

# Gamivo

## Klucz do sukcesu

Gamivo to międzynarodowa platforma transakcyjna do gier oraz towarów cyfrowych założona w 2017 roku przez zespół osób z bogatym doświadczeniem na rynku obrotu towarami cyfrowymi oraz fundusz venture buildingowy Tar Heel Capital Pathfinder. Platforma Gamivo to marketplace czyli miejsce, gdzie odpowiednio zweryfikowani sprzedawcy oferują klientom z całego świata dobra cyfrowe w konkurencyjnej cenie. Platforma oferuje blisko 80 tys. produktów dostarczanych przez >1,1 tys. sprzedawców dla >3 mln klientów. Obecnie na Gamivo.com dostępne są głównie dobra cyfrowe (gry, klucze, giftcardy, oprogramowanie i karty prepaid) skupiające się w większości na platformie PC. Monetyzacja platformy polega na tym, że każda ze stron transakcji na różnym etapie obciążona jest prowizjami i opłatami, co stanowi przychód spółki.

Uważamy, że inwestycja w Gamivo oferuje ciekawą ekspozycję na dwa szybko rosnące rynki: e-commerce oraz gaming. Spółka w najbliższym czasie planuje dalszy rozwój platformy m.in. poprzez dodanie do oferty produktów fizycznych czy gier konsolowych, co powinno stanowić katalizator wyników w kolejnych kwartałach. Dodatkowo spółka inwestuje w R&D, co ma docelowo przełożyć się m.in. na obniżenie kosztów, wyższą efektywność marketingu czy większą automatyzację procesów. Prognozujemy, że Gamivo wygeneruje w tym roku 12,2 mln PLN EBITDA i 8,6 mln PLN skor. zysku netto, co implikuje mnożniki 11,9x EV/EBITDA i 19,1x P/E. Gamivo planuje na przełomie 2021/22 roku przeprowadzić proces dopuszczenia i wprowadzenia akcji Spółki do obrotu na Rynku Głównym.

Wycena DCF, na której opieramy w 100% cenę docelową zwraca nam wartość 1 akcji na poziomie 290 PLN (+ 78% upside), co implikuje rozpoczęcie rekomendacji od zalecenia inwestycyjnego KUPUJ.

**Dynamiczny rozwój platformy.** Od początku istnienia, wzrost platformy jest imponujący. W 2020 r. liczba klientów Gamivo wzrosła o niemal 100%, liczba sprzedawców o ponad 40%, a liczba zawartych transakcji o ok. 66%. Bieżący rok charakteryzuje się z kolei ok. 31% dynamiką GMV oraz 77% dynamiką przychodów. Spółka ma w planach dalszy rozwój platformy m.in. poprzez dodanie do oferty produktów fizycznych (planowany wrzesień '21) czy gier konsolowych. Katalizatorem wzrostu będzie naszym zdaniem także model subskrypcyjny, czyli Gamivo SMART w ramach którego klient ma możliwość korzystania z dedykowanych ofert oraz ekskluzywnych zniżek na wskazane produkty.

**Ekspozycja na e-commerce i gaming.** Spółka jako marketplace gier i dóbr cyfrowych posiada ekspozycję na dwa rosnące rynki: gaming i e-commerce. Wzrost obu rynków przyspieszyła pandemia COVID-19, która spowodowała m.in. wzrost liczby graczy, wzrost udziału sprzedaży cyfrowej gier, zwiększoną popularność e-handlu czy większą popularność usług abonamentowych. Sądymy, że te trendy utrzymają się w przyszłości, co będzie miało pozytywny wpływ także na perspektywy Gamivo.

**Wycena.** Cenę docelową Gamivo opieramy na wycenie DCF, która zwraca wartość 1 akcji na poziomie 290 PLN (+ 78% upside). Metoda porównawcza zwraca wartość 294 PLN/akcję.

**Czynniki ryzyka.** Opisane w sekcji czynników ryzyka (str. 19-20).

mIn PLN *	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
GMV**	168	237	307	378	446
Przychody	31,3	47,5	65,7	84,3	102,2
EBITDA	9,2	12,2	17,1	19,9	24,1
EBIT	8,6	10,7	15,6	18,4	22,6
Zysk netto skor.	7,8	8,6	13,8	16,1	19,5
EPS (PLN)	7,8	8,5	13,7	16,0	19,4
P/E skor. (x)	20,8	19,1	11,9	10,2	8,4
EV/EBITDA (x)	16,7	11,9	7,9	5,9	4,1
P/BV (x)	162,2	14,4	6,1	3,7	2,5
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Źródło: dane spółki, Trigon DM; \* za 2019 i 2020 r. dane pro forma; \*\* Gross merchandise value przeliczone po kursie EURPLN 4,58

**Kupuj**

(Inicjacja)

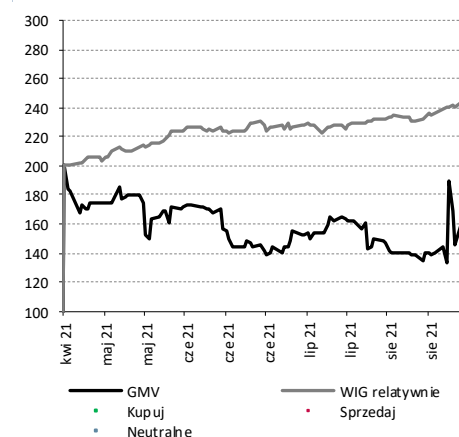
Cena docelowa: 290 PLN

Potencjał wzrostu: +78%

### DANE SPÓŁKI

Ticker	GMV
Sektor	TMT
Kurs (PLN)	161,0
52 tyg. min/max (PLN)	130 / 194,9
Liczba akcji (mln szt.)	1,01
Kapitalizacja (mln PLN)	162
Free-float	16%
Śr. obroty 3M (mln PLN)	0,07
Zmiana kursu	1M 3M 1Y
	-2,0% -19,1% -

### KURS NA TLE WIG



### HISTORIA REKOMENDACJI Data Wycena

AKCJONARIAT	Udział %
THC Pathfinder MT Limited	66,4%
Zarząd, kluczowi współpracownicy	17,8%
Pozostali	15,8%

### WAŻNE DATY

Raport za III kw. 15.11.2021

### ANALITYK

Kacper Kopron +48 (22) 433 83 71  
kacper.kopron@trigon.pl

## Gamivo

Bloomberg ticker

GMV PW

### Rekomendacja

**Kupuj**

**Cena docelowa (PLN)**

**290**

**Kurs (PLN)**

**161**

**Potencjał wzrostu**

**78%**

Poprzednia rekomendacja

-

Poprzednia cena docelowa (PLN)

-

Liczba akcji (rozwodniona) (mln)

1,01

Kapitalizacja (mln PLN)

162

EV (mln PLN)

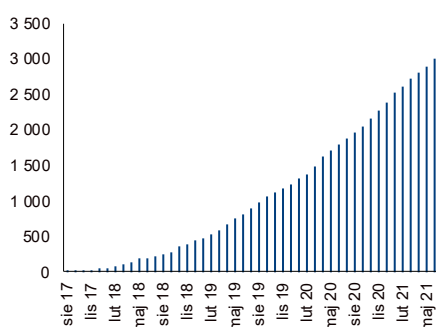
154

Kacper Korpoń

kacper.kopron@trigon.pl

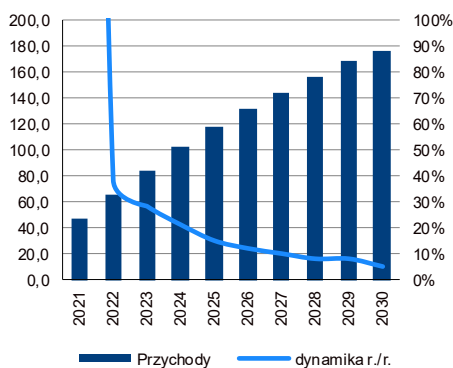
+48 (22) 4338-371

### Liczba klientów platformy Gamivo (tys.)



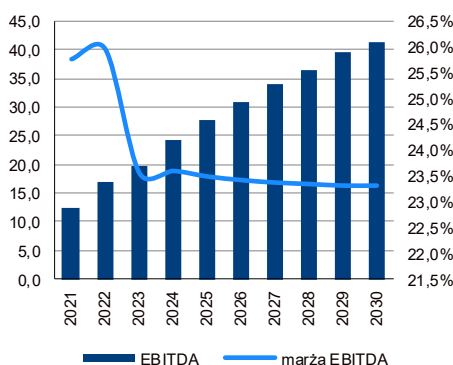
■ Liczba klientów platformy (tys.)

### Przychody ze sprzedaży i dynamika r./r. (prognoza)



■ Przychody — dynamika r./r.

### EBITDA i marża EBITDA (prognoza)



■ EBITDA — marża EBITDA

Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
P/E (x)	684,9	20,1	16,2	10,7	9,3
P/E skor. (x)	684,9	20,8	19,1	11,9	10,2
P/BV (x)	1 682,6	131,2	14,4	6,1	3,7

EV/EBITDA (x)	274,1	16,7	11,9	7,9	5,9
EV/EBITDA skor. (x)	274,1	16,7	11,9	7,9	5,9
EV/Sprzedaż (x)	15,6	4,9	3,1	2,1	1,4

FCF Yield (%)	0,0%	-3,0%	6,3%	7,9%	14,6%
DY (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EPS (PLN)	0,2	8,0	10,1	15,2	17,5
EPS skor. (PLN)	0,2	7,8	8,5	13,7	16,0
DPS (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS (PLN)	0,1	1,2	11,3	26,5	44,1

Liczba akcji (mln)	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kapitalizacja (mln PLN)	162	162	162	162	162
EV (mln PLN)	162	154	146	135	118

### Rachunek zysków i strat (mln PLN)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody</b>	<b>10,4</b>	<b>31,3</b>	<b>47,5</b>	<b>65,7</b>	<b>84,3</b>
Koszty operacyjne	-	22,7	36,7	50,2	65,9
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-
EBITDA	0,6	9,2	12,2	17,1	19,9
<b>EBITDA skor.</b>	<b>0,6</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,9</b>
Amortyzacja	-	0,6	1,5	1,5	1,5
<b>EBIT</b>	<b>0,3</b>	<b>8,6</b>	<b>10,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,4</b>
Zysk brutto	-	12,4	12,4	18,6	21,4
Zysk mniejszości	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk netto	0,2	8,1	10,1	15,4	17,6
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>0,2</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>13,8</b>	<b>16,1</b>

### Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Przeptywy z działalności operacyjnej</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>10,6</b>	<b>12,1</b>	<b>18,8</b>
<b>Przeptywy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0,0</b>	<b>5,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>
CAPEX	0,0	-6,5	-1,4	-1,5	-1,6
<b>Przeptywy z działalności finansowej</b>	<b>0,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF	0,0	-4,7	9,3	10,7	17,3
Przeptywy pieniężne netto	0,1	8,4	10,2	10,5	16,9

### Bilans (mln PLN)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Aktywa</b>	<b>0,1</b>	<b>19,6</b>	<b>29,7</b>	<b>41,8</b>	<b>60,4</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartość firmy	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Wartości niematerialne i prawne	0,0	8,1	8,0	7,9	8,0
Gotówka	0,1	8,5	18,7	29,2	46,1
<b>Pasywa</b>	<b>0,1</b>	<b>19,6</b>	<b>29,7</b>	<b>41,8</b>	<b>60,4</b>
Kapitał własny	0,1	1,2	11,4	26,7	44,4
Ujemna wartość jednostek podporządkowanych	0,0	6,2	4,6	3,1	1,5
Zobowiązania oprocentowane	0,0	0,8	0,6	0,4	0,0

Dług netto	-0,1	-7,7	-18,1	-28,8	-46,1
Zmiany w kapitale obrotowym	0,0	1,1	-1,0	-1,5	-1,4

### Wskaźniki operacyjne

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
zmiana przychodów r./r.	-	201%	52%	38%	28%
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	3201%	10%	61%	16%
marża brutto na sprzedaży (%)	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor. (%)	5,7%	29,5%	25,8%	26,0%	23,6%
marża EBIT (%)	2,8%	27,6%	22,6%	23,7%	21,8%
marża netto skor. (%)	2,3%	25,0%	18,1%	21,0%	19,1%
ROE (%)	245,7%	1173,3%	136,4%	72,5%	45,2%
ROA (%)	244,6%	79,5%	34,9%	38,6%	31,5%
CAPEX/Sprzedaż (%)	0,0%	20,9%	2,8%	2,2%	1,8%
CAPEX/Amortyzacja (x)	-	10,8	0,9	1,0	1,0
Dług netto/kapitał własny (x)	-1,0	-6,2	-1,6	-1,1	-1,0
Dług netto/EBITDA skor. (x)	-0,2	-0,8	-1,5	-1,7	-2,3

Cykl konwersji gotówki (dni)	-	0	9	13	16
Cykl rotacji zapasów (dni)	-	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	-	8	16	20	22
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	-	8	7	7	7

Źródło: Spółka, Trigon DM

Źródło: Spółka, Trigon DM

## Spis treści

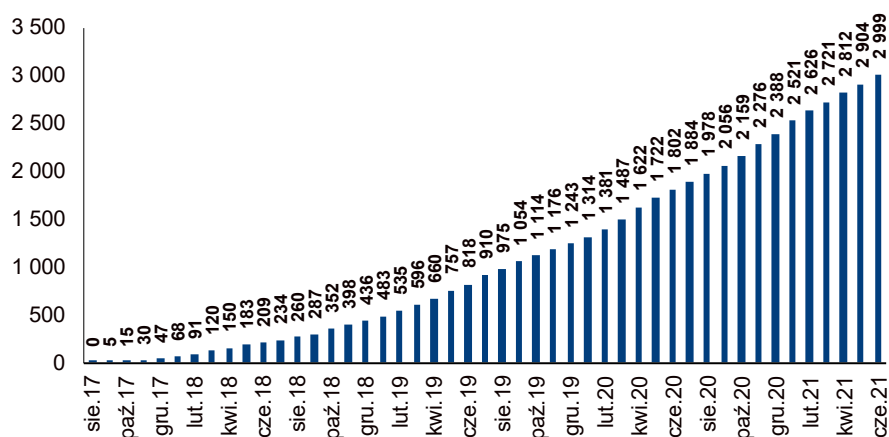
<b>Podsumowanie inwestycyjne.....</b>	<b>4</b>
<b>Prognozy finansowe i założenia.....</b>	<b>8</b>
<b>Wycena.....</b>	<b>12</b>
<b>Model biznesowy i strategia.....</b>	<b>14</b>
<b>Czynniki ryzyka.....</b>	<b>19</b>
<b>Otoczenie rynkowe.....</b>	<b>21</b>

## Podsumowanie inwestycyjne

**Dynamiczny wzrost platformy.** Gamivo to platforma transakcyjna do gier oraz towarów cyfrowych. Platforma Gamivo to marketplace czyli miejsce, gdzie odpowiednio zweryfikowani sprzedawcy oferują klientom z całego świata dobra cyfrowe na sprzedaż w konkurencyjnej cenie. Platforma oferuje ok. 80 tys. produktów dla ponad 3 mln zarejestrowanych klientów. Obecnie na Gamivo.com dostępne są głównie dobra cyfrowe (gry, klucze, dodatki do gier, oprogramowanie i karty prepaid) skupiające się w większości na platformie PC.

Spółka charakteryzuje się szybkim profilem wzrostu. W całym **2020 r. obroty na platformie przekroczyły 160 mln PLN (+97% r./r.), a w pierwszej połowie 2021r. wyniosły ok. 96 mln PLN (+31% r./r.)**. Wzrost obrotów to pochodna liczby klientów i ich aktywności, a także trendów na rynkach e-commerce oraz gamingu. Według danych spółki, w styczniu 2021 r. liczba kupujących na Gamivo.com wyniosła ponad 2,5 mln, co oznacza wzrost w ujęciu r./r. na poziomie ok. 92%. Dane za czerwiec '21 pokazują z kolei dynamikę bazy na poziomie +66% r./r., a w lipcu spółka poinformowała, że **liczba klientów przekroczyła 3 mln**.

Liczba klientów platformy (tys.)

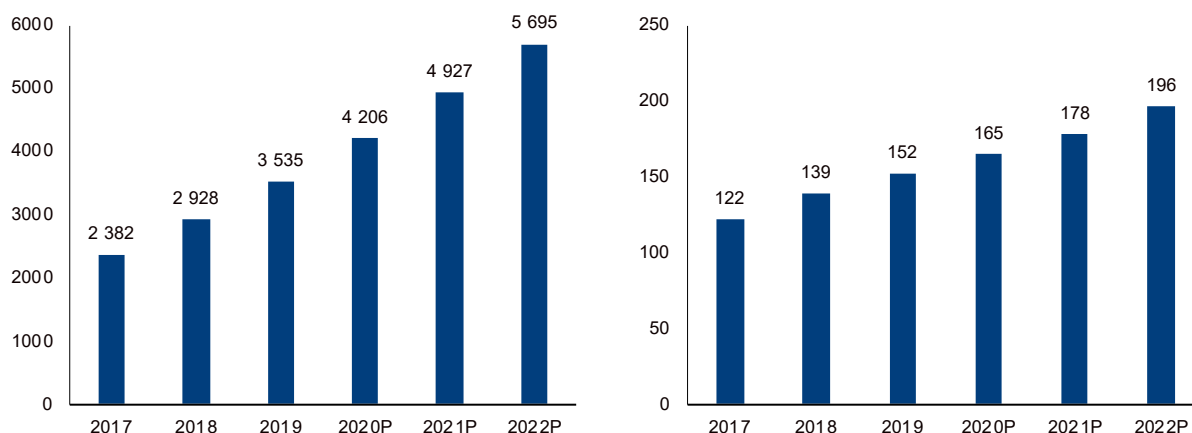


Źródło: spółka, Trigon DM

Od momentu założenia platformy Gamivo liczba merchantów rozpoczynających współpracę dynamicznie przyrasta każdego miesiąca. Według danych spółki, skumulowana liczba sprzedawców na koniec stycznia '21 wyniosła prawie 1 tys., co oznacza wzrost bazy sprzedawców o 36% r./r. Spółka na ostatniej konferencji poinformowała, że **liczba sprzedawców przekroczyła już 1,1 tys. podmiotów**. Razem z dynamicznymi wzrostami liczby merchantów rośnie również liczba aktywnych podmiotów (dokonujących systematycznej sprzedaży). W grudniu 2020 roku odsetek aktywnych merchantów wynosił 53,1% (około 487 aktywnych merchantów na koniec grudnia 2020 roku).

**Ekspozycja na rosnący rynek gier oraz e-commerce.** Atrakcyjnym elementem equity story jest bezpośrednia ekspozycja modelu biznesowego spółki na wzrostowe rynki gamingu oraz e-commerce. Sprzyjającym aspektem dla rozwoju wskazanych segmentów są skutki pandemii COVID-19, która na trwałe zmieniła oba rynki (wzrost liczby graczy, wzrost udziału sprzedaży cyfrowej gier, zwiększona popularność e-handlu, większa popularność usług abonen-towych). Według prognoz, wartość światowego rynku e-commerce do '22 zwiększy się niemalże 1,5x (CAGR '17 vs. '22 na poziomie 19%), podczas gdy rynek gier rośnie w tempie ok. 10% rocznie.

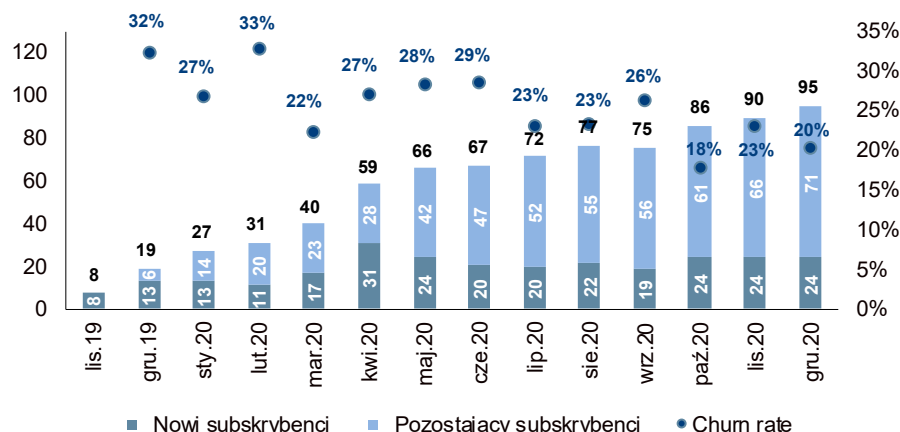
**Wartość globalnego rynku e-commerce (l.w.) i rynku gamingu (p.w.) w mld USD**



Zródło: e-Marketer, Newzoo, Trigon DM

**Gamivo SMART, czyli potencjał modelu subskrypcyjnego.** Coraz większy udział w przychodach (w 1H'21 ok. 28% - informacja z konferencji) platformy ma program subskrypcyjny Gamivo SMART. Program umożliwia klientom korzystanie z dedykowanych ofert oraz ekskluzywnych zniżek na wskazane produkty. Miesięczna opłata, wynosząca 1,99 EUR, daje pierwszeństwo dostępu do przedsprzedaży i ofert specjalnych, możliwość otrzymania atrakcyjnych ofert / promocji oraz kontaktu z działem obsługi klienta poprzez platformę Live-Chat. Usługa zapewnia także priorytet dostawy w przedsprzedaży oraz Program Ochrony Klienta na cały okres subskrypcji. Z miesiąca na miesiąc zwiększa się liczba klientów odnawiających subskrypcję Gamivo SMART. W grudniu 2020 r. spółka odnotowała ok. 24 tys. nowych subskrypcji, co oznacza wzrost bazy subskrybentów Gamivo SMART o **ponad 400% r./r.** Model subskrypcyjny charakteryzuje nadal dość wysoki churn, lecz pozytywnym trendem jest zmniejszanie się współczynnika wraz z rozwojem platformy. **Liczymy, że Gamivo SMART będzie jednym z głównych pozytywnych katalizatorów dla wyników spółki** oraz przełoży się na mniejszą sezonowość wyników.

**Podział subskrybentów Gamivo SMART (l. oś) i churn rate (p. oś)**



Zródło: spółka, Trigon DM

**Outlook po konferencji: zapowiedź mocnego IV kw. 2021.** Poniżej przedstawiamy podsumowanie ostatnich informacji z konferencji spółki:

- Spółka liczy, że IV kw. będzie zdecydowanie najmocniejszy w roku. Oczekuje pozytywnego wpływu znanych premier AAA (FIFA/CoD/Battlefield) na sprzedaż. Wynikiem IV kw. powinno sprzyjać także przesunięcie

nięcie części premier z 2020/21 na 4Q21 w związku z pandemią COVID-19

- We wrześniu planowane wdrożenie produktów fizycznych na platformę. GMV liczy, że docelowy udział sprzedaży produktów cyfrowych vs. Fizyczne wyniesie 50:50. Spółka nie wyklucza rozszerzenia kategorii produktów cyfrowych o np. audiobooki
- Wkrótce 3 nowe wersje językowe platformy (portugalski, włoski i czeski)
- Po zmianie algorytmu Google spółka zaobserwowała spadek ruchu organicznego niskiej jakości przy wzroście konwersji z krajów top-tier. Koszt pozyskania użytkownika nie podniósł się po zmianie algorytmu Google
- Gamivo liczy na pozytywną kontrybucję rozwiązania Gamivo Connect (logowanie za pomocą Steam) do większej automatyzacji marketingu (Big Data) i ograniczenia kosztów. Spółka zakłada rozpoczęcie zbierania danych w przyszłym tygodniu
- Spółka jest zadowolona ze współpracy z Fame MMA. Liczy, że sponsoring konferencji przełoży się na ok. 30 mln osób zasięgu. Koszt marketingowy jest w kalkulowany w wydatki tego roku i nie jest uzależniony od poziomu pay-per-view
- Obecne zatrudnienie spółki to 90 osób. Gamivo nie planuje zwiększać zatrudnienia w 4Q do obsługi ruchu

W naszej ocenie **Zarząd wypowiada się optymistycznie jeśli chodzi o IV kw. Sezonowość wyników może być w tym roku znacznie większa niż pierwotnie oczekiwaliśmy**, także z racji przesunięć części premier gier AAA z okresu pandemii.

Oczekujemy, że katalizatorami wzrostu platformy w średnim terminie (poza trendem rynkowym gaming/e-commerce) będą produkty fizyczne oraz rozszerzony asortyment cyfrowy, także na konsole. Warto docenić także mocny rozwój spółki po stronie R&D, który powinien przyczyniać się do większej automatyzacji platformy.

**Prognozy.** Prognozujemy, że CAGR przychodów platformy w okresie 2019-2024 wyniesie 52%. Oczekujemy kształtowania się marży EBITDA w okresie prognozy 2021-24 na poziomie ok. 23-26%. W długim okresie (10 lat) zakładamy CAGR przychodów w okresie 2020-30 na poziomie 19% oraz CAGR EBITDA na poziomie 16%. Szczegółowy opis prognoz znajduje się w rozdziale Prognozy finansowe i założenia.

**Zmiana prognoz.** Po wynikach 2Q'21 delikatnie obniżamy naszą prognozę roczną na 2021 r. o 5% na przychodach, 11% na zysku EBITDA i 3% na zysku netto.

#### GMV: zmiana prognozy 2021 r.

Zmiany prognoz m In PLN	2021P		
	Nowa	Stara	Zmiana
Przychody	47,5	50,0	-5%
EBITDA	12,2	13,7	-11%
EBIT	10,7	13,1	-18%
Zysk netto skor.	8,6	8,9	-3%

Źródło: szacunki Trigon DM

**Wycena.** Do wyceny Gamivo stosujemy metodę porównawczą oraz metodę DCF. Cenę docelową opieramy w 100% na metodzie DCF, która zwraca wartość jednej akcji Gamivo na poziomie **290 PLN (+ 78% upside)**, co implikuje rozpoczęcie wydawania rekomendacji od zalecenia inwestycyjnego **KUPUJ**. Wycena porównawcza zwraca wartość 1 akcji na poziomie 294 PLN.

**Czynniki ryzyka.** Najważniejsze czynniki ryzyka to: (1) Ryzyko związane z krótką historią działalności; (2) Ryzyko zmiany sposobu dystrybucji i aktywacji produktów cyfrowych; (3) Ryzyko nieuczciwości sprzedawców i/lub klientów; (4) Ryzyko związane z umacnianiem się innych kanałów dystrybucji gier i zmniejszeniem szerokości oferty marketplace'ów; (5) Ryzyko pojawienia się nowych regulacji prawnych i podatkowych; (6) Ryzyko odejścia dostawców; (7) Ryzyko uzależnienia od kluczowego personelu; (8) Ryzyko zmiany kursów walut; (9) Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych. Szerszy opis czynników ryzyka znajduje się na stronie 19-20.



## Prognozy finansowe i założenia

### Katalizatorami wzrostu przychodów będą naszym zdaniem:

1. Wzrostowy rynek gier i e-commerce
2. Rosnąca liczba klientów i merchantów
3. Poszerzenie cyfrowej oferty produktowej
4. Rozwój modelu subskrypcyjnego Gamivo SMART
5. Rozszerzenie oferty o produkty fizyczne
6. Implementacja aplikacji mobilnej
7. Zwiększenie automatyzacji zamówień
8. Rozwój segmentu sprzedaży hurtowej
9. Zwiększenie partnerstwa B2B
10. Podniesienie prowizji transakcyjnych

### W naszym podejściu do modelu, przychody są wynikiem następujących czynników:

1. Liczba transakcji zawierana na platformie (uzależniona od ilości zarejestrowanych klientów / sprzedawców);
2. Średnia wartość koszyka transakcji (uzależniona od wielkości oferty produktowej);
3. Prowizja z obrotu od transakcji (*take-rate*)

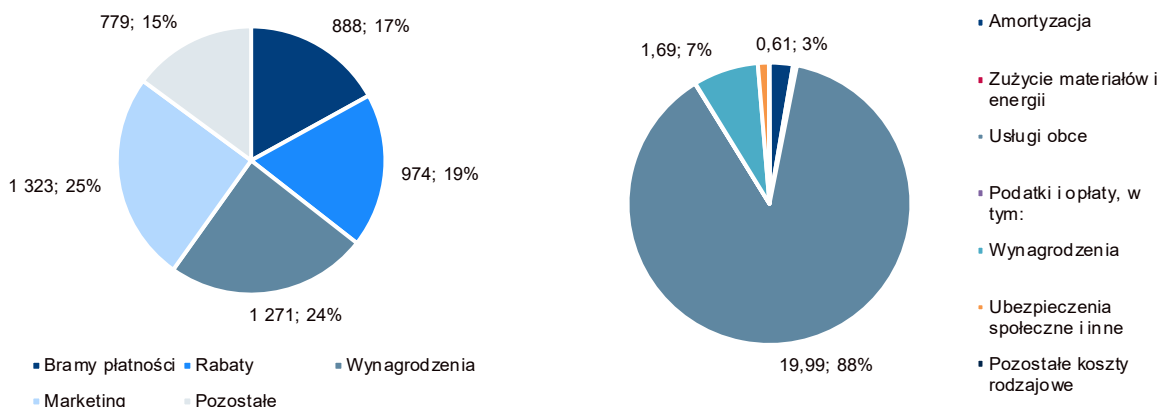
Przychody spółki prognozujemy w trzech kategoriach: (1) przychody od klientów ; (2) przychody od dostawców; (3) BPO.

Prognozujemy, że **CAGR przychodów platformy w okresie 2019-2024 wyniesie 52%**. Zakładamy, że dynamika liczby transakcji zawieranych na platformie wzrośnie w okresie 2019-24 w tempie CAGR 22% r./r. W naszym modelu w okresie 2019-24 zakładamy wzrost średniej wartości koszyka na poziomie 14% r./r., a średniej prowizji z obrotu (*take-rate*) na poziomie 9% r./r.

Pomimo, że przychody z segmentu BPO w 2020 r. miały charakter jednorazowy, to zgodnie z planowaną strategią wprowadzania nowych form płatności, zakładamy płaski, powtarzalny poziom przychodów z segmentu *BPO* z prawdopodobieństwem 50% w całym okresie prognozy do 2024 r. (0,5 mln EUR rocznie).

**Koszty.** Największe kategorie kosztowe (wynagrodzenia oraz marketing) odpowiadają za ok. połowę kosztów operacyjnych spółki. Koszty marketingowe są kierowane na uzyskanie ruchu płatnego na platformie poprzez program partnerski, Google Ads oraz Facebook. Koszty zmienne to m.in. jak koszty bram płatności, rabaty a (2) koszty stałe to głównie wynagrodzenia zespołu oraz amortyzacja.



**Struktura kosztów operacyjnych Gamivo.com Limited w 2020r. (tys. EUR) ; Struktura kosztów operacyjnych GK Gamivo (pro forma) (mln PLN)**


Źródło: spółka, Trigon DM

W naszym modelu zakładamy, że koszty zmienne w latach 2019-24 będą rosnąć w stosunku do przychodów o ok. 3% rocznie ze względu na zwiększenie nakładów marketingowych na pozyskiwanie nowych klientów. W zakresie kosztów stałych prognozujemy 40% CAGR kosztów w okresie 2019-24 wynikający głównie ze wzrostu zatrudnienia oraz wzrostu bazy wynagrodzeń. Oczekujemy kształtowania się marży EBITDA w okresie prognozy 2021-24 w przedziale ok. 23-26%.

**Podsumowanie prognoz**

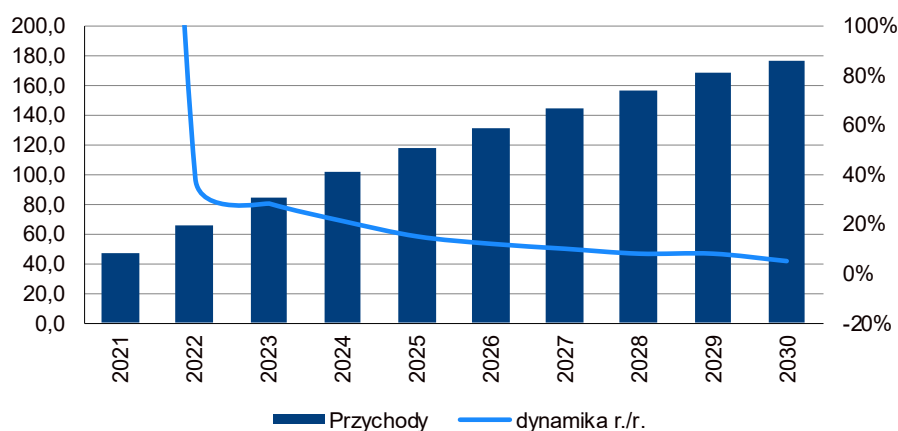
Podsumowanie prognoz	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR 2019-24
<b>Przychody (mIn PLN)</b>	<b>12,5</b>	<b>31,3</b>	<b>47,5</b>	<b>65,7</b>	<b>84,3</b>	<b>102,2</b>	<b>52%</b>
r./r.		149%	52%	38%	28%	21%	
<b>Koszty operacyjne (mIn PLN)</b>	<b>11,5</b>	<b>22,7</b>	<b>36,7</b>	<b>50,2</b>	<b>65,9</b>	<b>79,5</b>	<b>47%</b>
r./r.		97%	62%	37%	31%	21%	
<b>EBIT (mIn PLN)</b>	<b>1,0</b>	<b>8,6</b>	<b>10,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,4</b>	<b>22,6</b>	<b>86%</b>
marża EBIT	8,1%	27,4%	22,6%	23,7%	21,8%	22,1%	
<b>EBITDA (mIn PLN)</b>	<b>1,0</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,9</b>	<b>24,1</b>	<b>89%</b>
marża EBITDA	8,1%	29,5%	25,8%	26,0%	23,6%	23,6%	
<b>KPI - przychody</b>							
<b>Przychody ze sprzedaży (mIn EUR)*</b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>10,4</b>	<b>14,3</b>	<b>18,4</b>	<b>22,3</b>	<b>52%</b>
r./r.		165%	43%	38%	28%	21%	
Klienci	1,2	3,5	5,9	8,3	10,7	13,0	
Sprzedawcy	1,5	2,7	4,0	5,5	7,2	8,7	
BPO	0,0	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	
<b>Obrót brutto na platformie (mIn EUR)</b>	<b>18,7</b>	<b>36,8</b>	<b>51,6</b>	<b>67,0</b>	<b>82,5</b>	<b>97,3</b>	<b>39%</b>
r./r.		97%	40%	30%	23%	18%	
Liczba transakcji (tys.)	869	1 443	1 704	1 942	2 195	2 392	22%
r./r.		66%	18%	14%	13%	9%	
Średnia wartość koszyka (EUR)	21,4	25,4	29,9	34,3	37,4	40,5	14%
r./r.		19%	17%	15%	9%	8%	
<b>Średnia prowizja z obrotu (%)</b>	<b>14,9%</b>	<b>16,7%</b>	<b>19,0%</b>	<b>20,5%</b>	<b>21,6%</b>	<b>22,4%</b>	<b>9%</b>
r./r.		12%	14%	8%	5%	4%	
<b>KPI - koszty</b>							
<b>Koszty operacyjne (mIn EUR)*</b>	<b>2,5</b>	<b>5,2</b>	<b>7,8</b>	<b>10,9</b>	<b>14,4</b>	<b>17,4</b>	<b>47%</b>
r./r.		108%	49%	40%	31%	21%	
Koszty zmienne	1,0	2,4	3,9	5,8	7,8	9,5	56%
% przychodów transakcyjnych	38,1%	38,3%	39,4%	41,9%	43,7%	43,8%	3%
Koszty stałe	1,5	2,9	3,9	5,2	6,6	7,8	40%
r./r.		95%	36%	32%	28%	19%	

\* dane historyczne w EUR tylko dla Gamivo.com Limited

Źródło: spółka, szacunki Trigon DM

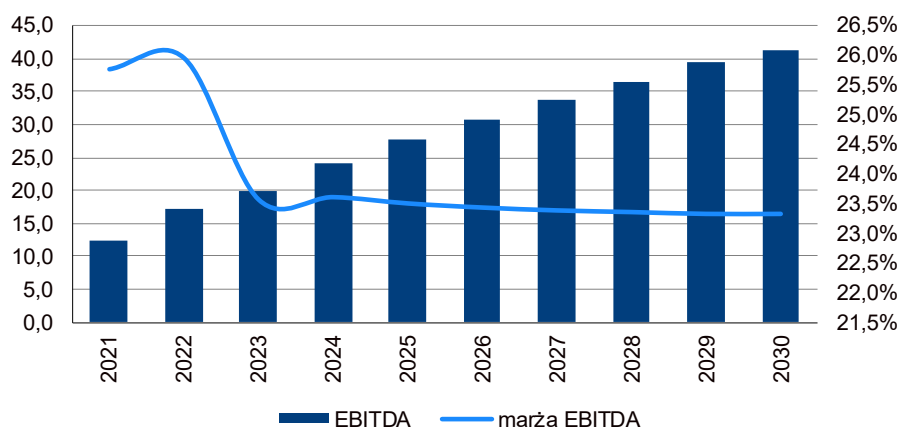
W długim okresie (10 lat) zakładamy CAGR przychodów w okresie 2020-30 na poziomie 19% oraz CAGR EBITDA na poziomie 16%.

**Przychody ze sprzedaży (mln PLN) oraz ich dynamika r./r.**



Źródło: prognozy Trigon DM

**EBITDA (mln PLN) oraz marża EBITDA**



Źródło: prognozy Trigon DM

**Istotne transakcje**

**Zakup praw własności intelektualnej do platformy Gamivo.com.** W dniu 28 października 2020 roku Spółka zakupiła prawa IP do platformy Gamivo.com oraz pozostałe aktywa od spółki Gamivo.com Limited z siedzibą na Wyspie Man. Od momentu założenia platformy w 2017 roku do dnia 28 października 2020 roku działalność realizowana w ramach platformy była rozwijana w ramach spółki zależnej od Gamivo.com Limited z siedzibą na Wyspie Man tj. Gamivo.com Limited z siedzibą w Sliema na Malcie (podmiot ten był licencjodawcą praw do platformy). **Wartość transakcji ustalono na 1,684 mln USD (ok. 6,6 mln PLN)**, która rozliczona została w dniu 30 października 2020 roku.

**Nabycie 100% udziałów w spółce Gamivo.com Limited.** W dniu 28 października 2020 roku spółka Gamivo S.A. nabyła od spółki Gamivo.com Limited z siedzibą w Douglas na Wyspie Man 100% udziałów w spółce Gamivo.com Limited z siedzibą w Sliema na Malcie, w której zamierza rozwijać i prowadzić platformę Gamivo.com. Po transakcji, Gamivo S.A. posiada pełnię praw do własności intelektualnej platformy Gamivo.com oraz stał się jednym udziałowcem w spółce odpowiedzialnej za jej prowadzenie. **Wartość transakcji zosta-**

ła ustalona na **0,421 mln USD (ok. 1,7 mln PLN)**. Własność udziałów przeszła na Spółkę z dniem zawarcia umowy sprzedaży udziałów, które zostały opłacone w dniu 30 października 2020 roku. Umowa sprzedaży udziałów została zawarta pod prawem maltańskim, a podmiotem kontrolującym Gamivo.com Limited, na moment powyższych transakcji był Tar Heel Capital Pathfinder MT.

Obie transakcje zostały sfinansowane **dzięki pożyczce udzielonej Gamivo S.A. przez spółkę Gamivo.com Limited** ze środków pochodzących z jej działalności operacyjnej. **Wartość pożyczki wyniosła 2,1 mln USD**. Celem transakcji była konsolidacja aktywów wewnątrz Grupy oraz optymalizacja działalności związanej z platformą Gamivo.com. Pożyczka została zaciągnięta na 10 lat tj. do 28 października 2030 r. (oprocentowanie WIBOR 3M + 2% marży w stosunku rocznym).

**Nabycie 100% udziałów w spółce Omnigate sp. z o.o.** W dniu 28 października 2020 roku Gamivo S.A. zakupiło 100% udziałów w spółce Omnigate Sp. z o.o., która zajmuje się outsourcingiem procesów biznesowych z zakresu obsługi klienta, rozwoju IT i administracji biznesowej (Gamivo.com Limited w dniu 1 czerwca 2019 roku zawarła z Omnigate Sp. z o.o. umowę o świadczenie usług w zakresie outsourcingu pracowników). Tym samym po zakupie spółki, Gamivo S.A. zyskało dostęp do osób pracujących przy platformie Gamivo.com. **Cena nabycia udziałów została ustalona na kwotę 0,8 mln PLN** i została uregulowana w dniu 30 października 2020 roku. 49% udziałów zostało zakupione od spółki Tar Heel Capital Pathfinder Lab Sp. z o.o., a pozostałe 51% od p. Marka Sutryka. Przejęcie udziałów Omnigate zostało sfinansowane **poprzez zaciągnięcie pożyczki od Tar Heel Capital Pathfinder MT w kwocie 0,8 mln PLN**, która ma zostać spłacona w całości do dnia 28 października 2023 roku (oprocentowanie WIBOR 3M + 2% marży w stosunku rocznym).

## Wycena

**Wycena.** Do wyceny Gamivo stosujemy metodę porównawczą oraz metodę DCF. Nasza cena docelowa Gamivo opiera się w 100% na wycenie DCF, która zwraca wartość **1 akcji GMV na poziomie 290 PLN (+ 78% upside)**. Wycena porównawcza zwraca wartość 1 akcji na poziomie 294 PLN.

### Założenia DCF:

- 10 letni okres prognozy;
- Stopa wolna od ryzyka 2%;
- Premia rynkowa 8%;
- Beta 1,2;
- Stopa podatkowa 19%;
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 2,5%;
- Dług netto na koniec 2020: -7,7mln PLN (zadłużenie oprocentowane 0,8 mln PLN pomniejszone o gotówkę 8,5 mln PLN);
- Liczba akcji: 1,01 mln sztuk.

### Gamivo - wycena DCF

DCF w mln PLN	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
<b>EBIT</b>	<b>10,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,4</b>	<b>22,6</b>	<b>26,0</b>	<b>29,1</b>	<b>32,0</b>	<b>34,6</b>	<b>37,4</b>	<b>39,2</b>
Stopa podatkowa	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>NOPLAT</b>	<b>8,7</b>	<b>12,6</b>	<b>14,9</b>	<b>18,3</b>	<b>21,1</b>	<b>23,6</b>	<b>26,0</b>	<b>28,0</b>	<b>30,3</b>	<b>31,8</b>
Amortyzacja	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1
Nakłady inw estycyjne	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Zmiana kapitału obrotowego, netto	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
<b>FCF</b>	<b>8,2</b>	<b>12,4</b>	<b>14,7</b>	<b>18,1</b>	<b>21,5</b>	<b>24,0</b>	<b>26,3</b>	<b>28,3</b>	<b>30,6</b>	<b>32,0</b>
Dług/(Dług+Kapitał) (%)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Stopa wolna od ryzyka (%)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Premia rynkowa (%)	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt długu po podatku (%)	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Koszt kapitału (%)	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
<b>WACC (%)</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,6%</b>
<b>Wartość bieżąca FCF</b>	<b>7,9</b>	<b>10,7</b>	<b>11,4</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	<b>13,2</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>11,5</b>
<b>Suma DFCF</b>	<b>119</b>									
Stopa wzrostu FCF w TV	2,5%									
<b>Zdyskontowana wartość rezydualna</b>	<b>116</b>									
Dług netto skor. (01.01.2021)	-8									
<b>Wartość spółki (mln PLN)</b>	<b>243</b>									
Liczba akcji (mln szt.)	1,01									
Wartość spółki na akcję (01.01.2021)	241									
Wartość spółki na akcję (07.09.2021)	260									
<b>Cena docelowa 12M</b>	<b>290</b>									
Obecny kurs rynkowy	161									
<b>Upside / downside</b>	<b>78%</b>									

			WACC		
		10,6%	11,1%	11,6%	12,1%
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
		290	282	275	269
		299	290	282	275
<b>g</b>	<b>2,5%</b>	308	299	<b>290</b>	282
	<b>3,0%</b>	320	308	299	290
	<b>3,5%</b>	333	320	308	299

Źródło: Trigon DM;

Założenia wyceny porównawczej:

- Na potrzeby wyceny porównawczej korzystamy z danych wskaźnikowych: (1) developerów gier na PC/konsole (ekspozycja na gaming) oraz (2) dostawców platform marketplace (ekspozycja na e-commerce). Podejście do wyceny porównawczej zakłada medianę mnożnika z szerokiej grupy z obu kategorii;
- Wycena oparta jest o mnożniki P/E i EV/EBITDA;

**Gamivo - wycena porównawcza**

Spółka		P/E			EV/EBITDA		
		'21P	'22P	'23P	'21P	'22P	'23P
PC / Consoles Gaming	Activision Blizzard	21,2	18,8	17,2	15,2	13,0	12,3
	Electronic Arts	26,7	22,2	20,0	18,4	15,2	14,1
	Take-Two	26,8	35,5	23,8	18,1	23,3	15,9
	Ubisoft	22,9	24,4	20,0	6,4	7,4	6,3
	Square Enix	31,3	23,3	21,7	12,7	11,5	10,7
	Capcom	32,7	23,1	21,4	23,0	16,9	15,4
	Embracer Group	38,2	22,6	32,0	23,7	11,5	10,3
	Paradox Interactive	41,6	29,9	26,7	18,6	13,4	12,2
	Frontier Developments	63,3	39,1	33,2	29,4	20,0	16,4
	<b>Mediana</b>	<b>31,3</b>	<b>23,3</b>	<b>21,7</b>	<b>18,4</b>	<b>13,4</b>	<b>12,3</b>
Marketplaces	Zalando SE	92,8	80,8	61,1	35,1	30,2	24,4
	Amazon.com Inc	49,0	40,4	30,2	23,9	19,2	15,6
	Alibaba Group Holding Ltd	16,8	17,9	15,2	12,9	13,1	10,5
	eBay Inc	19,8	17,2	15,6	13,0	12,2	11,8
	JD.com Inc	54,4	33,6	21,2	57,2	29,1	19,8
	Pay Pal Holdings Inc	61,3	49,0	39,3	44,6	36,0	28,7
	Qurate Retail Inc	4,8	4,7	4,6	4,8	4,7	4,6
	Vipshop Holdings Ltd	10,1	8,9	7,9	6,2	5,5	5,0
	Allegro.eu SA	58,7	46,9	36,7	35,2	29,5	23,7
	<b>Mediana</b>	<b>49,0</b>	<b>33,6</b>	<b>21,2</b>	<b>23,9</b>	<b>19,2</b>	<b>15,6</b>
<b>Mediana</b>	<b>32,0</b>	<b>23,9</b>	<b>21,6</b>	<b>18,5</b>	<b>14,3</b>	<b>13,2</b>	
Wycena (mln PLN)	275	330	347	245	274	308	
Wycena ze składnika (mln PLN)		317			276		
<b>Wycena wynikowa (mln PLN)</b>				<b>296</b>			
<b>Wycena wynikowa na akcję</b>				<b>294</b>			

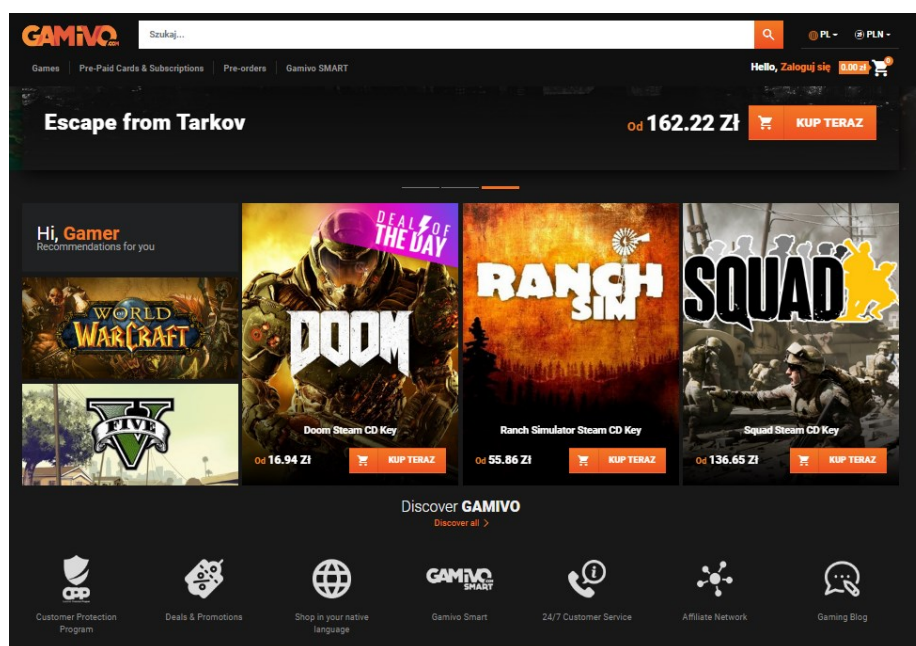
Źródło: Bloomberg, szacunki Trigon DM

## Model biznesowy i strategia

**Spółka.** Gamivo to **platforma transakcyjna do gier oraz towarów cyfrowych** założona w 2017 roku przez zespół osób z bogatym doświadczeniem na rynku obrotu towarami cyfrowymi oraz fundusz venture buildingowy Tar Heel Capital Pathfinder. Platforma Gamivo to marketplace czyli miejsce, gdzie odpowiednio zweryfikowani sprzedawcy oferują klientom z całego świata dobra cyfrowe na sprzedaż w konkurencyjnej cenie. Platforma oferuje ok. **80 tys. produktów dostarczanych przez ponad 1,1 tys. sprzedawców** dla odbiorców na całym świecie (głównie z regionu EMEA oraz Ameryki Północnej). Platforma posiada obecnie ponad **3 mln zarejestrowanych klientów**. W całym 2020 r. obroty na platformie przekroczyły 160 mln PLN, a w pierwszej połowie 2021r. wyniosły ok. 96 mln PLN (+31% r./r.). Obecnie na Gamivo.com dostępne są głównie dobra cyfrowe (gry, klucze, dodatki do gier, oprogramowanie i karty prepaid) skupiające się w większości na platformie PC. W przyszłości wprowadzone do obrotu mają również zostać gry pudełkowe, akcesoria, ubrania oraz gadżety kolekcjonerskie. Spółka zapowiada, że produkty fizyczne będą wprowadzane stopniowo, a pierwsze produkty mogą pojawić się na platformie jeszcze we wrześniu 2021 r.

Spółka Gamivo S.A. została założona w 2017 roku, przy czym faktycznie działalność operacyjną prowadzona jest od 2020 roku (w dniu 28 października 2020 roku Gamivo zakupiło prawa własności intelektualnej do platformy Gamivo.com). Obecnie w pracę nad platformą zaangażowanych jest ok. **90 osób**.

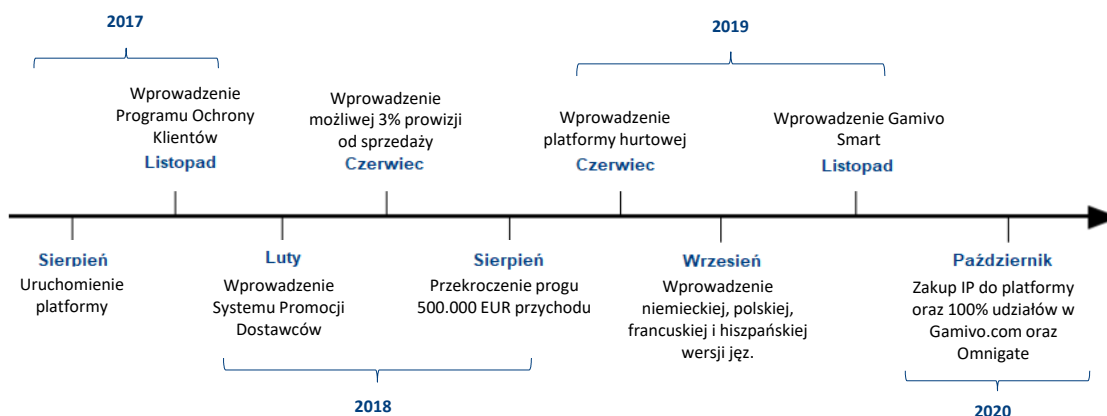
### Platforma Gamivo



Źródło: spółka

**Historia spółki.** Spółka założona została w 2017 roku pod firmą Hulda S.A., jednak faktyczną działalność operacyjną rozpoczęła dopiero w 2020 roku, kiedy to **zakupiła IP do platformy Gamivo.com** oraz pozostałe aktywa od Gamivo.com Limited, a także 100% udziałów w Omnigate Sp. z o.o., spółce zajmującej się outsourcingiem pracowników do obsługi platformy. Obecnie Gamivo S.A tworzy grupę kapitałową: posiada 100% udziałów w spółce Gamivo.com Limited siedzibą w Sliema, Malta oraz 100% udziałów w spółce Omnigate Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu (konsolidacja metodą pełną).

