpieczenia społeczne i narzuty	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Pozostała działalność operacyjna netto	-1,3	-1,3	-3,3	-1,5	-3,1	-3,2	-3,3	-3,3
EBIT	21,5	49,9	82,5	120,0	296,4	304,6	320,0	320,2
zmiana	255,1%	132,4%	65,3%	45,5%	146,9%	2,8%	5,1%	0,0%
marża EBIT	49,1%	63,4%	63,0%	68,8%	82,5%	82,5%	82,7%	82,4%
Wynik na działalności finansowej	-0,6	3,2	2,2	4,3	2,0	2,6	3,3	4,0
Udziały w jednostkach stowarzyszonych	-0,2	-0,5	0,3	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk/strata na utracie kontroli	0,0	14,3	24,1	11,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk brutto	20,7	66,9	109,1	137,1	298,4	307,2	323,3	324,2
Podatek dochodowy	3,9	12,2	11,8	13,9	29,8	30,7	32,3	32,4
Stopa podatkowa	18,8%	18,2%	10,8%	10,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udziałowcy mniejszościowi	1,0	7,7	10,4	18,4	86,5	93,9	98,8	99,1
Zysk netto	15,8	47,0	86,9	104,8	182,0	182,6	192,2	192,7
zmiana	179,1%	198,1%	84,8%	20,6%	73,7%	0,3%	5,3%	0,3%
marża	36,0%	59,8%	66,4%	60,1%	50,6%	49,4%	49,7%	49,6%
Amortyzacja	0,2	0,2	0,6	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2
EBITDA	21,7	50,1	83,1	120,9	297,5	305,7	321,2	321,4
zmiana	253%	131%	66%	46%	146%	3%	5%	0%
marża EBITDA	49,6%	63,6%	63,5%	69,3%	82,8%	82,8%	83,0%	82,7%
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
EPS	2,4	7,1	13,2	15,9	27,6	27,7	29,1	29,2
ROE	29,9%	61,3%	87,5%	62,8%	77,1%	57,7%	48,0%	41,8%
ROE	32,7%	72,7%	107,2%	77,0%	92,0%	66,4%	53,9%	46,3%

Bilans

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	76,7	121,8	211,8	260,3	372,7	428,1	492,8	551,0
Majątek trwały	5,1	24,3	49,3	48,0	48,2	48,4	48,7	48,9
Wartość firmy	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Wartości niematerialne	0,1	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,3	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	1,0	1,2
Inwestycje w jednostkach stowarzyszonych	2,1	22,0	46,3	42,4	42,4	42,4	42,4	42,4
Pozostałe	0,4	0,1	0,1	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Majątek obrotowy	71,6	97,5	162,6	212,3	324,5	379,6	444,1	502,1
Zapasy	16,1	16,7	23,9	31,8	65,6	67,4	70,6	70,9
Należności handlowe	5,0	7,0	13,5	18,0	37,1	38,2	40,0	40,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	47,2	69,6	98,5	139,2	198,6	250,9	310,4	367,8
Pozostałe	3,3	4,2	26,6	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PASYWA	76,7	121,8	211,8	260,3	372,7	428,1	492,8	551,0
Kapitał własny	64,7	97,4	175,0	220,6	329,2	384,4	448,7	506,9
Udziały niekontrolujące	5,5	16,3	24,4	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
Zobowiązania długoterminowe	0,1	2,7	6,7	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Rezerwy z tytułu podatku dochodowego	0,1	2,7	6,7	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	6,4	5,5	5,7	6,8	10,5	10,7	11,1	11,1
Kredyty i pożyczki	2,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1,1	1,3	2,7	3,6	7,3	7,5	7,9	7,9
Przychody przyszłych okresów	1,4	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Pozostałe	1,7	2,4	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Dług	2,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dług netto	-44,9	-69,3	-98,5	-139,2	-198,6	-250,9	-310,4	-367,8
(Dług netto / kapitał własny)	-69,4%	-71,2%	-56,3%	-63,1%	-60,3%	-65,3%	-69,2%	-72,6%
(Dług netto / EBITDA)	-2,1	-1,4	-1,2	-1,2	-0,7	-0,8	-1,0	-1,1
BVPS	9,8	14,8	26,5	33,4	49,9	58,2	68,0	76,8

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	10,8	36,0	42,8	83,5	134,0	181,0	188,7	193,3
Zysk brutto	20,7	66,9	109,1	137,0	298,4	307,2	323,3	324,2
Amortyzacja	0,2	0,2	0,6	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2
Kapitał obrotowy	-6,4	-9,2	-28,3	-13,2	-49,1	-2,6	-4,6	-0,5
Pozostałe	-3,6	-21,9	-38,6	-41,2	-116,3	-124,6	-131,2	-131,5
Przepływy inwestycyjne	-1,5	-0,3	-2,1	18,5	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
CAPEX	-0,2	-0,4	-1,4	-1,0	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4
Nabycie udziałów	-0,4	0,0	5,5	11,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	-0,9	0,1	-6,2	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy finansowe	2,7	-13,3	-11,8	-61,3	-73,4	-127,4	-127,8	-134,5
Emisje akcji	1,8	2,2	11,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty i pożyczki	0,9	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidendy	0,0	-15,7	-21,2	-62,1	-73,4	-127,4	-127,8	-134,5
Pozostałe	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	12,0	22,4	28,9	40,7	59,4	52,3	59,5	57,4
Środki pieniężne na koniec okresu	47,2	69,6	98,5	139,2	198,6	250,9	310,4	367,8
DPS (PLN)	0,00	2,38	3,22	9,41	11,12	19,31	19,36	20,38
FCF	10,1	25,7	36,6	78,4	131,5	178,2	185,4	189,6
(CAPEX / Przychody ze sprzedaży)	0,4%	0,5%	1,1%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%

Wskaźniki rynkowe

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
P/E	202,5	67,9	36,8	30,5	17,5	17,5	16,6	16,6
P/CE	199,8	67,7	36,5	30,2	17,4	17,4	16,5	16,5
P/BV	49,4	32,8	18,3	14,5	9,7	8,3	7,1	6,3
P/S	73,0	40,6	24,4	18,3	8,9	8,6	8,3	8,2
FCF/EV	0,3%	0,8%	1,2%	2,5%	4,4%	6,0%	6,4%	6,6%
EV/EBITDA	145,4	62,7	37,5	25,5	10,2	9,7	9,1	8,9
EV/EBIT	146,9	63,0	37,8	25,7	10,2	9,8	9,1	8,9
EV/S	72,1	39,9	23,8	17,7	8,4	8,0	7,5	7,3
DYield	0,0%	0,5%	0,7%	1,9%	2,3%	4,0%	4,0%	4,2%
Cena (PLN)	484	484	484	484	484	484	484	484
Liczba akcji na koniec roku (mln)	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6
MC (mln PLN)	3 194	3 194	3 194	3 194	3 194	3 194	3 194	3 194
Kapitał udziałowców mniej. (mln PLN)	5,5	16,3	24,4	26,0	26,0	26,0	26,0	26,0
EV (mln PLN)	3 155	3 141	3 120	3 081	3 022	2 970	2 910	2 853

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

EBIT – zysk operacyjny

EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

BOOK VALUE – wartość księgowa

WNDB – wynik na działalności bankowej

MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją

ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacja Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 25 sierpnia 2020 o godzinie 08:30.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 25 sierpnia 2020 o godzinie 08:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologiczną techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

mBank S.A. nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki PlayWay.



mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl