



RAPORT ANALITYCZNY
RENDER CUBE S.A. Z SIEDZIBĄ W ŁODZI

WYCENA: 212,63 PLN/1 AKCJA

DATA UDOSTĘPNIENIA: 14.03.2024 R., GODZ.: 17:30:00

ANALITYK:
ALBERT TRĄPCZYŃSKI

SPIS TREŚCI

1.	Podstawowe informacje o Spółce	3
2.	Podsumowanie	4
3.	Wycena	8
3.1.	Wycena DCF	8
3.2.	Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów	12
3.3.	Wycena porównawcza	13
4.	Profil Spółki i otoczenie rynkowe	14
4.1.	Profil Spółki	14
4.2.	Analiza branży	20
5.	Wybrane dane i prognozy finansowe	24
5.1.	Wybrane czynniki ryzyka	26
6.	Zastrzeżenia prawne	28

1. Podstawowe informacje o Spółce

Na dzień sporządzenia raportu akcje spółki Render Cube S.A. z siedzibą w Łodzi („Spółka”, ticker: RND) pozostają w obrocie w Alternatywnym Systemie Obrotu organizowanym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podstawowe dane finansowe			
Dane w tys. PLN	2021	2022	2023
Przychody ze sprzedaży	13 400	13 943	15 459
Zysk operacyjny	10 903	9 746	9 894
Zysk netto	8 740	7 995	7 600
Środki pieniężne na koniec okresu	14 026	17 733	20 229

Źródło: Raporty okresowe Spółki

Podstawowe dane rynkowe
Ticker: RND
Rynek notowań: NewConnect
Sektor: Gaming
Cena zamknięcia 11/03/2024: 117,00 PLN
52 tyg. min/max (PLN): 116/ 264
Liczba akcji (mln szt.): 1.071,9
Kapitalizacja (mln PLN): 126,7
Free-float: 22.9%
Średnie obroty na sesję (3M, w szt): 6.107

Źródło: Stooq.pl

Jednocześnie wskazuje się, że z dniem 22 marca 2024 r., na podstawie Uchwał Zarządu GPW nr 291/2024 i 292/2024, akcje serii A, B, C, D zostaną dopuszczone i wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym – rynku równoległym, a co za tym idzie, zostaną wykluczone z obrotu na NewConnect.

2. Podsumowanie

Wycena spółki Render Cube S.A. została opracowana w oparciu o dwie metody wyceny przedsiębiorstw: metodę dochodową opartą na określeniu wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą.

W przypadku podejścia dochodowego wykorzystano dwa warianty wyceny, przyjmując dwa różne scenariusze dotyczące nowej gry – pierwszy scenariusz zakłada wydanie nowej produkcji Render Cube S.A. przez zewnętrznego wydawcę (jak dotychczas), a drugi scenariusz uwzględnia wydanie nowej gry w formule self-publishing. Ze względu na większe prawdopodobieństwo utrzymania dotychczasowego modelu wydawniczego, pierwszemu scenariuszowi przypisano wagę 50%, a drugiemu przypisano wagę 30% w całkowitej wartości wyceny Spółki. Metodzie porównawczej, ze względu na istotne różnice w modelu biznesowym pomiędzy Spółką a podmiotami z grupy porównawczej, przydzielono wagę 20%.

Obliczona w ten sposób wycena sugeruje wartość 212,63 PLN na jedną akcję Render Cube S.A.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena metodą dochodową DCF – przy założeniu 50% udziału w przychodach z nowej gry	50%	197,49 zł
Wycena metodą dochodową DCF – przy założeniu 100% udziału w przychodach z nowej gry, czyli wydanie nowej gry w formule self-publishing	30%	258,50 zł
Wycena metodą porównawczą	20%	181,69 zł
Wycena 1 akcji Render Cube S.A.		212,63 zł

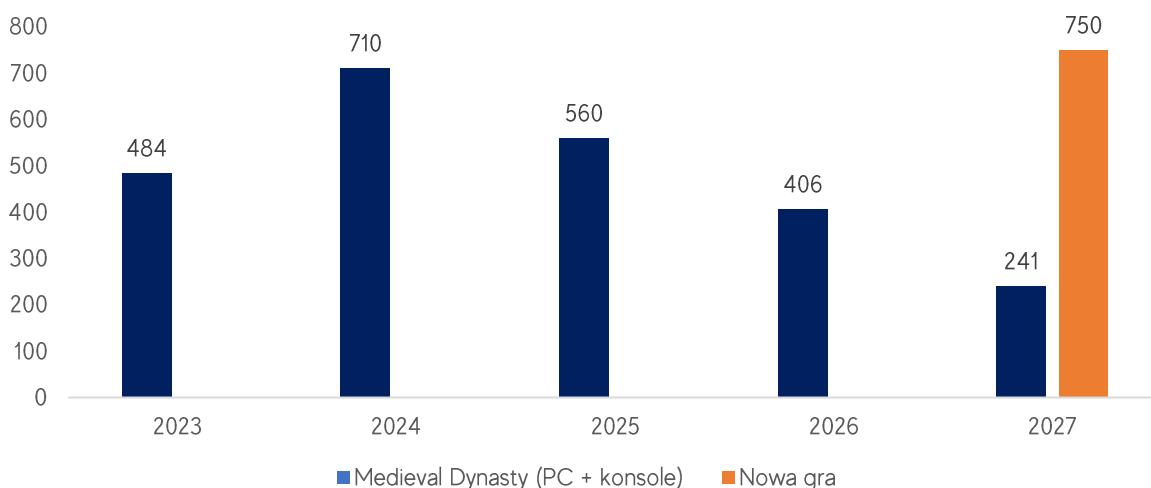
Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

- Spółka koncentruje się na produkcji gier komputerowych w segmencie AA (średniobudżetowych). To produkcje o budżecie do 20 mln PLN i około 3-letnim cyklu produkcyjnym jednego tytułu, charakteryzujące się wysoką wartością estetyczną.
- Kluczowy zespół tworzą doświadczeni specjaliści, wcześniej pracujący przy grach producentów gier takich jak CD Projekt S.A., Techland S.A., czy CI Games S.A. Na dzień sporządzenia Raportu studio współpracuje z 36 osobami w formie B2B oraz zatrudnia 3 osoby na UoP. Spółka Render Cube charakteryzuje się bardzo niską rotacją w zespole na przestrzeni ostatnich lat.
- Najważniejszą produkcją studia jest „Medieval Dynasty” (MD). Grę wydano we wrześniu 2020 roku na PC, w październiku 2022 roku na PlayStation 5 oraz Xbox Series X/S, w kwietniu 2023 roku na PlayStation 4 oraz Xbox One. Jest ona dostępna także na platformie Microsoft w ramach subskrypcji GamePass.
- Potencjał sprzedażowy gry „Medieval Dynasty” w perspektywie od 2024 do końca 2027 roku oszacowano na poziomie 1 917 tys. sztuk na wszystkie platformy (przy średnim udziale wersji konsolowych na poziomie ok. 10% z wyjątkiem dwóch pierwszych lat szczegółowej prognozy). W naszej ocenie gra ma istotny potencjał sprzedażowy w długim terminie, ze względu na dużą i bardzo zaangażowaną społeczność, medianę średniego czasu gry, wysokie opinie graczy, a także entuzjastycznie przyjęte wprowadzenie trybu kooperacji – ustanowiony został rekord liczby graczy jednocześnie grających na platformie Steam po jego premierze (liczba ta wyniosła 31 057 graczy). Towarzyszyło jej także dodanie nowej mapy kooperacyjnej o nazwie „The Oxbow”, co potencjalnie wpłynie na dalsze pozytywne opinie graczy oraz długość ogona sprzedażowego. Nowa grywalna lokacja jest istotnym rozszerzeniem zawartości gry, wprowadzającym nowe postacie, punkty orientacyjne i wioski. Kolejne planowane przez Spółkę aktualizacje „Medieval Dynasty” powinny wpłynąć na dalsze zwiększenie potencjału sprzedażowego. Analiza statystyk sprzedażowych i zaangażowania graczy w przypadku gier podobnych do „Medieval Dynasty”, takich jak „Green Hell” czy „The Forest”, wykazała istotnie większą aktywność graczy na PC niż ten sam tytuł na konsole. Dlatego w szacunkach liczby sprzedanych egzemplarzy MD założono, że sprzedaż na PC stanowić będzie 86% całkowitego wolumenu sprzedażowego.
- Spółka nie udostępniła jeszcze trybu Co-Op na konsolach PS5, Xbox Series X/S, Xbox Game Pass. Zgodnie z opublikowanym komunikatem ESPI, zamiarem Spółki jest udostępnienie tego trybu na wymienionych platformach w I lub II kwartale 2024 r., co uwzględniono w modelu wyceny.
- Na przestrzeni najbliższych lat studio zamierza wspierać (m. in. w drodze wprowadzenia aktualizacji) dotychczas wydaną grę. Równolegle produkować będzie nowy tytuł. Zakładamy, że Spółka pozostanie w obecnym

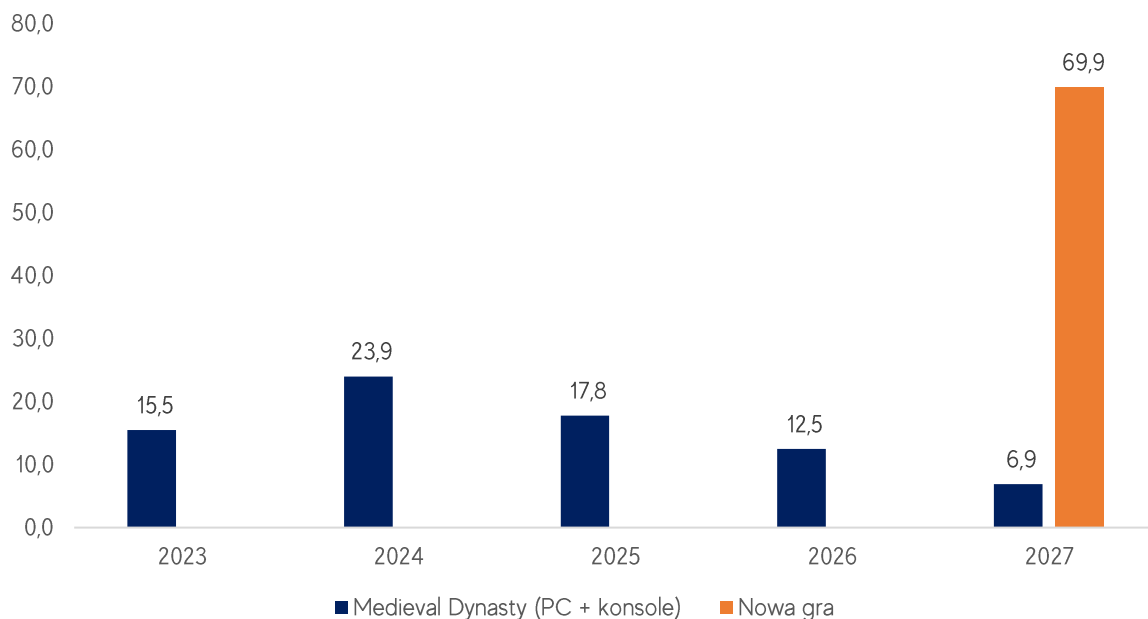
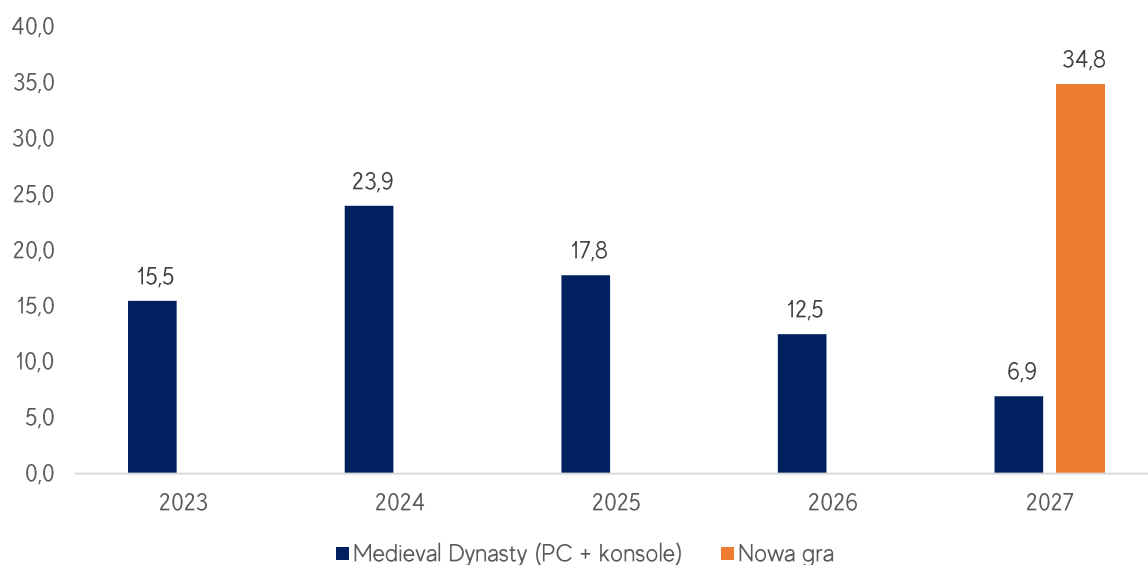
segmencie gier i zbliżonej skali ich sprzedaży, zwiększając swoje moce produkcyjne na bazie posiadanych doświadczeń i dzięki rekrutacji do zespołu.

- Obecnie przyjęta przez Spółkę strategia opiera się na dalszym rozwoju gry „Medieval Dynasty” przy wsparciu wydawniczym Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching. Render Cube S.A. planuje długoterminowy rozwój gry „Medieval Dynasty”, uwzględniając odczucia i sugestie graczy. Aktualizacje mają pojawiać się stopniowo, co pewien czas oferując istotny punkt w rozwoju gry i zainteresowaniu użytkowników. Planowane są następujące aktualizacje: wersja na VR (tworzona przez spółkę Spectral Games, w której Render Cube posiada akcje, których udział stanowi 19,93% wartości kapitału zakładowego), nowe aktualizacje gry oraz potencjalny sequel w przyszłości.
- Na potrzeby sporządzonej wyceny przyjęto, że w okresie do końca 2027 roku Render Cube wyda jedną nową grę. Emitent zamierza rozpocząć prace nad nową grą w 2024 roku. Zgodnie z informacjami zawartymi w Prospekcie z dnia 20 grudnia 2023 roku (dalej „Prospekt”), Spółka planuje wykorzystać dotychczasowe know-how i technologię oraz nie wyklucza trybu multiplayer (wieloosobowego) w nowej produkcji, jednakże nie podjęła jeszcze ostatecznej decyzji w tym zakresie.
- Z uwagi na brak możliwości oceny potencjału sprzedażowego nowej gry założono, że jej cena bazowa będzie wyższa niż „Medieval Dynasty” i zostanie ustalona na poziomie 39,99 USD. Ponadto przyjęto, że budżet produkcyjny nowej gry wyniesie około 15 mln PLN, natomiast budżet marketingowy powinien być na poziomie 20% budżetu produkcyjnego, co implikuje kwotę 3 mln PLN. Założono, że nowy tytuł w pierwszym roku będzie miał podobną sprzedaż do gry „Medieval Dynasty” podczas wczesnego dostępu (ang. Early Access), tj. 750 tys. egzemplarzy w ciągu roku, a spółka wyda nową grę w modelu self-publishing lub nadal będzie się dzieliła po połowie przychodami z wydawcą (najprawdopodobniej z Toplitz Productions GmbH ze względu na fakt, iż zgodnie z umową, podmiot ten ma prawo pierwszeństwa oraz może wyrównać ofertę otrzymaną przez Render Cube S.A. od innych wydawców). W przypadku wariantu z modelem self-publishing, założono, że 100% przychodów netto będzie trafiało do spółki, co powinno mieć pozytywne przełożenie na wycenę spółki (wycena spółki przy założeniu modelu self-publishing w przypadku nowej gry to 258,50 PLN za akcję, natomiast wycena spółki przy utrzymaniu dotychczasowego modelu wydawniczego, tj. modelu z zewnętrznym wydawcą, wynosi 197,49 PLN za akcję). Z drugiej strony wydanie nowej gry własnym sumptem będzie wiązało się z poniesieniem przez spółkę wyższych nakładów inwestycyjnych (ang. CAPEX), podczas gdy w modelu z zewnętrznym wydawcą, Spółka poniosłaby nie więcej niż 50% kosztów produkcji (sfinansowanie całości budżetu przez wydawcę najprawdopodobniej wiązałoby się z recoupem – czyli podlegać będzie zwrotowi z przyszłych przychodów ze sprzedaży gry).

Prognoza liczby sprzedanych egzemplarzy gier w ujęciu rocznym (w tys. egzemplarzy)



Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Prognoza przychodów ze sprzedaży gier w okresie szczegółowej prognozy (w mln PLN) w modelu self-publishing**Prognoza przychodów ze sprzedaży gier w okresie szczegółowej prognozy (w mln PLN) w modelu z zewnętrznym wydawcą***Źródło: Dom Maklerski INC S.A.*

- Tym samym, prognozowana sprzedaż obu gier w perspektywie do końca roku 2027 wyniesie około 2 mln 667 tysięcy sztuk, co daje średniorocznie 667 tys. egzemplarzy. Przyjmując wpływy netto przypadające na jednego gracza dla „Medieval Dynasty” na około (odpowiednio dla wersji PC oraz na konsole) 7,28 USD i 8,23 USD oraz około 8,32 i 9,40 USD dla nowego tytułu (po uwzględnieniu zwrotów, prowizji wydawców, prowizji platform, czasowych promocji, opcjonalnych płatnych DLC itd. przy założeniu utrzymania dotychczasowego modelu wydawniczego). Powyższy wolumen przekłada się na około 96,9 mln PLN przychodów netto ze sprzedaży gier wygenerowanych przez Render Cube S.A. w horyzoncie szczegółowej prognozy przy założeniu modelu z zewnętrznym wydawcą (lata 2024–2027). W przypadku modelu self-publishing skumulowane przychody powinny wynieść 131 mln PLN. Przyjmując koszty operacyjne związane z produkcją nowych tytułów oraz aktualizacjami już wydanych, prognoza zakłada skumulowany wynik operacyjny (w okresie 2024–2027) kolejno

o wartości 79,7 mln PLN oraz 103 mln PLN. Tak szacowany wpływ został poddany analizie wrażliwości ze względu na odchylenia w stopniu realizacji budżetu oraz stopniu realizacji prognoz sprzedaży.

Analiza wrażliwości wartości zysku operacyjnego w zależności od stopnia realizacji budżetu produkcyjnego i stopnia realizacji prognoz sprzedaży (w tys. PLN)

		Stopień realizacji budżetu produkcyjnego						
		70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
Stopień realizacji prognozy sprzedaży	130%	72 481	82 836	93 190	103 545	113 899	124 254	134 608
	120%	66 906	76 464	86 022	95 580	105 138	114 696	124 254
	110%	61 330	70 092	78 853	87 615	96 376	105 138	113 899
	100%	55 755	63 720	71 685	79 650	87 615	95 580	103 545
	90%	50 179	57 348	64 516	71 685	78 853	86 022	93 190
	80%	44 604	50 976	57 348	63 720	70 092	76 464	82 836
	70%	39 028	44 604	50 179	55 755	61 330	66 906	72 481

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

3. Wycena

3.1. Wycena DCF

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) została sporządzona w oparciu o projekcję przepływów pieniężnych generowanych przez Render Cube S.A. w okresie do końca 2027 roku. Wartość bieżąca przepływów obliczono dyskontując stopą średnioważonego kosztu kapitału (WACC), który został oszacowany jako suma rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (4,5%), premii za ryzyko związane z rynkiem akcji (6,5%), premii za wielkość (1,50%) oraz premii za niższą płynność (0,5%).

Założenia do modelu wyceny:

- Do końca 2027 r. spodziewana jest premiera nowej gry na platformie PC przy szacowanej przez nas cenie 39,99 USD. Emitent zamierza rozpocząć prace nad tytułem w 2024 roku. Spółka planuje wykorzystać przy tej produkcji dotychczasowe know-how i technologię.
- Założono, że średni wpływ netto do spółki ze sprzedaży jednego egzemplarza gry „Medieval Dynasty” w okresie prognozy (po uwzględnieniu prowizji wydawcy, czasowych obniżek cen sprzedaży, zwrotów, prowizji platform dystrybucyjnych) powinien wynieść około 7,28 USD na PC oraz 8,23 USD na konsole.
- Jednocześnie, bazując na doświadczeniach Spółki w realizowaniu we własnym zakresie portów na wszystkie konsole zakładamy, że w I-II kw. 2024 r. tryb Co-Op w „Medieval Dynasty” ukaże się także w wersji na konsole, co powinno wpłynąć na wzrost sprzedaży na tej platformie.
- Bazując na dotychczasowych wynikach sprzedaży gry oraz statystykach tytułów referencyjnych (m.in. Green Hell) przyjęto łączną liczbę sprzedanych sztuk „Medieval Dynasty” na wszystkich platformach (w tym PC i konsole) w okresie szczegółowej prognozy, tj. w latach 2024-2027, na poziomie około 1.917 tys. egzemplarzy, co daje średniorocznie blisko 480 tys. egzemplarzy. Szacowana sprzedaż w 2023 roku to ok. 480 tys. egzemplarzy, z czego 250 tys. egzemplarzy przypada na czwarty kwartał 2023 roku. Ze względu na miesięczne opóźnienie spływu należności z tytułu sprzedaży na platformie Steam (przychody z cyfrowych platform dystrybucyjnych są najpierw wypłacane do wydawcy, tj. Toplitz Productions, a następnie ten rozlicza się ze spółką Render Cube), środki pieniężne z tytułu sprzedaży w grudniu 2023 roku będą widoczne na rachunku dopiero w sprawozdaniu za 1 kw. 2024 r. Należy również wskazać, iż Spółka utrzymuje środki na rachunkach bankowych w walutach obcych, zatem wpływ na jej wynik finansowy w poszczególnym okresie mają niezrealizowane różnice kursowe (w 4 kw. 2023 r. ujemne różnice kursowe, wynikające z deprecjacji EUR, pomniejszyły wynik netto spółki o 1 mln 469 tys. PLN).
- Założono, że rozszerzony skład zespołu i jego kompetencje pozwolą na pracę nad dwoma jakościowymi tytułami w segmencie gier AA (średniobudżetowych) – część zespołu po ukończeniu swoich zadań przy danym projekcie, będzie delegowana do tworzenia kolejnej gry, o wysokiej wartości artystycznej, charakteryzujących się budżetami do 20 mln PLN i około 3-letnim cyklem produkcyjnym jednego tytułu. Prace deweloperskie nad pierwszym nowym tytułem rozpoczną w drugiej połowie roku 2024, natomiast nad drugim (najprawdopodobniej prace nad sequelem, tj. „Medieval Dynasty 2”) do końca 2027 r.
- Założono premierę nowej gry w drugiej połowie 2027 roku, natomiast premiera kolejnego tytułu najprawdopodobniej odbędzie się po okresie szczegółowej prognozy, tj. w 2029 lub w 2030 roku.
- Przyjęto, że nowa gra będzie kosztować 39,99 USD, a wpływ ze sprzedaży jednego egzemplarza nowej gry ze względu na wyższą ceną bazową gry powinien być wyższy i wynieść kolejno 8,32 USD z PC oraz 9,40 USD z konsol.
- Uwzględniono wycenę w dwóch wariantach modelu wydawniczego – self-publishing (w ramach którego 100% wpływów netto z tytułu sprzedaży nowej gry trafia do Spółki) oraz modelu, w którym nowe tytuły wydawane są przez zewnętrznego wydawcę (pobierającego 50% wpływów netto ze sprzedaży gry, ale finansującego w zamian 50% nakładów na produkcję).
- Tym samym, w modelu self-publishing roczne nakłady na nową produkcję wyniosą po 5 mln PLN przez trzy lata. Zgodnie z dotychczasową polityką rachunkowości Spółki, nakłady te odnoszone są na Wartości Niematerialne i Prawne, a następnie amortyzowane w okresie pięciu lat od premiery gry (1.8 mln PLN rocznie). Pozostałą część budżetu stanowią wydatki marketingowe, ujmowane jako koszty na poziomie Rachunku Zysków i Strat.
- W modelu zakładającym współpracę z zewnętrznym wydawcą przyjęto, że roczne nakłady wyniosą po 2.5 mln przez trzy lata,

- Pozostałą część nakładów inwestycyjnych w horyzoncie prognozy stanowić będą wydatki związane z aktualizacjami do gry Medieval Dynasty
- Przyjęto, że w perspektywie do końca roku 2027-ego, Spółka sprzeda około 750 tysięcy sztuk nowej gry, co będzie zbliżonym wynikiem do sprzedaży gry „Medieval Dynasty” w formule wczesnego dostępu (ang. Early Access).
- Założono, że Spółka nie będzie osiągać przychodów finansowych ani ponosić kosztów finansowych.
- Szacując stopę podatkową uwzględniono ulgę podatkową IP BOX, tym samym użyta w modelu efektywna stopa podatkowa wyniosła ok. 12%.
- Za bazowe przepływy pieniężne w okresie rezydualnym w modelu wyceny przyjęto przepływ z ostatniego roku szczegółowej prognozy. Stopę wzrostu w okresie rezydualnym założono na poziomie 2,5%.
- Przyjęto stałą wartość średnioważonego kosztu kapitału (WACC) w modelu.
- Ze względu na stosunkowo niską płynność akcji Spółki (mierzoną wartością obrotów), do WACC przyjęto współczynnik beta równy 1, co skompensowano odpowiednio poprzez premie za płynność (0,5%) oraz wielkość (1,5%)
- Założono stały kurs EUR/PLN na poziomie 4,3 EUR/PLN.
- Do obliczeń wartości jednej akcji przyjęto całkowitą liczbę akcji jako 1.071.900.
- Końcowa wartość jednej akcji stanowi wycenę na dzień 13 marca 2024 roku.

Na podstawie przeprowadzonej wyceny metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, otrzymano wartość spółki Render Cube S.A. w dwóch wariantach modelu wydawniczego gier. W przypadku podejścia opartego na formule współpracy z zewnętrznym wydawcą, uzyskano wycenę Spółki na poziomie 211,7 mln PLN (w przeliczeniu na jedną akcję – 197,49 zł). W modelu bazującym na wydawaniu kolejnych tytułów we własnym zakresie, oszacowana wartość spółki wynosi 277,1 mln PLN (w przeliczeniu na jedną akcję 258,50 zł).

Wycena DCF – wariant z wydaniem nowej gry w formule z zewnętrznym wydawcą

Dane z PLN	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	23 943 950	17 750 146	12 482 838	42 769 020
w tym projekt Medieval Dynasty	23 943 950	17 750 146	12 482 838	7 977 720
w tym nowa gra	-	-	-	34 791 300
EBIT	19 815 950	13 106 146	7 322 838	29 511 003
Podatek od EBIT	-2 377 914	-1 572 738	-878 741	-3 541 320
Podatek [%]	12%	12%	12%	12%
NOPAT	17 438 036	11 533 409	6 444 097	25 969 682
Amortyzacja	3 100 000	3 100 000	3 100 000	4 450 000
Zmiana kapitału obrotowego	1 729 411	1 306 314	811 181	782 387
Nakłady inwestycyjne	-3 000 000	-3 000 000	-3 000 000	-3 000 000
FCFF	19 267 447	12 939 723	7 355 278	28 202 069
WACC	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Czynnik dyskontujący	1,13	1,28	1,44	1,63
PV FCFF	17 050 838	10 133 701	5 097 577	17 296 857
Suma PV FCFF	49 578 973			
Wzrost terminalny		2,5%		
Wartość rezydualna (RV)	231 696 449			
PV RV	142 103 771			
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	191 682 745			
Udział PV RV w EV	74,13%			
Dług netto	-17 733 172			
Aktualna wartość kapitałów własnych	211 684 589			
Liczba akcji	1 071 900			
Aktualna wartość na akcję	197,49			

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Wycena DCF – wariant z wydaniem nowej gry w formule self-publishing

Dane w PLN	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż	23 943 950	17 750 146	12 482 838	76 824 167
w tym projekt Medieval Dynasty	23 943 950	17 750 146	12 482 838	7 977 720
w tym nowa gra	-	-	-	68 846 447
EBIT	19 815 950	13 106 146	7 322 838	53 009 356
Podatek od EBIT	-2 377 914	-1 572 738	-878 741	-6 361 123
Podatek [%]	12%	12%	12%	12%
NOPAT	17 438 036	11 533 409	6 444 097	46 648 233
Amortyzacja	3 100 000	3 100 000	3 100 000	5 600 000
Zmiana kapitału obrotowego	1 729 411	1 306 314	811 181	782 387
Nakłady inwestycyjne	-5 500 000	-5 500 000	-5 500 000	-5 500 000
FCFF	17 267 447	10 939 723	5 355 278	48 030 620
WACC	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%
Czynnik dyskontujący	1,28	1,44	1,63	1,84
PV FCFF	15 280 927	8 567 408	3 711 476	29 458 079
Suma PV FCFF	60 913 244			
Wzrost terminalny	2,5%			
Wartość rezydualna (RV)	318 716 756			
PV RV	195 474 955			
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	256 388 200			
Udział PV RV w EV	76,24%			
Dług netto	-17 733 172			
Wartość kapitałów własnych (EqV)	274 121 371			
Liczba akcji	1 071 900			
Aktualna wartość kapitałów własnych	277 091 019			
Aktualna wartość na akcję	258,50			

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Wyznaczenie WACC

Udział KO	0%
Udział KW	100%
Kapitał obcy	
Koszt długu	0,0%
Podatek	8%
Koszt długu po opodatkowaniu	0,00%
Kapitał własny	
Stopa wolna od ryzyka	4,5%
Premia rynkowa	6,5%
Współczynnik Beta	1,00
Premia za płynność	0,5%
Premia za wielkość	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,00%
WACC	13,00%

Źródło: Oszacowania własne Dom Maklerski INC S.A., Useful Data Sets (nyu.edu)

Zgodnie z przedstawionym modelem, prognozowana sprzedaż gier w perspektywie do końca roku 2027 wyniesie około 2 mln 667 tysięcy sztuk, co daje średniorocznie 667 tys. egzemplarzy. Przyjmując wpływy netto ze sprzedanej sztuki dla „Medieval Dynasty” na około (odpowiednio dla wersji PC oraz na konsole) 7,28 USD i 8,23 USD oraz około 8,32 i 9,40 USD dla nowego tytułu (po uwzględnieniu zwrotów, prowizji wydawców, prowizji platform, czasowych promocji td.), powyższy wolumen przekłada się na około 96,9 mln PLN przychodów netto ze sprzedaży gier wygenerowanych przez Render Cube S.A. w horyzoncie szczegółowej prognozy. Przyjmując koszty operacyjne związane z produkcją nowych tytułów oraz aktualizacjami już wydanych, prognoza zakłada skumulowany wynik operacyjny (EBIT) o wartości 69,8 mln PLN. Należy wskazać, iż wynik ten nie uwzględnia amortyzacji, a sama spółka w najbliższych latach, tj. w okresie szczegółowej prognozy, będzie dokonywała znaczących odpisów amortyzacyjnych nie tylko od zakupionego IP, ale również od poniesionych w przeszłości nakładów na tryb Co-Op, które zostały aktywowane w bilansie. Odpisy amortyzacyjne będą obciążać bieżący wynik, ale z perspektywy rachunku przepływów pieniężnych nie będą wpływać na wypływ gotówki z kasy, a wręcz przeciwnie – będą służyły jako tarcza podatkowa, dzięki czemu spółka najprawdopodobniej będzie generowała przepływy pieniężne z działalności operacyjnej znacząco wyższe niż zysk netto wykazywany w rachunku zysków i strat. Skumulowany wynik operacyjny uwzględniający odpisy amortyzacyjne (EBITDA) powinien być w tym okresie o ok. 13,75 mln PLN wyższy. Kwartalna wysokość amortyzacji obciążającej wynik w latach 2024 – 2026 powinna wynieść blisko 800 tys. PLN, co rocznie daje 3 mln 100 tys. PLN.

Poniżej zaprezentowano prognozę rocznych odpisów amortyzacyjnych w okresie szczegółowej prognozy:

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Wysokość rocznego odpisu zakupionego IP	2 200 000,00 zł	2 200 000,00 zł	2 200 000,00 zł	2 200 000,00 zł	2 200 000,00 zł
Wysokość rocznego odpisu Coop	160 000,00 zł	600 000,00 zł	600 000,00 zł	600 000,00 zł	600 000,00 zł
Wysokość rocznego odpisu Coop na konsole		300 000,00 zł	300 000,00 zł	300 000,00 zł	300 000,00 zł
Wysokość rocznego odpisu nowej gry					1 350 000,00 zł
Razem	2 360 000,00 zł	3 100 000,00 zł	3 100 000,00 zł	3 100 000,00 zł	4 450 000,00 zł

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

3.2. Wrażliwość wyceny na zmianę podstawowych parametrów

Przedstawione we wcześniejszej sekcji obliczenia oparte zostały na bazowym wariancie wartości sprzedażowych generowanych przez poszczególne tytuły. W celu weryfikacji wrażliwości uzyskanej wyceny na zmiany wpływów ze sprzedaży obu gier, przygotowano dwa dodatkowe warianty wyceny – konserwatywny i optymistyczny, różniące się założeniami co do liczby sprzedanych egzemplarzy (w wariancie bazowym jest to łącznie około 2 mln 667 tys. sztuk w okresie szczegółowej prognozy). Analizę wrażliwości przedstawiono w modelu wyceny zakładającym współpracę z zewnętrznym wydawcą przy dystrybucji kolejnych gier.

W wariancie konserwatywnym przyjęto zmniejszenie wolumenu sprzedaży o 25% (czyli łączna liczba sprzedanych egzemplarzy 2 mln), w efekcie czego wycena na jedną akcję spadła do poziomu 148,78 zł. Wariant optymistyczny uwzględnił natomiast wzrost wolumenu sprzedaży o 25% (czyli łączna liczba sprzedanych kopii około 3 mln 333 tys.) względem wariantu bazowego, co powoduje wzrost wartości jednej akcji do ceny 261,78 zł. W wariancie bazowym wycena akcji pozostaje niezmienną (realizacja 100% zakładanego wolumenu sprzedaży).

Wycena w 3 wariantach prognoz przychodów

Wariant konserwatywny (wolumen sprzedaży -25%)	148,78 zł
Wariant bazowy	197,49 zł
Wariant optymistyczny (wolumen sprzedaży +25%)	261,78 zł

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

Ponadto, dokonano weryfikacji wrażliwości wyceny Spółki na zmiany podstawowych parametrów modelu w zakresie stopy średnioważonego kosztu kapitału oraz stopy wzrostu w okresie rezydualnym.

(1) Aktualna wartość kapitałów własnych w zależności od wzrostu terminalnego i WACC

		WACC				
		12,00%	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%
Wzrost terminalny	2,00%	224 488 091	214 003 610	204 486 502	195 810 312	187 869 665
	2,25%	228 863 186	217 916 112	208 001 847	198 982 401	190 743 280
	2,50%	233 468 550	222 024 240	211 684 589	202 298 676	193 741 835
	2,75%	238 322 852	226 343 040	215 546 976	205 769 197	196 873 659
	3,00%	243 446 837	230 889 146	219 602 484	209 404 980	200 147 839

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

(2) Udział PV RV w EV w zależności od wzrostu terminalnego i WACC

		WACC				
		12,00%	12,50%	13,00%	13,50%	14,00%
Wzrost terminalny	2,00%	75,22%	74,17%	73,14%	72,12%	71,11%
	2,25%	75,74%	74,68%	73,63%	72,61%	71,59%
	2,50%	76,26%	75,19%	74,13%	73,10%	72,08%
	2,75%	76,78%	75,70%	74,64%	73,60%	72,57%
	3,00%	77,31%	76,22%	75,15%	74,10%	73,06%

Źródło: Dom Maklerski INC S.A.

3.3. Wycena porównawcza

- Uzupełniając w stosunku do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych opracowano również wycenę Spółki z wykorzystaniem metody porównawczej, w ramach której wartość akcji wyznaczana jest w oparciu o rynkowe wyceny porównywalnych podmiotów notowanych.
- W wycenie porównawczej wykorzystano dwa mnożniki wyceny: EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization – wartość przedsiębiorstwa/zysk operacyjny przed amortyzacją) oraz EV/Sales (Enterprise Value to Sales – wartość przedsiębiorstwa/ przychody ze sprzedaży) .
- Dokonując selekcji spółek porównywalnych, wybrano producentów gier, których specyfika działalności i model biznesowy pozostają zbliżone do Render Cube S.A. W praktyce, model Spółki dość istotnie różni się od grupy porównawczej, w związku z czym obniżono wagę dla metody porównawczej w końcowej kalkulacji wyceny.

Wycena porównawcza do producentów gier komputerowych (dane finansowe w tys. PLN)

dane w tys. PLN	EV/EBITDA Bazowy	EV/Sales	Kapitalizacja	Dług netto	EBIT LTM	Sales LTM	EV
Playway S.A.	12,53x	7,69x	1 762 200	- 164 092	153 679	250 569	1 926 292
CD Projekt S.A.	23,77x	10,26x	10 685 429	- 562 938	473 234	1 096 761	11 248 367
Creepy Jar S.A.	18,82x	11,75x	411 924	- 68 859	25 550	40 915	480 784
Big Cheese Studio S.A.	18,25x	8,74x	87 662	- 6 092	5 138	10 730	93 754
Bloober Team S.A.	33,00x	4,90x	484 760	- 16 191	15 183	102 212	500 951
PCF Group S.A.	-145,31x	6,62x	869 754	- 135 368	- 6 917	151 813	1 005 123
Mediana	18,53	8,21	677 257	- 102 114	20 367	127 013	753 037
Wycena akcji Render Cube wg wskaźnika	244 826	144 691					
Waga wskaźnika	50%	50%					
Wycena końcowa 1 akcji (PLN)	181,69 zł						

Źródło: Dom Maklerski INC S.A., Bloomberg

4. Profil Spółki i otoczenie rynkowe

4.1. Profil Spółki

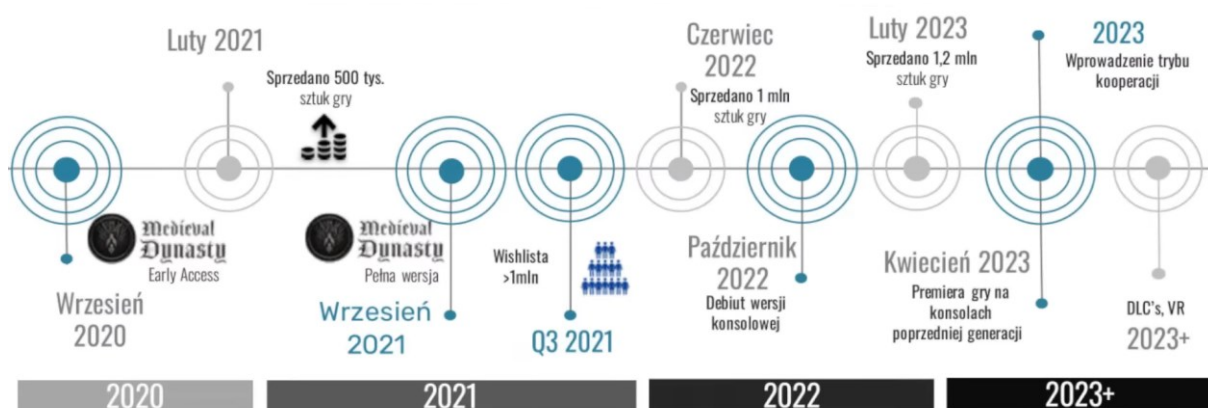
Historia Spółki

- Render Cube S.A. z siedzibą w Łodzi prowadzi działalność na rynku gier wideo, w zakresie produkcji gier komputerowych z przeznaczeniem na komputery osobiste, konsole Xbox i PlayStation różnej generacji. Gry dostępne są w sprzedaży za pośrednictwem platform dystrybucji cyfrowej, takich jak: Steam, GoG, Epic Games, Microsoft Store, czy PlayStation Store. Sprzedaż gier wideo produkowanych przez Emitenta odbywa się na globalnym rynku, zgodnie z działalnością platform dystrybucji cyfrowej. Emitent wydanie gry na platformach sprzedażowych zleca zewnętrznym podmiotom.
- Spółka tworzy gry na PC, PlayStation oraz Xbox. Swoją dotychczas największą grę „Medieval Dynasty” Spółka wydała dnia 17 września 2020 roku na platformie Steam, w formule wczesnego dostępu.
- Na dzień 31.12.2023 r. sprzedaż tytułu „Medieval Dynasty” na wszystkich platformach od daty premiery w trybie Early Access wyniosła 1,75 mln sztuk brutto. Liczba osób oczekujących na zakup gry poprzez dodanie jej do tzw. listy życzeń na platformie Steam (ang. Wishlist) na dzień 16.01.2024 r. wynosiła ponad 1,42 mln osób.
- W maju 2021 r. na mocy umowy produkcyjno-wydawniczej została zawarta umowa z Microsoft Corporation dotycząca udostępnienia gry „Medieval Dynasty” do usługi subskrypcyjnej Xbox GamePass. W 2021 i 2022 roku Spółce wypłacone zostało wynagrodzenie z tytułu uczestnictwa gry w subskrypcji oferowanej przez Microsoft Corporation w wysokości ok. 6 mln PLN. Procesem wydawniczym gry w wersji na PC i konsole zajmuje się główny akcjonariusz spółki Toplitz Productions GmbH – niemiecka spółka świadcząca kompleksowe usługi w zakresie wydawniczym oraz marketingowym.
- Spółka zamierza rozpocząć pracę nad nową grą w 2024 roku. Planuje wykorzystać w niej dotychczasowe know-how i technologię. Emitent nie wyklucza trybu multiplayer (wieloosobowy) w nowej produkcji, jednakże na dzień sporządzonego Prospektu Emitent nie podjął ostatecznej decyzji w tym zakresie.

Dotychczasowa historia rozwoju Spółki

DATA	Wydarzenie
01.12.2017 r.	Podpisanie umowy zawiązania spółki Render Cube Sp. z o.o.
13.12.2017 r.	Rejestracja spółki Render Cube Sp. z o.o. w Rejestrze Przedsiębiorców.
22.05.2019 r.	Podpisanie umowy wydawniczej z Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Irdning (Austria) na produkcję gry Medieval Dynasty. Umowa wygasa z dniem 30 listopada 2020 roku.
29.01.2020 r.	Objęcie 65 % udziałów w spółce Render Cube Sp. z o.o. przez Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Irdning w Austrii. Podpisanie umowy przez akcjonariuszy w sprawie planów spółki związanych z giełdą oraz przekształceniem w spółkę akcyjną.
05.08.2020 r.	Przyjęcie uchwały w formie aktu notarialnego o przekształceniu spółki z o.o. w S.A.
17.09.2020 r.	Premiera gry Medieval Dynasty, na platformie Steam, w formule wczesnego dostępu.
30.11.2020 r.	Zawarcie umowy produkcyjno-wydawniczej z Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching, Niemcy (wtedy jako Spicy Fox GmbH), dotyczącej ukończenia gry Medieval Dynasty. Umowa była aneksowana 7 maja 2021 roku i 31 grudnia 2022 roku.
20.04.2021 r.	Zawarcie przez Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching (Niemcy) umowy z Microsoft w zakresie udostępnienia gry Medieval Dynasty w ramach platformy Xbox Game Pass na PC.
7.05.2021 r.	Zawarcie umowy o nabycie znaku towarowego i praw własności intelektualnej (IP) dotyczącej gry Medieval Dynasty, z Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching, Niemcy, za kwotę 2,5 mln EUR.
7.05.2021 r.	Rejestracja sprzedaży akcji Render Cube S.A. przez Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Irdning (Austria) do spółki matki, tj. do Iridium Media Group z siedzibą w Oberhaching (Niemcy).
13.08.2021 r.	Rejestracja w Krajowym Rejestrze Sądowym podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii B.
14.09.2021 r.	Rejestracja w Krajowym Rejestrze Sądowym podwyższenia kapitału w drodze emisji akcji serii C.
23.09.2021 r.	Premiera gry Medieval Dynasty w pełnej wersji na PC.

22.12.2021 r.	Pierwszy dzień notowań akcji serii A, B oraz C w Alternatywnym Systemie Obrotu rynku NewConnect.
11.04.2022 r.	Nabycie istotnego pakietu akcji Spectral Games S.A. Emitent nabył 2.059.086 akcji Spectral Games S.A. za kwotę 597.134,94 PLN (na dzień wskazanej transakcji Emitent posiadał 230.000 akcji spółki, a po transakcji 2.289.086). Na Datę Prospektu Emitent posiada 2.059.086 akcji Spectral Games S.A.
8.06.2022 r.	Przekroczenie przez Medieval Dynasty narastającej sprzedaży na poziomie 1 mln sztuk brutto.
29.06.2022 r.	Podjęcie przez WZA uchwały nr 15, na mocy której został ustanowiony kapitał docelowy oraz podjęcie uchwały nr 17 w sprawie przyjęcia zasad programu motywacyjnego dla członków organów Spółki, kadry zarządzającej Spółką oraz kluczowych pracowników i współpracowników Spółki.
6.10.2022 r.	Premiera gry Medieval Dynasty na konsole Xbox Series S X oraz PlayStation 5.
28.10.2022 r.	Dokonanie ostatniej płatności za IP do gry Medieval Dynasty.
31.12.2022 r.	Zawarcie aneksu do umowy wydawniczej z Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching, Niemcy w zakresie rozwoju gry Medieval Dynasty i ewentualnych kontynuacji lub gier osadzonych w tym samym uniwersum oraz zwiększenia uprawnień Emitenta w obszarze koordynowania działań marketingowych wokół gry.
21.03.2023 r.	Podjęcie przez Zarząd decyzji o podwyższeniu kapitału zakładowego Emitenta, w granicach kapitału docelowego, poprzez emisję akcji serii D, na potrzeby realizacji założeń programu motywacyjnego.
20.04.2023 r.	Premiery gry Medieval Dynasty na konsole Xbox One oraz PlayStation 4.
07.07.2023 r.	Sprzedaż 230.000 sztuk akcji Spectral Games S.A. Po transakcji Emitent posiada 2.059.086 akcji Spectral Games S.A., których udział stanowi 19,93% wartości kapitału zakładowego oraz 19,93% liczby głosów na WZA w Spectral Games S.A.
03.08.2023 r.	Otrzymanie wydanej przez Dyrektora Krajowej Informacji Skarbowej indywidualnej interpretacji przepisów prawa podatkowego dotyczącej podatku CIT umożliwiającej Emitentowi skorzystania z tzw. ulgi IP BOX, czyli preferencyjnego 5% opodatkowania części dochodów z praw własności intelektualnej.
30.09.2023 r.	Przekroczenie przez Medieval Dynasty narastająco sprzedaży na poziomie 1,5 mln sztuk brutto.
31.12.2023 r.	Przekroczenie przez Medieval Dynasty łącznej sprzedaży na poziomie 1,75 mln sztuk brutto.



Źródło: Prezentacja inwestorska Spółki, <https://www.youtube.com/watch?v=3NGfV-muG9k>

- Zgodnie z informacjami przedstawionymi w Prospekcie Spółka koncentruje swoją działalność na produkcji gier komputerowych w segmencie AA (średniobudżetowych), o wysokiej wartości artystycznej, charakteryzujących się budżetami do 20 mln PLN i około 3-letnim cyklem produkcyjnym jednego tytułu. Zarząd Spółki zapowiada powiększenie zespołu w związku z planowaną nową grą oraz dalszym rozwojem gry „Medieval Dynasty”.
- Zespół Emitenta, współpracujący w trybie ciągłym, składa się z 36 doświadczonych specjalistów branży gamingowej, ponadto Spółka dorywczo współpracuje z dodatkowymi osobami w zakresie jednorazowych

zleceń (m.in. testerami, aktorami, tłumaczami i innymi). Spółkę cechuje niska rotacja pracowników. Większość osób współpracuje ze Spółką na podstawie umów B2B, umów zlecenie i umów o dzieło. Jest to typowa w branży gamingowej forma współpracy. Współpracownicy Spółki posiadają doświadczenie w branży i rozwijają swoje zainteresowania oraz umiejętności poprzez kolaborację z uczelniami wyższymi tj. Politechniką Łódzką. Członkowie zespołu Spółki pracowali wcześniej nad projektami dla dużych studiów deweloperskich takich jak CD Projekt S.A., Techland S.A., CI Games S.A. czy Platige Image S.A.

Struktura akcjonariatu

Struktura akcjonariatu przedstawia się zgodnie z poniższą tabelą. Dominujący udział w Spółce posiadają kluczowe dla rozwoju Spółki osoby, które odpowiadają za jej działalność operacyjną.

Akcjonariusz	Liczba akcji	% w kapitale i głosach na WZA
Iridium Media Group GmbH	600 000	55,98%
Damian Szymański – Prezes Zarządu	220 000	20,52%
Krzysztof Szymański – Członek Rady Nadzorczej	41 000	3,82%
Pozostali	210 900	19,68%
Suma		

Źródło: Dokument Informacyjny Spółki, raporty ESPI

- Spółka w swojej historii finansowała się głównie poprzez zarobione środki pieniężne, środki od wydawcy gry „Medieval Dynasty” oraz emisje akcji. Były to kolejno emisja akcji serii B (5 mln 835 tys. zł, cena za akcję wyniosła 150 zł) oraz emisja akcji serii C (3 mln 885 tys. zł, cena za akcję wyniosła 150 zł).
- Ponadto, w czerwcu 2022 roku w drodze uchwały Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy ustanowiono w Spółce program motywacyjny. Zgodnie z jego założeniami, kluczowym osobom zaangażowanym w rozwój Spółki miało być zaoferowane do nabycia maksymalnie 21.300 akcji zwykłych o wartości nominalnej 0,10 PLN każda. Program motywacyjny będzie realizowany w latach 2022-2025 (4 lata). Osobami uprawnionymi do udziału w programie motywacyjnym są osoby wskazane przez Zarząd Spółki, wybrane w szczególności z uwzględnieniem kryterium czasu, przez który dana osoba współpracuje ze Spółką. Dnia 21 marca 2023 r. Zarząd Emitenta, działając na podstawie upoważnienia zawartego w § 7a Statutu Spółki podjął uchwałę w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach kapitału docelowego poprzez emisję Akcji serii D. Podwyższenie kapitału zakładowego, zostało wykonane na potrzebę realizacji złożenia programu motywacyjnego. Na mocy podjętej uchwały nr 1 Zarząd Emitenta podjął decyzję o podwyższeniu kapitału zakładowego Spółki z kwoty 106 480,00 zł do kwoty 107.190,00 zł, w drodze emisji akcji zwykłych na okaziciela serii D w liczbie 7 100 o wartości nominalnej 0,10 zł każda. Kapitał zakładowy Spółki został podwyższony o kwotę 710,00 zł (siedemset dziesięć złotych) poprzez objęcie 7.100 (siedem tysięcy sto) akcji serii D o wartości nominalnej po 0,10 zł (dziesięć groszy) każda akcja, w ramach realizacji programu motywacyjnego, to jest do kwoty 107.190,00 zł (sto siedem tysięcy sto dziewięćdziesiąt złotych). Wpis podwyższenia w Krajowym Rejestrze Sądowym został dokonany w dniu 9 października 2023 roku. Na dzień sporządzenia niniejszego raportu, kapitał docelowy wynosi 14.200 akcji, co stanowi 1,32% kapitału zakładowego. Skala wprowadzonych programów motywacyjnych nie odbiega od standardów rynkowych, a jej potencjalny wpływ na rozwodnienie, zwiększoną podaż akcji i wycenę Spółki jest ograniczona.

Najważniejsze produkcje

- Dnia 17 września 2020 roku Spółka wydała grę „Medieval Dynasty” w wersji na PC w formule wczesnego dostępu (ang. Early Access). Medieval Dynasty łączy w sobie kilka popularnych gatunków gier: survival (przetrwanie) – postać gracza odczuwa potrzeby zbliżone do prawdziwego człowieka; musi jeść, spać, ogrzewać się. Może je zaspokoić wykonując wiele czynności w świecie gry, takich jak: polowanie, uprawa roślin czy budowa domu, simulation (symulacja) – produkcja umożliwia użytkownikowi wcielenie się w młodzińca, żyjącego we wczesnośredniowiecznej Europie, któremu udało się uciec przed wojną i chce być jedynym panem swojego losu, roleplaying (odgrywanie roli) – postać gracza może się rozwijać, wypracowywać swój charakter, rozmawiać z ludźmi, zawierać sojusze itp., strategy (strategia) – postać gracza jest zmuszona do zarządzania zdobytymi surowcami, wyznaczania celów związanych z rozbudową wioski i życiem całej osady. Gracz musi

ustalać priorytety wykorzystania zasobów, dzięki czemu życie prowadzone w osadzie i procesy w nim zachodzące są coraz bardziej zaawansowane i złożone.

Połączenie powyższych cech w jednym tytule oferuje graczowi unikalną, angażującą rozgrywkę o dużym stopniu złożoności, a przez to zapewniającą długie godziny rozrywki.

- Fabula gry rozgrywa się w średniowiecznej wiosce, gdzie gracz wciela się w osiemnastoletniego chłopaka, który przybywa do swojego wuja, by pod jego opieką wejść w dorosłe życie. Gdy okazuje się, że wuj nie żyje, jest zdany na własne siły. Musi samodzielnie zadbać o swoją reputację w okolicy, zbudować dom, a z czasem osadę i założyć rodzinę, by jego dynastia trwała. Dodatkowo na nowej mapie, na której można grać w trybie Co-Op, rozwinęto fabułę oraz dostosowano ją do kilku graczy.

Wybrane grafiki z gry "Medieval Dynasty"



Źródło: Spółka, steamdb.info

- Gra jest dostępna m.in. w sklepach Steam, Epic Game Store, GOG. Zgodnie z umową Render Cube S.A. ma 50% udział w przychodach ze sprzedaży tytułu.

Najważniejsze fakty o grze "Medieval Dynasty"

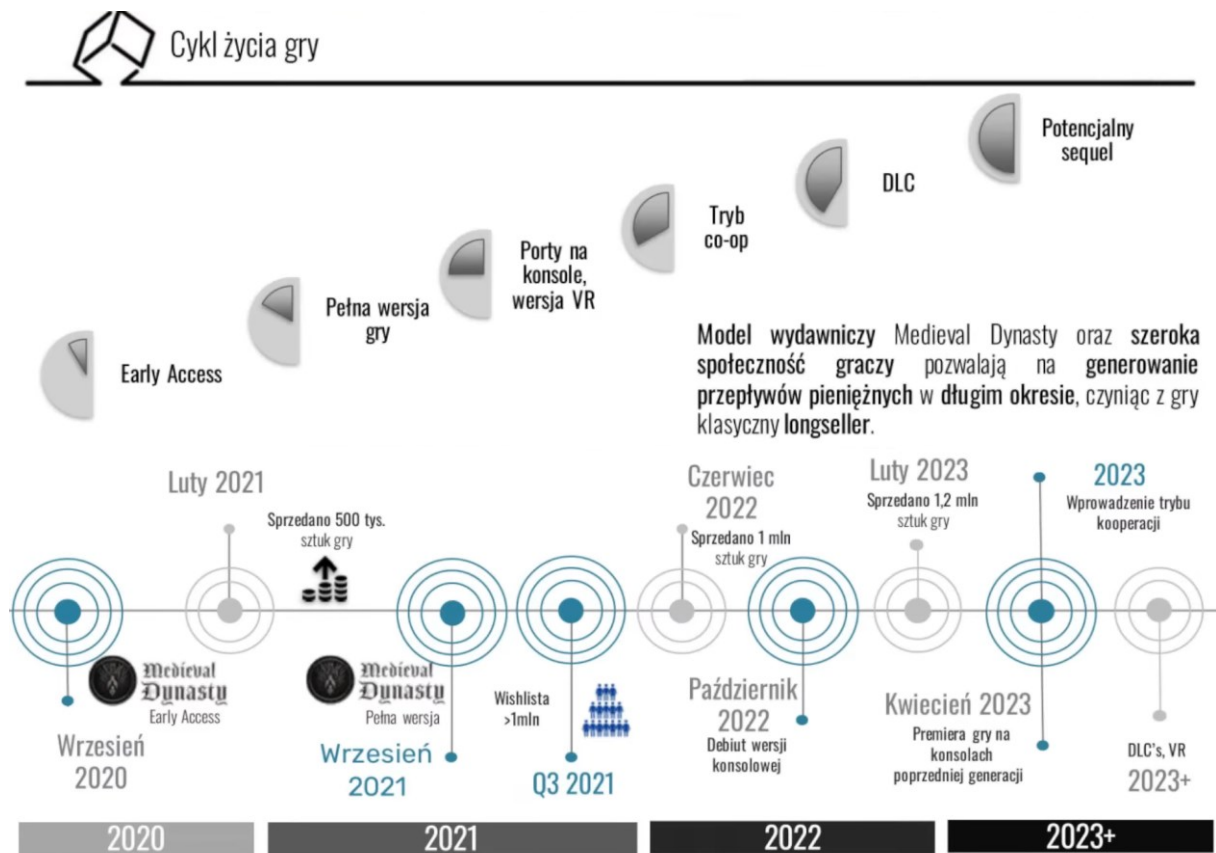
Tytuł gry	Medieval Dynasty
Gatunek	Połączenie survivalu, symulacji, RPG oraz strategii
Platformy	PC/ Xbox Series X/S, Xbox One, PlayStation 5, PlayStation 4
Liczba graczy	4
Budżet gry	Ok. 14 mln PLN
Ocena graczy w serwisie Steam	91% (88% z ostatnich 30 dni)
Liczba graczy zrzeszonych w społeczności (w serwisie Steamdb.info)	254.059 graczy
Cena gry na Steam	109,00 PLN/ 34,99 USD
Deweloper	Render Cube S.A.
Właściciel praw IP	Render Cube S.A.
Wydawca	Toplitz Productions GmbH

Źródło: Dom Maklerski INC S.A., Dokument Informacyjny Spółki

- Dnia 23 września 2021 r. miała miejsca premiera pełnej wersji gry „Medieval Dynasty”. Dnia 6 grudnia 2021 r. Spółka poinformowała, że sprzedaż gry narastająco od dnia premiery w trybie Early Access, tj. od dnia 17 września 2020 r. wyniosła 865 tys. sztuk brutto. Dnia 8 czerwca 2022 r. łączna sprzedaż gry „Medieval Dynasty” przekroczyła 1 mln sztuk brutto. Na dzień 30 września 2023 r. łączna sprzedaż brutto „Medieval Dynasty” przekroczyła 1,5 mln egzemplarzy. Dnia 7 grudnia 2023 r. miała miejsce premiera trybu kooperacji na platformie

Steam. Na dzień 31 grudnia 2023 roku łączna sprzedaż brutto gry „Medieval Dynasty” przekroczyła 1,75 mln sprzedanych egzemplarzy.

Cykl życia gry „Medieval Dynasty”



Źródło: Prezentacja inwestorska Spółki, <https://www.youtube.com/watch?v=3NGfV-muG9k>

- W związku z powyższym, zakładamy, że zespół deweloperski będzie sukcesywnie poszerzać zawartość w ramach kolejnych aktualizacji i dodatków, co pozwoli na zwiększenie potencjału sprzedażowego i monetyzację gry w długim horyzoncie czasowym. Zgodnie z zapowiedziami zarządu w 2024 roku planowana jedna duża aktualizacja gry (Armors, Crests i Shields) oraz dodanie trybu Co-Op na konsole PS5 oraz Xbox Series X/S.



Źródło: <https://store.steampowered.com/news/app/1129580/view/3320856891249383850>

- Tytuły referencyjne dla „Medieval Dynasty”, jak „Green Hell”, „The Forest”, „The Long Dark” czy „Sons of the Forest” charakteryzują się zaangażowaną społecznością graczy oraz bardzo długim ogonem sprzedażowym na różnych platformach sprzętowych, a w szczególności na PC.

Kluczowe parametry gier konkurencyjnych dla „Medieval Dynasty” zebrano w poniższej tabeli.

Gra	The Forest	Green Hell	Sons of the Forest	The Long Dark	Medieval Dynasty
Platformy	PC/PS4	PC/Nintendo Switch/Xbox One/PS4	PC	PC/Xbox One/PS4/Nintendo Switch	PC/Xbox Series S/X, PS5/Xbox One/PS4
Oceny graczy	95%	87%	86%	91%	91%
Data wydania	maj.14 i lis.18	sie.18, paź.20 i cze.21	lut.23	sie.17 (PC, PS4 i XONE), wrz.20 (Switch)	wrz.20 (PC), paź.22 (XSX i PS5) kwi.23 (XONE i PS4)
Szacunkowa liczba sprzedanych egzemplarzy	19,8 mln sztuk (Gamalytic)	>5 mln sztuk (Spółka)	6,8 mln sztuk (Gamalytic)	>5 mln sztuk (Spółka)	>1,5 mln sztuk
Cena bazowa gry	19,99 \$	24,99 \$	29,99 \$	34,99 \$	34,99 \$

Źródło: Opracowanie własne na podstawie prezentacji inwestorskiej Spółki

- Zgodnie z informacjami przedstawionymi w Prospekcie, Emitent zamierza rozpocząć pracę nad nową grą w 2024 roku. Spółka planuje wykorzystać w niej dotychczasowe know how i technologię. Emitent nie wyklucza trybu multiplayer (wielosobowy) w nowej produkcji, jednakże na Dzień Prospektu Emitent nie podjął ostatecznej decyzji w tym zakresie. Koszty produkcji zostały określone na poziomie ok. 15 mln PLN. Spółka zamierza sfinansować produkcję gry ze środków własnych w przypadku modelu self-publishing lub przy wsparciu wydawcy w przypadku modelu z zewnętrznym wydawcą. Według zapowiedzi będzie to najprawdopodobniej gra z elementami RPG (ang. role-playing game – gra polegająca na rozwoju postaci, w którą wciela się gracz, zawierająca elementy fabularne) wraz z trybem kooperacyjnym.
- W przypadku nowego IP zakładamy, że może to być gra nawiązująca gatunkowo i stylistycznie do „Medieval Dynasty” o budżecie w okolicach 15 mln PLN.
- W wycenie nie uwzględniamy wpływów z wersji VR „Medieval Dynasty New Settlement”, jednak w naszej ocenie nie będą one miały istotnego wpływu na końcowy wynik wyceny z uwagi na fakt, że pomimo tego, że gra jest osadzona w uniwersum „Medieval Dynasty” to nie jest portem wersji na PC i zawiera zupełnie nową mapę i historię, w związku z czym trudno jest oszacować jaki będzie odbiór gry oraz jej potencjalna sprzedaż.

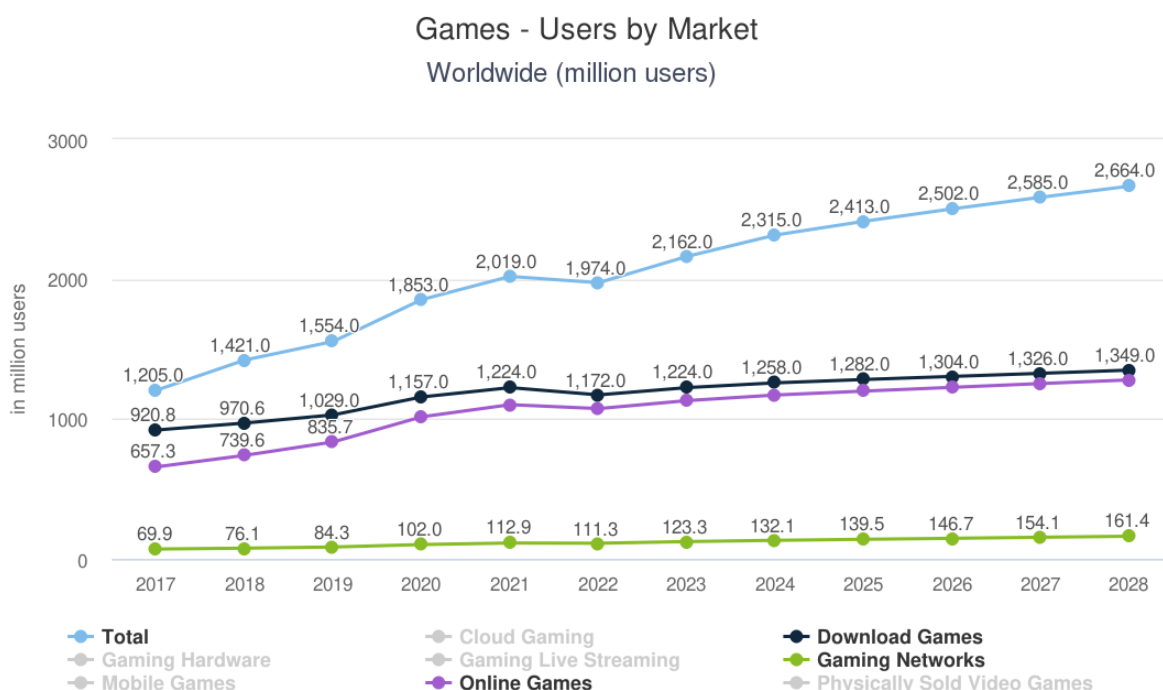
Strategia rozwoju

Spółka zamierza kontynuować działalność mającą na celu rozwój gry „Medieval Dynasty”. W trakcie przygotowywania jest tryb Co-Op gry w wersji na konsole. Spółka ma zapewnione środki na sfinansowanie tej produkcji. Premiera trybu Co-Op zaplanowana została na przełom pierwszego i drugiego kwartału 2024 r., w wersji na konsole PS5 i Xbox Series X/S, Xbox Game Pass oraz pozostałych platformach.

Render Cube S.A. zamierza rozpocząć pracę nad nową grą w 2024 roku. Spółka planuje wykorzystać w niej dotychczasowe know how i technologię. Łódzkie studio nie wyklucza trybu multiplayer (wielosobowy) w nowej produkcji, jednakże na dzień Prospektu Emitent nie podjął ostatecznej decyzji w tym zakresie.

4.2. Analiza branży

- Światowy rynek gier video utrzymuje się w trendzie wzrostowym. Rozwój technologiczny oraz zainteresowanie konsumentów w coraz szerszej grupie wiekowej daje podstawę do stabilnego wzrostu sprzedaży gier oraz wzrostu przychodów spółek z sektora gamingowego.
- Rynek cechuje wysoka zmienność wynikająca z podatności na oddziaływania czynników wewnętrznych. Do tych należy zaliczyć w ostatnim czasie dynamiczny rozwój technologii VR/AR oraz premiery konsol nowej generacji. Wśród czynników zewnętrznych należy wymienić pandemię Covid-19 oraz niestabilną sytuację geopolityczną związaną z wojną w Ukrainie.
- W raporcie „Global Games Market Report 2023” wydanego przez firmę Newzoo mowa o 3,81 mld graczy, co oznacza również wzrost na poziomie 6,3% r/r. Z kolei dane portalu Statista.com mówią o 2,16 mld graczy przy wzroście o 9,5% r/r. Różnica szacunków wynika z przedziału wiekowego respondentów. Newzoo bierze pod uwagę respondentów w wieku 10-65 lub 10-50 lat (w części badanych krajów), natomiast Statista bada respondentów pełnoletnich – w wieku 18-64. Porównanie tych danych pozwala natomiast wnioskować, że młodzież to ponad 1/3 graczy na świecie.

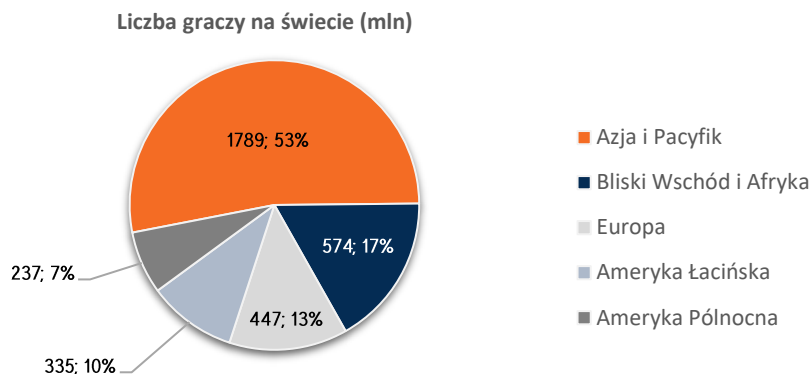


Source: Statista Market Insights

statista

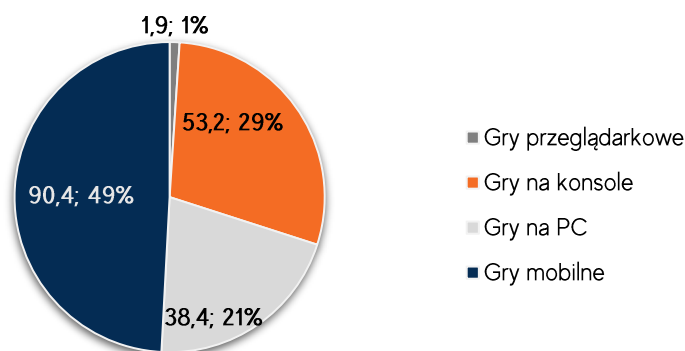
Źródło: Statista.com – raport z serii Statista Market Insights; na wykresie zaznaczono segmenty gier istotne z punktu widzenia analizowanego Emitenta.

- Liczba graczy ma rosnąć do 3,810 mld w 2026 (wg Newzoo, obejmując niepełnoletnich). Dane serwisu Statista wskazują z kolei liczbę 2,502 mld.
- Sz szczególnie dobrym okresem dla rynku gier video były lata 2020 i 2021, kiedy trwała pandemia Covid-19. Długi okres przebywania w odosobnieniu skłaniał społeczeństwo do częstszego sięgania po wirtualne formy rozrywki. Obecnie w wielu krajach nie ma już pandemicznych obostrzeń, a mimo to liczba graczy wciąż rośnie. Świadczy to prawdopodobnie o wytworzeniu nowych nawyków i preferencji związanych z organizacją czasu rozrywki, a także o powrocie do grania osób, które od dawna nie praktykowały takiego sposobu spędzania wolnego czasu.
- Pod względem liczby graczy (dane Newzoo) największym odbiorcą gier jest region Azji i Pacyfiku, gdzie odnotowano 1,789 mld użytkowników gier przy 5,7% wzroście r/r. Stanowi to 53% ogólnej liczby graczy na świecie. Na drugim miejscu uplasował się Bliski Wschód wraz z Afryką (57 mln osób), a następnie Europa (447 mln osób), a dynamika przyrostu liczby graczy w tych regionach wyniosła odpowiednio +12,3% r/r oraz + 3,6% r/r. Łącznie stanowią one 30% rynku globalnego pod względem liczby odbiorców.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Newzoo „Global Games Market Report 2023”

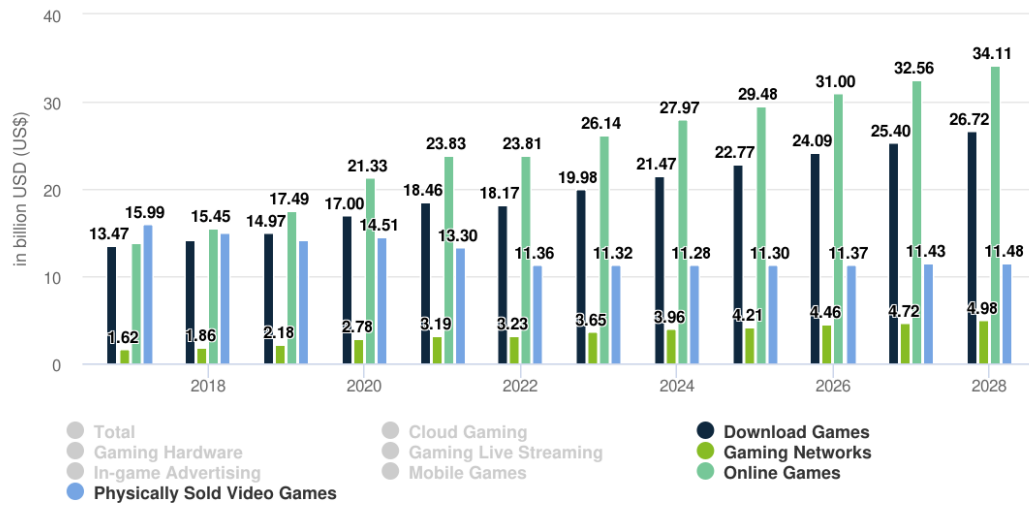
Przychody (w mld USD) i udział poszczególnych segmentów branży gier



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Newzoo „Global Games Market Report 2023”

- Kierunek rozwoju rynku widać wyraźnie po danych dotyczących przychodów ze sprzedaży w ujęciu globalnym. Wzrosty odnotowano (wg Newzoo) w segmencie gier pobieranych lub pudełkowych na PC (największy przyrost: +5,2% r/r) oraz gier konsolowych. Przychody z gier mobilnych i przeglądarkowych odnotowały spadki, choć w dalszym ciągu to właśnie gry mobilne mają największy udział w rynku, jeśli chodzi o przychody ze sprzedaży. Znaczenie segmentu gier przeglądarkowych coraz bardziej marginalizuje się – po spadku o -16,9% ma już zaledwie 1% udziału w rynku.
- Jeśli chodzi o wpływy ze sprzedaży gier, prognozy są optymistyczne i pokazują stabilny wzrost w najbliższym czasie, przy dwucyfrowej dynamice w najbliższych dwóch latach.

Games - Revenue by Market Worldwide (billion USD (US\$))



Source: Statista Market Insights

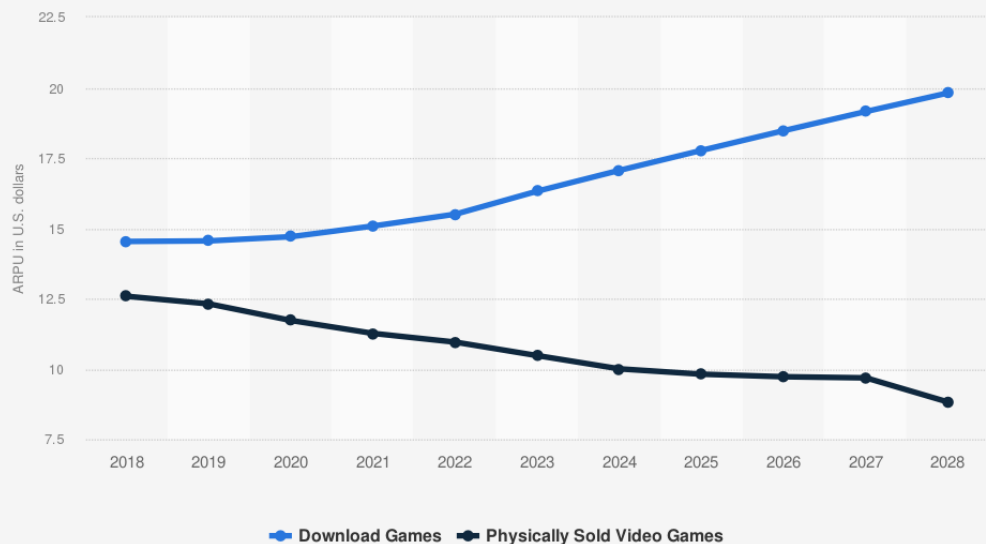
statista

Przychody ze sprzedaży gier. Prognozy.

Źródło: Statista, serwis Statista Market Insights

- W strukturze przychodów branży gamingowej następuje coraz mocniejsze odejście od zakupów gier na fizycznych nośnikach i coraz większy udział gier pobieranych na bezpośrednio na urządzenia. Porównanie tych dwóch strumieni przychodów na przestrzeni lat ilustruje to najbardziej dobitnie, szczególnie w ujęciu ARPU (czyli przychodów w przeliczeniu na jednego użytkownika).

Video game average revenue per user (ARPU) worldwide from 2018 to 2028, by segment (in U.S. dollars)



Sources
Statista; Statista Advertising & Media Insights
© Statista 2024

Additional Information:
Worldwide; Statista Advertising & Media Insights; 2018 to 2028; all values are estimates

statista

- Ważnym trendem, który może mieć wpływ na rynek gamingowy w najbliższych latach jest wykorzystanie generatywnej sztucznej inteligencji (AI – od ang. *artificial intelligence*) do tworzenia treści cyfrowych. Wprawdzie zastosowania sztucznej inteligencji do generowania elementów świata przedstawionego w grach video spotykały się do tej pory z krytyką ze strony graczy i środowiska developerów, to z drugiej strony trudno odmówić AI dużego potencjału do obniżania kosztów produkcji. Autorzy raportu Newzoo 2023 Global Games Market Report podkreślają jednak, że studia produkcyjne powinny korzystać z tego narzędzia z rozsądkiem – w tych elementach, które pozwalają oszczędzać czas przy powtarzalnych czynnościach (np. tworzeniu mutacji roślin do lokacji przyrodniczych światów przedstawionych w grach), a nie tych, które wymagają kreatywności twórców (np. tworzenia scenariuszy).
- Ograniczenie możliwości monitorowania aktywności użytkowników przez aplikacje mobilne, w tym gry mobilne, które zapoczątkowała firma Apple w 2021 r. ma swoją kontynuację w postaci *Privacy Manifest* – wystandaryzowanego pliku, w którym właściciel aplikacji musi określić jakie praktyki związane z zachowaniem prywatności są realizowane przez aplikację, strony z jakimi się łączy, szczególnie uwzględniając technologię dostarczania targetowanych reklam. To może sprawić, że dla producentów gier mobilnych, zwłaszcza bezpłatnych, utrzymujących się z emisji reklam w trakcie rozgrywki, tworzenie nowych produktów stanie się wyraźnie mniej opłacalne.
- Wśród ważnych trendów wymienia się również zwiększony rozwój kategorii *live services* czyli długoterminowo wspieranych gier, które co jakiś czas otrzymują nowe treści, aby zaangażować dotychczasowych graczy i to zaangażowanie monetyzować). Trend dotyczy gier konsolowych i na PC.
- Analitycy pomimo oznak recesji w gospodarce oczekują utrzymania poziomu wydatków konsumentów na gry oraz sprzęt ze względu na duże przywiązanie użytkowników do wirtualnego świata. Nie można jednak wykluczyć rezygnacji z tego typu rozrywki przez osoby mniej zamożne. Jednym z głównych czynników takiego zachowania konsumentów jest wysoka inflacja, która obniża dochód rozporządzalny gospodarstw domowych oraz cykl podwyżek stóp procentowych w większości krajów świata, co zwiększa koszt kredytu dla konsumentów. Szacowane przychody sektora gier znajdują się w trendzie wzrostowym, który utrzymuje się dzięki ciągłemu rozwojowi branży. Zapowiadane nowe, duże produkcje na 2024 rok, poprawa sytuacji finansowej ludności w związku z poluzowaniem restrykcyjnej polityki monetarnej, mogą wskazywać na zbliżający się jeden z najlepszych okresów dla branży gamingowej. Roczna stopa wzrostu przychodów szacowana jest na poziomie 3,4% pomiędzy 2020 a 2025 rokiem. W tym okresie cała branża powinna wygenerować łącznie o ponad 17% więcej przychodów niż w roku bazowym (2020).

5. Wybrane dane i prognozy finansowe

W ramach sporządzonej na potrzeby raportu wyceny, przygotowano prognozy sprawozdania finansowego Spółki. Poniżej zamieszczono prognozowany bilans oraz rachunek zysków i strat.

AKTYWA (tys. PLN)		2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
A.	AKTYWA TRWAŁE	12 735 294	13 607 886	10 691 118	7 823 438	4 955 759	10 188 079
I.	Wartości niematerialne i prawne	11 094 675	11 849 089	9 000 000	6 200 000	3 400 000	8 700 000
II.	Rzeczowe aktywa trwałe	1 041 184	1 161 662	1 093 983	1 026 303	958 624	890 944
III.	Należności długoterminowe	0	0	0	0	0	0
IV.	Inwestycje długoterminowe	599 435	597 135	597 135	597 135	597 135	597 135
V.	Długoterminowe Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
B.	AKTYWA OBROTOWE	18 983 314	26 281 681	46 333 579	57 516 900	63 735 722	89 410 432
I.	Zapasy	138 390	0	0	0	0	0
II.	Należności krótkoterminowe	1 065 630	6 050 738	4 123 536	2 902 335	2 181 287	1 494 349
III.	Inwestycje krótkoterminowe	17 733 172	20 229 376	42 210 043	54 614 566	61 554 435	87 916 083
IV.	Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	46 122	1 567	0	0	0	0
C.	Należne wpłaty na kapitał (fundusz) podstawowy	0	0	0	0	0	0
D.	Udziały (akcje) własne	0	0	0	0	0	0
AKTYWA RAZEM		31 718 608	39 889 566	57 024 696	65 340 339	68 691 481	99 598 512

PASywa (tys. PLN)		2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
A.	KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	31 386 933	39 488 518	56 926 554	63 990 938	67 261 116	93 230 799
I.	Kapitał (fundusz) podstawowy	106 480	107 190	107 190	107 190	107 190	107 190
II.	Kapitał (fundusz) zapasowy, w tym:	23 914 721	31 280 453	39 381 328	52 350 340	60 709 829	67 153 926
V.	Zysk (strata) z lat ubiegłych	- 629 424	500 417	0	0	0	0
VI.	Zysk (strata) netto	7 995 156	7 600 458	17 438 036	11 533 409	6 444 097	25 969 682
VII.	Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (-)	0	0	0	0	0	0
B.	ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	331 676	401 048	98 143	1 349 400	1 430 365	6 367 713
I.	Rezerwy na zobowiązania	0	0	0	0	0	0
II.	Zobowiązania długoterminowe	0	0	0	0	0	0
III.	Zobowiązania krótkoterminowe	331 676	401 048	98 143	1 349 400	1 430 365	6 367 713
IV.	Rozliczenia międzyokresowe	0	0	0	0	0	0
PASYWA RAZEM		31 718 608	39 889 566	57 024 696	65 340 339	68 691 481	99 598 512

Źródło: Opracowanie własne Domu Maklerskiego INC S.A.

RACHUNEK ZYSKÓW I STRAT (tys. PLN)		2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
A.	PRZYCHODY NETTO ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	13 963 732	15 458 830	23 943 950	17 750 146	12 482 838	42 769 020
I.	Przychody netto ze sprzedaży produktów	13 943 304	15 458 830	23 943 950	17 750 146	12 482 838	42 769 020
IV.	Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0
B.	KOSZTY DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	4 287 359	5 695 049	4 128 000	4 644 000	5 160 000	13 258 017
C.	ZYSK (STRATA) ZE SPRZEDAŻY	9 676 373	9 763 781	19 815 950	13 106 146	7 322 838	29 511 003
D.	Pozostałe przychody operacyjne	85 721	152 140	0	0	0	0
E.	Pozostałe koszty operacyjne	16 024	21 964	0	0	0	0
F.	ZYSK (STRATA) Z DZIAŁALNOŚCI OPERACYJNEJ	9 746 070	9 893 957	19 815 950	13 106 146	7 322 838	29 511 003
G.	Przychody finansowe	172 375	78 987	0	0	0	0
H.	Koszty finansowe	44 562	1 472 314	0	0	0	0
I.	ZYSK (STRATA) BRUTTO	9 873 883	8 500 630	19 815 950	13 106 146	7 322 838	29 511 003
J.	Podatek dochodowy	1 878 727	900 172	2 377 914	1 572 738	878 741	3 541 320
K.	Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku	0	0	0	0	0	0
L.	ZYSK (STRATA) NETTO	7 995 156	7 600 458	17 438 036	11 533 409	6 444 097	25 969 682

Źródło: Opracowanie własne Domu Maklerskiego INC S.A.

5.1. Wybrane czynniki ryzyka

Ryzyko związane z ponoszonymi nakładami na produkcję

Specyfiką modelu biznesowego producentów gier wideo jest ponoszenie nakładów finansowych na produkcję, zanim możliwe jest generowanie przychodów. Istnieje ryzyko, że pomimo zaangażowania środków finansowych, produkcja nie zostanie wydana, zostanie wstrzymana lub nie osiągnie sukcesu sprzedażowego. Istnieje także ryzyko wydłużenia produkcji w czasie. W takiej sytuacji nie można wykluczyć utraty wizerunku oraz zaufania graczy i inwestorów do marki, a w przypadku opóźnień – dodatkowych kosztów poniesionych na produkcję, marketing czy usługi zewnętrzne. Z uwagi na odległą potencjalną datę premiery nowej gry, wskazany szacowany budżet może ulec zmianie. W przypadku niedoszacowania budżetu produkcyjnego Spółka może być narażona na poniesienie dodatkowych nakładów, które obniżą wynik finansowy Spółki.

Ryzyko związane ze współpracą z wydawcą

Render Cube S.A. jest producentem gry na PC, konsole Xbox One, Xbox Series X/S, PlayStation 4 i PlayStation 5, natomiast wydawcą gry jest Toplitz Productions GmbH. Pomimo dużego doświadczenia tego podmiotu w zakresie prowadzenia działalności wydawniczej nie można wykluczyć, że działania podjęte przez wydawcę nie przyniosą oczekiwanych efektów sprzedażowych. Zgodnie z wypowiedziami Zarządu, koszty marketingu gry „Medieval Dynasty” są dzielone po połowie z Toplitz Productions GmbH. Spółka wskazuje, że w ramach współpracy z Toplitz Productions był obecny m.in. na targach Gamescom w Kolonii (Niemcy). Toplitz Productions GmbH posiada udział w przychodach ze sprzedaży, co umniejszy udział Emitenta w przychodach ze sprzedaży tytułu.

Ryzyko utraty kluczowych współpracowników

Zespół Emitenta liczy 36 osób, z czego znaczną część zespołu tworzą osoby bezpośrednio zaangażowane w produkcję gier i w trybie ciągłym współpracujące z Render Cube. Sukcesy osiągnięte przez producentów gier komputerowych działających na polskim rynku przyciągają nowe podmioty do segmentu, co powoduje zwiększenie konkurencji w branży. Przy ograniczonej podaży zasobów ludzkich posiadających niezbędne kwalifikacje, zwiększone jest ryzyko utraty kluczowych członków zespołu Emitenta. Dynamicznie rozwijający się rynek gier na świecie może generować ryzyko odchodzenia pracowników do innych Spółek. Spółka charakteryzuje się niską rotacją zespołu, znajduje to przełożenie na pozytywną atmosferę w zespole i komfortowe warunki pracy, w której zaufanie odgrywa ważną rolę. Potencjalna utrata części zespołu bądź poszczególnych jego członków może przełożyć się na utratę niezbędnych umiejętności, doświadczenia czy też pogorszenie atmosfery w zespole, co może wiązać się ze spadkiem produktywności i brakiem realizacji założonych prognoz (zwłaszcza, że w modelu wyceny przyjęto rozszerzenie zespołu produkcyjnego).

Ryzyko związane z brakiem realizacji strategii rozwoju

Realizacja strategii zależy od sposobu identyfikacji oraz interpretacji wielu czynników makro jak i mikroekonomicznych. Należą do nich między innymi: aktualna sytuacja rynkowa, konkurencja w branży, stan finansów przedsiębiorstwa, realizacje założeń finansowych i sprzedażowych oraz uzyskiwanie kluczowych kompetencji przez zarząd i organy nadzorcze w celu jak najefektywniejszego zarządzania majątkiem Spółki. Brak realizacji strategii może w istotny sposób wpłynąć na zawarte w niniejszym opracowaniu wnioski.

Ryzyko kursowe i walutowe

Emitent, korzystając z globalnych platform dystrybucji oraz zatrudniając zewnętrznych usługodawców w zakresie wydawniczym i marketingowym, rozlicza się z tymi podmiotami w walutach obcych. Siedziba Spółki znajduje się na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej i w kwestiach m.in. podatkowych, czy wynagrodzeń członków zespołu rozlicza się w walucie krajowej. Powoduje to ryzyko, w którym niekorzystne zmiany kursowe mogą wpłynąć na obniżenie zysków w walucie obcej, w stosunku do kosztów ponoszonych w polskich złotych. Ujemne różnice kursowe mogą spowodować obniżenie przychodów ze sprzedaży oraz wzrost kosztów rozliczanych w walucie obcej, co może mieć negatywny wpływ na działalność Spółki, jej sytuację finansową oraz perspektywy rozwoju. Spółka nie stosuje działań mających na celu zabezpieczenie przed wahaniami kursów walut.

Ryzyko zależności od głównego akcjonariusza

Głównym akcjonariuszem Render Cube S.A. jest Iridium Media Group GmbH z siedzibą w Oberhaching (dalej jako Iridium Media Group GmbH lub Iridium), posiadający 55,98% udział w kapitale zakładowym Spółki. Render Cube zawarł umowę produkcyjno-wydawniczą z Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching, Niemcy (spółka, w której 100% udziałów posiada Iridium Media Group GmbH), określającą warunki i terminy rozwoju gry „Medieval Dynasty”. Na mocy umowy ustalono również warunki wynagrodzenia Emitenta w zakresie podziału zysków wydawcy z tytułu sprzedaży gry „Medieval Dynasty”, zgodnie z którymi Render Cube otrzymuje 50% wpływów netto ze

sprzedanych gier (po pokryciu kosztów dystrybucji, standardowo wynoszących 30% w przypadku platformy Steam oraz po zwrocie nakładów poniesionych na produkcję oraz marketing przez wydawcę). Zgodnie z ustaleniami stron zawartymi w aneksie do umowy wydawniczo-produkcyjnej z dnia 7 maja 2021 roku, takie same warunki obowiązują w przypadku wersji gry na konsole. Dnia 31 grudnia 2022 roku Emitent zawarł z wydawcą aneks do umowy wydawniczej, na mocy którego Emitent został wskazany jako jedyny podmiot posiadający pełne prawa autorskie do gry „Medieval Dynasty”. W związku z powyższym Emitent ma prawo do samodzielnego podejmowania decyzji w zakresie produkcji kolejnych części gry „Medieval Dynasty” lub gier opartych o jej uniwersum, a także posiada istotnie większe uprawnienia w zakresie koordynowania działań marketingowych wokół gry „Medieval Dynasty”. Dodatkowo dla kolejnych produkcji Emitent może pełnić funkcję wydawcy lub nawiązać w tym zakresie współpracę z innym podmiotem (przy zastrzeżeniu, że Toplitz Productions GmbH z siedzibą w Oberhaching, Niemcy ma prawo pierwszeństwa do wyrównania ofert otrzymanych przez Emitenta od zewnętrznych podmiotów). Na mocy powyżej wskazanego aneksu uzależnienie działalności Spółki od wydawcy i pośrednio od głównego akcjonariusza zostało ograniczone. Decydujący wpływ głównego akcjonariusza powoduje, że ustalone warunki mogą ulec zmianie na mniej korzystne dla Emitenta, co istotnie wpłynęłoby na jego sytuację finansową.

Ryzyko związane z brakiem sukcesu tworzonych gier, w tym braku sukcesu nowego IP

Prowadzoną przez Spółkę działalność, charakteryzuje uzależnienie wygenerowanych wyników finansowych od sukcesu tworzonych (w długim czasie produkcyjnym) gier. Z uwagi na charakterystykę branży, Spółka ma ograniczony wpływ na sukces premiery swoich gier, ponieważ zależy on nie tylko od tematyki, jakości i działań marketingowych wdrożonych przez Spółkę (i podmioty współpracujące z Emitentem), ale również od otoczenia rynkowego. Wpływ na osiągnięty wynik sprzedażowy przez grę Emitenta może mieć m.in. tzw. „okienko wydawnicze”, czyli wydawane w tym samym czasie konkurencyjne tytuły przez wydawców z całego świata, czy też zmieniające się w szybkim tempie technologia i gusta graczy (przez minimum kilkanaście miesięcy od rozpoczęcia produkcji gry do jej wydania). W przypadku zaistnienia sytuacji nieosiągnięcia przez grę oczekiwanego wyniku sprzedażowego oraz braku pokrycia nakładów produkcyjnych na nią poniesionych, lub też w przypadku rezygnacji z kontynuacji prac nad grą w trakcie produkcji sytuacja finansowa Emitenta może ulec pogorszeniu.

Ryzyko związane z potencjalną dodatkową podażą akcji w przypadku zamiaru zbycia znaczącego pakietu akcji przez prezesa zarządu Spółki, który obecnie jest w posiadaniu ponad 20,52% akcji Spółki

Pan Damian Szymański posiada 220.000 akcji Spółki stanowiących 20,52% udziału w kapitale zakładowym Spółki, dających prawo do takiej samej liczby głosów. Pan Krzysztof Szymański posiada 41.000 akcji Spółki stanowiących 3,82% udziału w kapitale zakładowym Spółki, dających prawo do takiej samej liczby głosów. Zgodnie z art. 87 ust. 1 pkt 5 oraz art. 87 ust. 4 Ustawy o Ofercie, Damian Szymański (Prezes Zarządu Spółki) oraz Krzysztof Szymański (Członek Rady Nadzorczej) są osobami pozostającymi w domniemanym porozumieniu (kolejno syn oraz ojciec). Razem posiadają 261.000 akcji, co stanowi 24,35% udziału w kapitale zakładowym oraz 24,35% głosów na WZA. W związku z powyższym istnieje ryzyko, iż w przypadku podjęcia przez wskazane wyżej osoby decyzji o zbyciu znaczącego pakietu akcji, na rynku pojawić może się dodatkowa podaż akcji, co może mieć wpływ na ich kurs.

6. Zastrzeżenia prawne

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został przygotowany na zlecenie Emitenta, w związku z czym nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i że nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych Domu Maklerskiego INC S.A., jak również innych klientów Domu Maklerskiego INC S.A. upoważnionych do otrzymywania raportów analitycznych w oparciu o zawarte umowy. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klient(234) Domu Maklerskiego INC S.A.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski INC S.A. Raport będzie publikowany na stronie internetowej Domu Maklerskiego INC S.A. oraz przekazywany indywidualnie do jego klientów.

Data sporządzenia materiału: 14 marca 2024 r.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom Domu Maklerskiego INC S.A.: 14 marca 2024 r. (17:30 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 14 marca 2024 r. (17:30 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują Domowi Maklerskiemu INC S.A.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, Domu Maklerskiego INC S.A. lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

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

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

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji / inwestycji w oparciu o raport, w szczególności nabycia lub zbycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji / inwestycji, należy wyłącznie do inwestora.

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

został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

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

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

Raporty analityczne wydawane przez Dom Maklerski INC S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez Dom Maklerski INC S.A. raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym Domu Maklerskiego INC S.A.: <https://dminc.pl>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Raport został sporządzony przez Dom Maklerski INC S.A. na zlecenie Emitenta.

Raport przed publikacją został ujawniony Emitentowi w celu sprawdzenia zgodności ze zobowiązaniami prawnymi i nie został zmieniony w zakresie treści.

Dom Maklerski INC S.A. otrzymał od Emitenta wynagrodzenie stałe z tytułu sporządzenia niniejszego raportu, określone w umowie dotyczącej sporządzenia raportu analitycznego. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia raportu należne od Domu Maklerskiego INC S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez Dom Maklerski INC S.A. na rzecz Emitenta.

Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Domu Maklerskiego INC S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych Domu Maklerskiego INC S.A., w tym z uzyskiwanych w ramach transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta.

Emitent był klientem domu maklerskiego w zakresie świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych. Emitent jest klientem podmiotu dominującego względem domu maklerskiego, tj. INC S.A., w zakresie pełnienia funkcji Autoryzowanego Doradcy na rynku NewConnect.

Dom Maklerski INC S.A. aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Inspektora Nadzoru. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim INC S.A. jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim INC S.A.". Dom Maklerski INC S.A. stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim INC S.A. lub innymi osobami. W szczególności struktura organizacyjna Domu Maklerskiego INC S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd Domu Maklerskiego INC S.A. ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez Dom Maklerski INC S.A., jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, które były lub mogły być uzyskiwane przez Dom Maklerski INC S.A.

Dom Maklerski INC S.A. posiada wdrożony Regulamin świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w Domu Maklerskim INC S.A. DM INC ujawnia w treści sporządzanych raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych raportów.

Zakazane jest przyjmowanie przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych (innych niż wynagrodzenie za sporządzenie raportu analitycznego) od podmiotów posiadających istotny interes w treści raportu, czy też proponowanie Emitentowi przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, raportu zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową przed rozpoczęciem jego dystrybucji, w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Domu Maklerskiego INC S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

Dom Maklerski INC S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy Domu Maklerskiego INC S.A. lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz. Jednocześnie wskazuje się, że podmioty wchodzące w skład tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski INC S.A., są na dzień sporządzenia raportu w posiadaniu akcji emitenta.

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

Dom Maklerski INC S.A. jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

Rozpowszechnianie lub powielanie raportu (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego INC S.A. jest zabronione.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW ORAZ POJĘĆ:

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły $365 / (\text{przychody ze sprzedaży} / \text{średni stan należności w danym okresie})$.

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$.

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$.

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację

Spółka, Emitent – Render Cube S.A. z siedzibą w Łodzi

Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

WACC – średni ważony koszt kapitału

CAGR – średnioroczny wzrost

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży. Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROS – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROIC – Procentowy stosunek wyniku na działalności operacyjnej do zainwestowanego kapitału

IC – Suma kapitału własnego i kapitału obcego (oprocentowanego)

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

DPS – Wysokość dywidendy przypadającej na 1 akcję.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

CEPS – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji przypadający na 1 akcję.

EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży

EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację

P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej

MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży

P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto

P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej

P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANYCH PRZEZ NAS W RAPORCIE:

Metoda DCF (ang. discounted cash flow) – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot. Silne strony tej metody to uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają i wypływają ze spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami metody wyceny DCF są: duża ilość założeń i parametrów, które trzeba oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych czynników. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot. Metoda ta bardzo dobrze odzwierciedla bieżący stan rynku, wymaga mniejszej liczby założeń oraz jest prostsza w zastosowaniu (stosunkowo duża dostępność wskaźników dla podmiotów porównywanych). Do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych), subiektywizm w doborze grupy porównywalnych firm oraz uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych parametrów (np. tempo wzrostu, corporate governance, aktywa pozaoperacyjne, różnice w standardach rachunkowości)

WYKAZ ANALIZ LUB REKOMENDACJI WYDANYCH W CIAGU OSTATNICH 12 MIESIĘCY:

<i>Spółka</i>	<i>Rekomendacja/ Analiza</i>	<i>Cena docelowa</i>	<i>Cena przy wydaniu</i>	<i>Typ rekomendacji</i>	<i>Data wydania</i>	<i>Sporządził</i>
–	–	–	–	–	–	–

OPIS STANOWISK:

Dom Maklerski INC S.A.

ul. Arcybiskupa Antoniego Baraniaka 6, 61- 131 Poznań

tel.: 61 845 50 00

biuro@dminc.pl

DZIAŁ DORADZTWA INWESTYCYJNEGO I ANALIZ

Dr hab. Paweł Śliwiński, prof. nadzw. UEP

Prezes Zarządu, Dyrektor Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz

Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych

Pawel.Sliwinski@dminc.pl

Adrian Przymuszała

Makler Papierów Wartościowych

Adrian.Przymuszaala@dminc.pl

dr Albert Trąpczyński

Makler Papierów Wartościowych

Albert.Trapczyński@dminc.pl

SPÓŁKA:

Render Cube S.A.
Ul. Piotrkowska 295/7
93-004 Łódź
KRS: 0000860872
www.rendercube.pl

FIRMA

INWESTYCYJNA:

Dom Maklerski INC S.A.
Ul. Abpa A. Baraniaka 6
61-131 Poznań
KRS: 0000371004
www.dminc.pl