**Historia Gamivo**

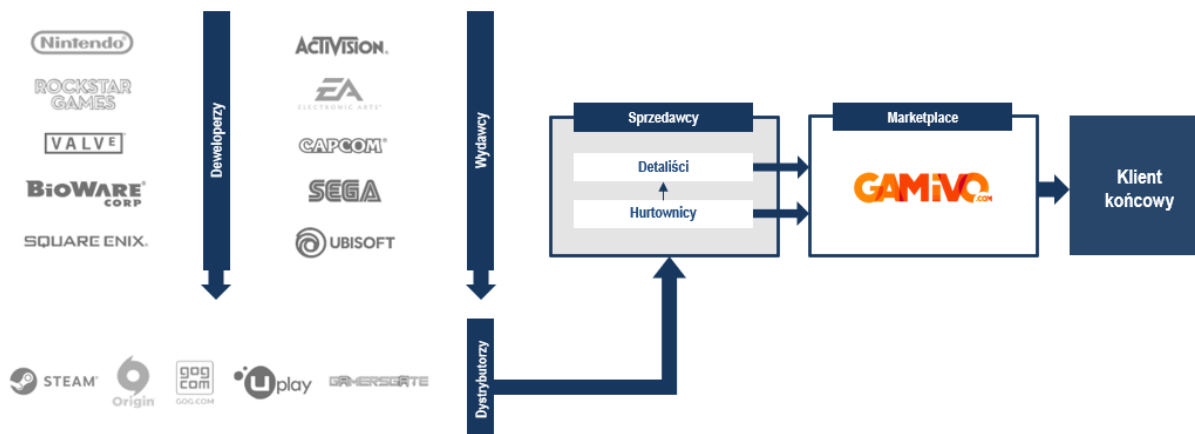


Źródło: spółka, Trigon DM

**Model biznesowy.** Model biznesowy spółki polega na udostępnianiu **sprzedawcom oraz klientom platformy** za pomocą której, mogą oni **dokonywać transakcji kupna/sprzedaży dóbr cyfrowych**. Spółka działa na rynku produktów cyfrowych; gdzie sprzedawcą gry nie jest jedna firma (jak np. w popularnych sklepach Steam / GOG / Epic Games Store), a zbiór zweryfikowanych merchantów (np. regionalne sklepy / hurtownicy / dystrybutorzy gier fizycznych). Produkty, które oferują takie platformy obejmują głównie klucze do gier na Steam, Epic Games Store, Uplay, Origin, oprogramowanie, karty pre-paid czy giftcardy zawierające wirtualną walutę do wykorzystania w grze.

Model dystrybucji dóbr cyfrowych polega na tym, że dostawcy contentu (developerzy oraz wydawcy) udostępniają swoje produkty dystrybutorom takim jak Steam czy Origin. Przekazane dobra cyfrowe następnie trafiają za pośrednictwem merchantów na marketplace Gamivo.com, gdzie są dostępne dla klientów końcowych (graczy). Każda ze stron transakcji obarczona jest różnymi **provizjami i opłatami, co stanowi przychód platformy**.

**Model cyfrowej dystrybucji gier**



Źródło: spółka, Trigon DM



**Monetyzacja.** Przychody spółki dzielą się na dwa segmenty: przychody generowane przez dostawców oraz klientów. Przychody od dostawców to wszelkiego rodzaju **opłaty i prowizje** związane z wystawieniem gry na marketplace nakładane proporcjonalnie do wartości produktu jako jego procent. Przychody od klientów to z kolei **prowizje od zakupu gry** oraz dodatkowe modele monetyzacji takie jak **Gamivo SMART** czy Program Ochrony Klienta gwarantujący dodatkową grę usług z zakresu obsługi klienta czy. W okresie od marca do grudnia 2020 r. platforma odnotowywała także przychody z tytułu promocji i wdrożenia rozwiązania zewnętrznego dostawcy płatności (**BPO - Business Proces Outsourcing services**). Poniżej przedstawione zostały główne źródła przychodów platformy.

**Źródła przychodów platformy**

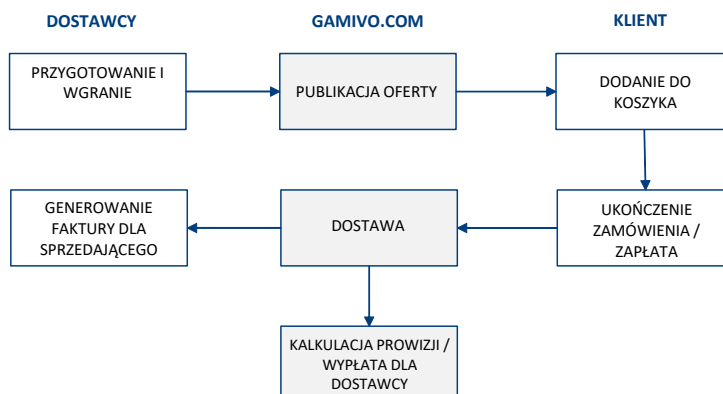
DOSTAWCY	KLIENCI DETALICZNI
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prowizja za promocje</li> <li>• Opłaty za zmianę ceny</li> <li>• Prowizja za wycofanie środków przez merchanta</li> <li>• Opłaty za zwrot</li> <li>• Prowizje zewnętrzne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gamivo SMART</li> <li>• Program Ochrony Klienta</li> <li>• Przychody z reklam</li> <li>• Prowizja za przewalutowanie</li> <li>• Prowizja od transakcji</li> </ul>

Źródło: spółka, Trigon DM

Dostawcami produktów na Gamivo.com mogą być **wyłącznie podmioty gospodarcze**. Przed nawiązaniem współpracy przeprowadzana jest weryfikacja dostawcy KYC (and. *Know your customer*) mająca na celu potwierdzenie wiarygodności merchanta oraz uzyskania na jego temat informacji niezbędnych do przeprowadzenia transakcji zgodnej z prawem. Sprawdzane są m.in. tożsamość sprzedawcy, prowadzona przez niego działalność oraz pochodzenie udostępnianych produktów. Spółka nie prowadzi transakcji na własny rachunek, nie umożliwia odsprzedaży (tzw. reselling) oraz nie posiada zapasów produktów cyfrowych i materialnych. Na platformie dostępne są rozwiązania dla merchantów sprzedających produkty hurtowo (na których nakładane są niższe prowizje od sprzedaży) oraz pojedynczo.

Poniżej przedstawiono poglądowy schemat zawierania transakcji na platformie Gamivo.

**Schemat zawierania transakcji na platformie Gamivo**



Źródło: spółka, Trigon DM

**Produkty.** Gamivo.com posiada szeroki asortyment dóbr, który liczy **ponad 50 tys. produktów**, obecnie nakierunkowany głównie na platformę PC. Spółka specjalizuje się w udostępnianiu kluczy do gier z różnych popularnych gatunków i rodzajów. Na platformie można również nabyć karty prepaid do serwisów takich jak Spotify czy Amazon, oprogramowania antywirusowe, skórki i przedmioty do gier. W planach ma wprowadzenie do sprzedaży **nowych kategorii produktowych**, odnoszących się do fizycznych przedmiotów takich jak pudełkowe wersje gier, koszulki, gadżety, akcesoria gamingowe, elektronikę i zabawki. Jednym z celów strategicznych spółki jest także dalsza dywersyfikacja źródeł przychodów poprzez m.in. współpracę z zewnętrznymi serwisami np. LiveCards, innymi operatorami płatności czy promocji marek skierowanych do graczy.

#### Kategorie produktowe Gamivo



Źródło: spółka, Trigon DM

**Metody płatności.** Na platformie dostępnych jest wiele metod płatności uwzględniających m.in. region geograficzny oraz waluty, w których opłacane są transakcje. Większość z nich umożliwia finalizację zamówienia w przeciągu kilku minut. Platforma Gamivo.com dostosowywana jest do aktualnych potrzeb odbiorców m.in. poprzez implementację nowych sposobów regulowania płatności, takich jak np. Bitcoin. Obecnie zapłata za zamówienie dostępna jest poprzez m.in. PayPal, Checkout, HiPay, Ingenicom oraz BitBayPay.

**Bezpieczeństwo platformy.** Spółka posiada wewnętrzne i zewnętrzne rozwinięte systemy zabezpieczeń, dzięki którym minimalizowane jest ryzyko związane z nielegalnymi transferami. Poprawa bezpieczeństwa jest możliwa m.in. dzięki indeksowaniu zamówień, zbieraniu śladów oraz analizie danych. Ponadto Spółka korzysta również z zewnętrznych usług takich jak Ravelin, HiPay Sentinel oraz Panel Risk Checkout.com w celu wykrywania i zapobiegania oszustwom internetowym.

**Strategia.** Celem spółki jest dynamiczny wzrost organiczny realizowany poprzez ekspansję na nowe rynki, jak i dzięki zwiększaniu liczby oferowanych produktów. Poza rozwojem samej platformy GAMIVO zamierza rozwijać biznes w oparciu o 3 kluczowe aspekty:

- produkty fizyczne i gry konsolowe;
- aplikacja mobilna;
- automatyzacja i obsługa klienta.

Strategia GAMIVO zakłada, że wzrost wyników finansowych powinien nastąpić także dzięki realizacji usprawnień w zakresie funkcjonowania platformy, poprzez:

- dodanie nowych wersji językowych i lokalizacji, uwzględniających nowe systemy płatności,
- optymalizację platformy – maksymalizacja efektywności działania, usprawnienie UX,
- optymalizację kosztów pozyskania i utrzymania klientów.

## Czynniki ryzyka

- **Ryzyko związane z krótką historią działalności.** Spółka Gamivo została założona w 2017 roku. Działalność operacyjną prowadzi od 2020 r, kiedy to zakupiła prawa własności intelektualnej (IP) do platformy Gamivo.com oraz pozostałe aktywa od spółki Gamivo.com Limited oraz 100% udziałów w spółce Omnigate Sp. z o.o., stając się tym samym jedynym udziałowcem ww. spółek. Czynnikiem ryzyka jest ograniczony dostęp do danych historycznych w zakresie działalności ww. spółek, w tym danych finansowych. Ryzyko w zakresie danych finansowych dotyczy faktu, iż ww. transakcje zostały zawarte w 4Q'20, stąd spółka nie dysponuje żadnymi danymi skonsolidowanymi za okresy poprzednie (tj. za lata 2019 i okres 1-3Q'20), także w formie pro-forma;
- **Ryzyko zmiany sposobu dystrybucji i aktywacji produktów cyfrowych.** Spółka prowadzi działalność w branży gamingowej w segmencie obrotu produktami cyfrowymi. Cały proces aktywacji produktu cyfrowego opiera się na wykorzystaniu klucza aktywującego na przeznaczoną do tego platformie producenta, np. STEAM, Battle.net, Epic Games, Playstation Network bądź Xbox Live. Od początku istnienia gier w formie cyfrowej proces ten nie uległ zmianie, istnieją jednak ryzyko, że w przyszłości produkty cyfrowe mogą być przypisywane bezpośrednio do konta użytkownika;
- **Ryzyko nieuczciwości sprzedawców i/lub klientów.** Gamivo.com to platforma, na której prowadzony jest obrót dobrami cyfrowymi. Istnieje ryzyko, iż gracze będą oszukiwani przez sprzedawców korzystających z platformy, poprzez sprzedawanie im kluczy do gier, które zostały zdobyte nielegalnie – w drodze kradzieży karty kredytowej, włamania na konto PayPal albo przejęcia konta Steam, wskutek czego gracze borykać się będą z negatywnymi konsekwencjami korzystania z kluczy nielegalnego pochodzenia (np. brak działania klucza). Taka sytuacja może negatywnie wpłynąć na renomę platformy Gamivo.com, obniżyć satysfakcję klientów, a w konsekwencji na zmniejszyć liczbę zawieranych transakcji i pogorszyć wyniki finansowe Spółki;
- **Ryzyko związane z umacnianiem się innych kanałów dystrybucji gier i zmniejszeniem szerokości oferty marketplace'ów.** Według szacunków dostępnych na stronie internetowej comparecamp.com platforma Steam posiada około 75% udziału w światowej dystrybucji gier na PC. Nie można wykluczyć ryzyka, iż ze względu na globalny charakter działania, rozpoznawalną platformę i dostęp do bardzo dużej bazy użytkowników, Steam zacznie oferować również inne dobra cyfrowe oraz materialne stając się największą na świecie platformą handlu w branży gier wideo. Taka sytuacja przełożyłaby się na zmniejszenie zainteresowania platformą Gamivo.com oraz oferowanymi tam przedmiotami. Umocnienie się innych kanałów dystrybucji mogłoby istotnie negatywnie przyczynić się do perspektyw rozwoju i wyników finansowych;
- **Ryzyko pojawienia się nowych regulacji prawnych i podatkowych.** Platforma Gamivo.com operuje w jurysdykcji Unii Europejskiej i przestrzega wymogów podatkowych i licencyjnych dot. swojej działalności. Możliwe jest, że w przyszłości pojawią się nowe regulacje prawne bądź konieczne będą nowe licencje finansowe potrzebne do działalności platformy. Ryzyko związane z opodatkowaniem może wynikać ze zmian w wysokościach stawek podatkowych. Ponadto prowadzenie działalności w ramach Grupy, gdzie jeden z podmiotów zlokalizowany jest na Malcie, może rodzić także ryzyka podatkowe, szczególnie wynikające z transak-

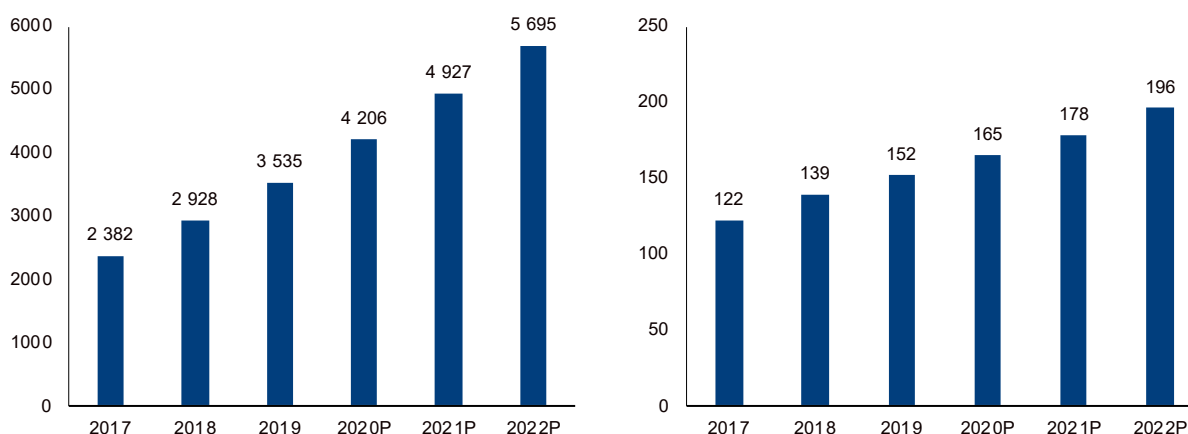
cji z podmiotami powiązanymi;

- **Ryzyko odejścia dostawców.** Platforma działa na zasadach pośrednictwa łącząc zainteresowane strony tj. dostawców danego produktu (tzw. merchantów) oraz klientów chcących zakupić dany produkt. W praktyce oznacza to, iż spółka zobowiązana jest do skalkulowania prowizji pobieranej od kupujących oraz do wypłaty środków na rzecz sprzedających. W wypadku wystąpienia potencjalnych nieprawidłowości i błędów w naliczaniu należnych kwot lub poprzez zbyt długi okres regulowania zobowiązań dostawcy produktów zaczną szukać innych kanałów dystrybucji, a kupujący konkurencyjnych platform marketplace'owych;
- **Ryzyko uzależnienia od kluczowego personelu.** Spółka dokonując zakupu IP do Gamivo.com przetransferowała również doświadczony personel stanowiący założycieli i osoby bezpośrednio zaangażowane w rozwój platformy. Ryzyko odejścia kluczowych pracowników, w tym zwłaszcza poszczególnych członków zarządu i menagerów oraz pracowników o wysokich kwalifikacjach, może w znaczący sposób wpłynąć na perspektywy i rozwój Spółki;
- **Ryzyko zmiany kursów walut.** Spółka zależna Gamivo.com Limited prowadzi księgi rachunkowe w walucie euro i w tej walucie generuje wyniki. Ponadto w przyszłości Spółka planuje ekspansję na rynki zagraniczne, prawdopodobne więc jest, że część przychodów prezentowana będzie w kolejnych walutach obcych. Niekorzystne wahania kursu spowodują spadek przychodów ze sprzedaży i obniżą wyniki finansowe Spółki.
- **Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych.** Strategia Spółki zakłada rozwój platformy m.in. poprzez wprowadzenia na platformę przedmiotów materialnych oraz wprowadzenia na rynek aplikacji mobilnej. Przyjęta strategia determinowana jest zdolnością platformy Gamivo.com do akomodacji w ciągle zmieniającym się rynku gier wideo, w ramach którego Grupa prowadzi działalność. W tak zmiennym środowisku ryzyko nieumiejętnego dostosowania się do warunków tego otoczenia może negatywnie wpłynąć na ogólną kondycję Grupy.

## Otoczenie rynkowe

**Rynek gier oraz e-commerce.** Spółka posiada bezpośrednią ekspozycją modelu biznesowego na wzrostowe rynki gamingu oraz e-commerce. Sprzyjającym aspektem dla rozwoju wskazanych segmentów są skutki pandemii COVID-19, która na trwałe zmieniła oba rynki (wzrost liczby graczy, wzrost udziału sprzedaży cyfrowej gier, zwiększona popularność e-handlu, większa popularność usług abonamentowych). Według prognoz, wartość światowego rynku e-commerce do '22 zwiększy się niemalże 1,5x (CAGR '17 vs. '22 na poziomie 19%), podczas gdy rynek gier rośnie w tempie ok. 10% rocznie.

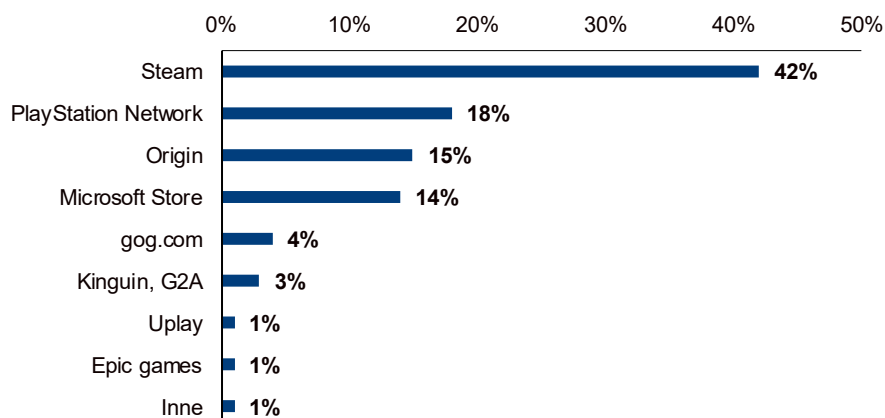
### Wartość globalnego rynku e-commerce (l.w.) i rynku gamingu (p.w.) w mld USD



Źródło: e-Marketer, Newzoo, Trigon DM

**Kanały sprzedaży gier cyfrowych.** Nie dotarliśmy do informacji, jaki udział w globalnej sprzedaży gier cyfrowych mają marketplace'y, lecz dane dla Polski, wg raportu *Polish Games Report* z 2019r. wskazują, że **udział dwóch najpopularniejszych platform: G2A oraz Kinguin mógł wynieść ok. 3% udziału w rynku.** Według danych raportu, najpopularniejszą platformą sprzedażową gry na PC i konsole był Steam (42%). Zbliżoną liczbą konsumentów kierowała się na PlayStation Network (18%), Origin (15%) oraz Microsoft Store (14%).

### Kanały zakupu gier cyfrowych na PC i konsole w '19 w PL



Źródło: Polish Games Report '19, Statista, Trigon DM

## Otoczenie konkurencyjne

**G2A.** Globalnie największa platforma aukcyjna dla dóbr cyfrowych, takich jak gry czy oprogramowanie. Uruchomiona została w 2010 r. pod nazwą Go2Arena. Liczba produktów udostępnianych na witrynie sięga ponad 75 tys., a oferowane są przez blisko 400 tys. merchantów z całego świata. Baza klientów to blisko 19 mln kupujących. Warto przy tym podkreślić, że G2A pozwala sprzedawać także osobom fizycznym, a Gamivo wyłącznie zweryfikowanym profesjonalnym sprzedawcom. G2A zatrudnia według informacji prasowych ok. 700 osób, co przy 65 osobach współpracujących przy Gamivo, pokazuje, że spółka ma zdecydowanie bardziej efektywną organizację głównie dzięki automatyzacji procesów, które u konkurencji wykonywane są przez dział obsługi klienta. Dzięki efektywniejszej organizacji Gamivo może równocześnie generować wyższy zysk, przy niższej prowizji pobieranej od sprzedawców. Niższa prowizja nakładana na sprzedawców (5% , vs. G2A ~20%, Steam 30%) tłumaczy najatrakcyjniejsze ceny na platformie Gamivo (porównanie na stronie 14).

**Kinguin.net.** Platforma marketplace uruchomiona została w 2013 r., szybko zyskując popularność i stając się jedną z większych alternatyw dla klasycznych platform sprzedażowych takich jak Steam, Origin czy Battle.net. Obecnie posiada blisko 10 mln zarejestrowanych klientów, a w swojej ofercie posiada ponad 10 tys. tytułów. Warto wskazać, iż platforma Gamivo w odróżnieniu do Kinguin/G2A, które działają na technologii magento, zbudowana jest na własnej autorskiej technologii pozbawionej długu technologicznego.

**Eneba.** Relatywnie młoda platforma marketplace, mająca swoją premierę pod koniec 2018 r. Na stronie dostępnych jest ponad 15 tys. gier, blisko 1,2 tys. kart podarunkowych i ok. 380 opcji subskrypcji.

**CDKeys.** Platforma sprzedażowa z ponad 20letnim doświadczeniem w branży. W swojej ofercie posiada m.in. blisko 5,4 tys. gier na PC, 1,7 na Xbox, ok. 300 na Playstation i 185 na Nintendo. Jest również jedną z najwyżej ocenianych platform sprzedaży kluczy do gier przez klientów na portalu Trustpilot.com (4,7/5).

**HRK Game.** Platforma gier online, zaprojektowana w celu dystrybucji cyfrowych gier wideo, kart pre-paid i oprogramowania. W swojej ofercie posiada blisko 10 tys. gier na PC, 400 gier na Xbox i ok. 130 na Nintendo.

**Porównywarki cenowe sklepów z grami cyfrowymi.** Szeroki asortyment dóbr cyfrowych dostępnych na poszczególnych marketplace'ach w przystępny sposób przedstawiony jest na platformach porównujących ceny danego produktu na każdym z nich. Do najpopularniejszych należą Allkeyshop.com, DLcompare.com oraz Łowcygier.pl. Zagregowane dane na temat cen danego produktu pozytywnie wpływają na customer experience i umożliwiają szybszy wybór oraz zawarcie transakcji.



**Rachunek wyników (mln PLN)**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przychody</b>	<b>31,3</b>	<b>47,5</b>	<b>65,7</b>	<b>84,3</b>	<b>102,2</b>
Koszty operacyjne	22,7	36,7	50,2	65,9	79,5
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	-	-	-	-	-
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	-	-	-	-
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,9</b>	<b>24,1</b>
<b>EBITDA skor.</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>	<b>17,1</b>	<b>19,9</b>	<b>24,1</b>
Amortyzacja	0,6	1,5	1,5	1,5	1,5
<b>EBIT</b>	<b>8,6</b>	<b>10,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,4</b>	<b>22,6</b>
Wynik na działalności finansowej	3,8	1,8	1,5	1,5	1,5
<b>Zysk brutto</b>	<b>12,4</b>	<b>12,4</b>	<b>18,6</b>	<b>21,4</b>	<b>25,7</b>
Podatek dochodowy	4,4	2,2	3,2	3,8	4,6
Zysk mniejszości	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	<b>8,1</b>	<b>10,1</b>	<b>15,4</b>	<b>17,6</b>	<b>21,1</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>	<b>13,8</b>	<b>16,1</b>	<b>19,5</b>

marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	-
marża EBITDA	29,5%	25,8%	26,0%	23,6%	23,6%
marża EBITDA skor.	29,5%	25,8%	26,0%	23,6%	23,6%
marża EBIT	27,6%	22,6%	23,7%	21,8%	22,1%
marża netto skor.	25,0%	18,1%	21,0%	19,1%	19,1%

zmiana przychodów r./r.	201%	52%	38%	28%	21%
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-	-	-	-	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	1459%	33%	39%	16%	21%
zmiana EBIT r./r.	2856%	25%	45%	18%	23%
zmiana zysku netto skor. r./r.	3201%	10%	61%	16%	21%

Źródło: Spółka, Trigon DM

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21P
<b>Przychody</b>	-	<b>9,6</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>18,8</b>
Koszty operacyjne	-	8,1	8,3	8,2	12,1
<b>Zysk ze sprzedaży</b>	-	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>6,7</b>
Koszty sprzedaży	-	-	-	-	-
Koszty ogólnego zarządu	-	-	-	-	-
Zysk ze sprzedaży	-	1,5	0,9	1,7	6,7
Wynik na pozostałej działalności operacyjnej	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	-	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>7,0</b>
<b>EBITDA skor.</b>	-	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>7,0</b>
Amortyzacja	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	-	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>6,7</b>
Wynik na działalności finansowej	-	0,0	0,2	0,0	0,0
<b>Zysk brutto</b>	-	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>7,1</b>
Podatek dochodowy	-	0,6	-0,5	0,4	1,7
Zysk mniejszości	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk netto</b>	-	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>5,4</b>
<b>Zysk netto skor.</b>	-	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>5,0</b>

marża brutto ze sprzedaży	-	-	-	-	-
marża EBITDA skor.	-	-	-	-	-
marża EBIT	-	-	-	-	-
marża netto skor.	-	-	-	-	-

zmiana przychodów r./r.	-	-	-	-	-
zmiana wyniku brutto ze sprzedaży r./r.	-	-	-	-	-
zmiana EBITDA skor. r./r.	-	-	-	-	-
zmiana EBIT r./r.	-	-	-	-	-
zmiana zysku netto skor. r./r.	-	-	-	-	-

Źródło: Spółka, Trigon DM

**Bilans (mln PLN)**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>8,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>8,4</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartości niematerialne i prawne	8,1	8,0	7,9	8,0	8,1
Wartość firmy	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>11,2</b>	<b>21,5</b>	<b>33,6</b>	<b>52,2</b>	<b>73,9</b>
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności handlowe	1,4	2,7	4,4	6,0	7,7
Pozostałe	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Gotówka	8,5	18,7	29,2	46,1	66,1
<b>Aktywa</b>	<b>19,6</b>	<b>29,7</b>	<b>41,8</b>	<b>60,4</b>	<b>82,3</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1,2</b>	<b>11,4</b>	<b>26,7</b>	<b>44,4</b>	<b>65,5</b>
Kapitał zakładowy	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pozostałe	0,6	1,1	11,3	26,6	44,3
Zysk (strata) netto	0,5	10,1	15,4	17,6	21,1
<b>Ujemna wartość jednostek podporządkowanych</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zobowiązania oprocentowane	0,8	0,6	0,4	0,0	0,0
Pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>11,4</b>	<b>13,1</b>	<b>11,6</b>	<b>14,5</b>	<b>16,8</b>
Zobowiązania oprocentowane	6,4	7,6	8,9	10,2	11,8
Zobowiązania handlowe	0,6	0,8	1,1	1,3	1,5
Pozostałe	4,3	4,7	1,7	3,0	3,6
<b>Pasywa</b>	<b>19,6</b>	<b>29,7</b>	<b>41,8</b>	<b>60,4</b>	<b>82,3</b>
Kapitał obrotowy netto	1	2	3	5	6
Dług netto	-8	-18	-29	-46	-66
Dług netto skor.	-8	-18	-29	-46	-66
Dług netto/EBITDA (x)	-0,8	-1,5	-1,7	-2,3	-2,7
Dług netto/kapitał własny (x)	-6,2	-1,6	-1,1	-1,0	-1,0
ROE (%)	1173%	136%	72%	45%	36%
ROA (%)	79%	35%	39%	31%	27%
Cykl konwersji gotówki (dni)	0	9	13	16	18
Cykl rotacji zapasów (dni)	0	0	0	0	0
Cykl rotacji należności handlowych (dni)	8	16	20	22	24
Cykl rotacji zobowiązań handlowych (dni)	8	7	7	7	6

**Rachunek przepływów pieniężnych (mln PLN)**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Przeływy z działalności operacyjnej</b>	<b>1,9</b>	<b>10,6</b>	<b>12,1</b>	<b>18,8</b>	<b>21,7</b>
Zysk (strata) netto	0,5	10,1	15,4	17,6	21,1
Amortyzacja	0,3	1,5	1,5	1,5	1,5
Zmiany w kapitale obrotowym	1,1	-1,0	-1,5	-1,4	-1,5
Zmiana zapasów	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana należności handlowych	0,5	-1,2	-1,7	-1,7	-1,7
Zmiana zobowiązań handlowych	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Pozostałe	0,0	0,0	-3,3	1,1	0,6
<b>Przeływy z działalności inwestycyjnej</b>	<b>5,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,7</b>
CAPEX	-6,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7
Pozostałe	11,6	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeływy z działalności finansowej</b>	<b>1,5</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,0</b>
Zmiana zobowiązań oprocentowanych	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	0,0
Wpływy z emisji akcji	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe	1,5	1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Przeływy pieniężne netto</b>	<b>8,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,5</b>	<b>16,9</b>	<b>20,0</b>
Środki pieniężne na początek okresu	0,1	8,5	18,7	29,2	46,1
Środki pieniężne na koniec okresu	8,5	18,7	29,2	46,1	66,1

Źródło: Spółka, Trigon DM

# Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2

02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

http://www.trigon.pl | E: recepcja@trigon.pl

## Research:

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Konsument, Finanse*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategia, Banki, Finanse*

**Kacper Kopron**  
*Gaming, TMT*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnologia*

**Michał Kozak**  
*Paliwa, Chemia, Energetyka*

**Dominik Niszcz**  
*TMT*

**Łukasz Rudnik**  
*Przemysł, Wydobycie*

**David Sharma**  
*Budownictwo, Deweloperzy, Materiały budowlane*

## Sales:

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Sebastian Kosakowski**

**Michał Sopiński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych. Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu *Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE („Rozporządzenie MAR”), oraz w Rozporządzeniu Delegowanym Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”).*

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację  
zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym  
CF – cash flow, przepływy pieniężne  
capex – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
rentowność zysku brutto na sprzedaży - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży  
rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję  
DPS - dywidenda na 1 akcję  
P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję  
P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji  
EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki  
EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki  
DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

#### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – GAMIVO S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia (data wskazana na wstępie dokumentu) lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządziła: Kacper Kopron

#### Stosowane metody wyceny

Dom Maklerski stosuje zwykle dwie metody wyceny: model DCF - zdyskontowanych przepływów pieniężnych oraz metodę wskaźnikową, a więc zestawienie podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych. Opcjonalnie może być wykorzystywany model zdyskontowanych dywidend.

Wadą metod opartych na zdyskontowanych przepływach jest wysoka wrażliwość na przyjęte założenia. Zaletą tych metod jest brak zależności z bieżącą wyceną rynkową spółki. Z kolei wadą metody wskaźnikowej jest ryzyko, że w danej chwili wycena rynkowa porównywalnych spółek może nie odzwierciedlać prawidłowo ich rzeczywistej wartości. Jej zaletą jest to, że pokazuje ona wycenę rynkową spółki uzyskaną w oparciu o rynkowe wyceny spółek porównywalnych.

Jako podstawy wyceny lub metody oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto model DCF.

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumentcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacji w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Pomiędzy Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzaniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów. Na datę sporządzenia Dokumentu Dom Maklerski posiada akcje Emitenta. Wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta. Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy nie otrzymał od Emitenta dywidendy. Członkowie władz Emitenta ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A. Żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitenta, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich.

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem: i) sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta, ii) oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu, iii) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, iv) nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe. Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta. Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Ponadto Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług. Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji oraz realizację ogólnej polityki zarządzania konfliktami interesów Domu Maklerskiego. W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji i) nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski, ii) nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Szczegółowe informacje odnośnie polityki zarządzania konfliktami interesów znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Data podana na pierwszej stronie niniejszego dokumentu jest datą jego sporządzenia i przekazania do wiadomości odbiorców. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać. Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

- wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

- potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.doakcji.trigon.pl](http://www.doakcji.trigon.pl), [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

- wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu. Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data sporządzenia: 7 września 2021 r.

Data pierwszego rozpowszechnienia: 7 września 2021 r. godz.: [17:30]