



Dom Maklerski BDM S.A.

BoomBit

RAPORT ANALITYCZNY

Wyniki ostatnich miesięcy okazały się gorsze od naszych oczekiwań, do czego przyczyniła się słabsza monetyzacja zarówno gier HC jak i mid-core. Ponadto w związku z dalszym rozwojem projektów blockchainowych, zwiększeniu uległy koszty segmentu PAE. Pomimo iż, powyższe czynniki wpłynęły na obniżenie naszych prognoz co do kolejnych okresów i spadek wyceny, zmianie nie uległo nasze postrzeganie spółki BoomBit jako atrakcyjnego aktywa inwestycyjnego. Doceniamy mnogość projektów prowadzonych przez spółkę, które naszym zdaniem jeszcze w 4Q'23 przełożą się na poprawę ścieżki wynikowej. Liczymy, że w ostatnich miesiącach 2023 r. pojawią się kolejne premiery gier mid-core, jak i zadebiutują pierwsze tytuły z bardzo aktywnego w ostatnich miesiącach wydawnictwa. Oczekujemy również, że największa aktualizacja gry „Hunt Royale” wraz ze zwiększeniem skali kampanii marketingowych przyczyni się do poprawy wyników tego tytułu w kolejnych miesiącach. W połowie lipca'23 zadebiutował (wczesny dostęp) na rynku pierwszy blockchainowy projekt spółki czyli „Hunters On-Chain”. Pomimo iż władze BBT pozytywnie oceniają start swojej pierwszej gry PAE i optymistycznie patrzą na jej wyniki w przyszłości, cały czas pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach co do tego segmentu, nie uwzględniając przyszłych korzyści finansowych dla spółki z tego tytułu (za wyjątkiem zawarcia w analizie pozyskanych do końca 2Q'23 ok. 3,5 mln USD na ich rozwój oraz 1,2 mln USD z kolejnej rundy finansowania). Ponadto zwracamy uwagę na ambitne plany spółki co do dalszego rozwoju segmentu mid-core. W 2024 r. BBT planuje dysponować trzema grami o potencjalne porównywalnym do „Hunt Royale”. Podsumowując, pomimo słabszych odczytów w ostatnich miesiącach, mnogość i zaawansowanie prowadzonych inicjatyw skłania nas do założenia, iż kolejne kwartały przyniosą poprawę wyników spółki. Tym samym utrzymujemy nasze zalecenie Kupuj, jednocześnie obniżając cenę docelową do 18,9 PLN.

Wyniki ostatnich miesięcy stały pod słabnącą monetyzacją gier HC i mid-core, co negatywnie nas zaskoczyło. W przypadku pierwszego z segmentów, decydujący wpływ na spadek przychodów miało przesunięcie części zespołów do produkcji większych gier, co skutkowało mniejszą ilością premier r/r. Nie pomógł również umacniający się PLN oraz spadek eCPM (niższe wpływy z reklam). Znacząco zwołała monetyzacja gry „Hunt Royale”, a debiut nowych, większych gier przesunął się w czasie na końcówkę 2023 r. Ponadto w związku z dalszym rozwojem projektów blockchainowych, zwiększeniu uległy koszty segmentu PAE.

Pomimo iż, wymienione czynniki wpłynęły na obniżenie naszych prognoz dotyczących nadchodzących okresów, nasze postrzeganie spółki BoomBit jako atrakcyjnego aktywa inwestycyjnego pozostaje niezmienione. Doceniamy, w szczególności mnogość projektów prowadzonych przez spółkę, które naszym zdaniem już w 4Q'23 przyczynią się do poprawy wyników. W ostatnich miesiącach 2023 r. spodziewamy się premier przesuniętych gier mid-core oraz pierwszych debiutów produkcji z aktywnego w ostatnich miesiącach wydawnictwa. Ponadto w związku z przewidzianą największą aktualizacją gry „HR” oraz zwiększeniem skali UA, liczymy na jej poprawę trajektorii wynikowej. Mając powyższe na uwadze, w całym 2023 r. prognozujemy 20,0 mln PLN skoryg. EBITDA i 8,0 skoryg. zysku netto n.j.d.

Spółka kontynuuje inwestycje w dwa projekty Play-And-Earn: BoomLand oraz PlayEmber. W połowie lipca'23 zadebiutowała (wczesny dostęp) na rynku pierwsza gra blockchainowa czyli „Hunters On-Chain”. Pomimo iż władze BBT pozytywnie oceniają start swojego pierwszego produktu PAE i optymistycznie patrzą na jego wyniki, cały czas pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach co do tego segmentu, nie uwzględniając przyszłych korzyści finansowych dla spółki z tego tytułu (za wyjątkiem zawarcia w analizie pozyskanych do końca 2Q'23 ok. 3,5 mln USD na ich rozwój oraz 1,2 mln USD z kolejnej rundy finansowania).

Ponadto zwracamy uwagę ambitne plany spółki co do segmentu mid-core. W 2024 r. planuje ona dysponować trzema grami o potencjalne porównywalnym do „HR”. Największe oczekiwania BBT wiąże z takimi projektami jak „Dawn of Ages” oraz „Train King Tycoon”.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	140,2	239,0	294,0	247,4	320,0	365,0
EBITDA [mln PLN]	22,3	35,0	23,5	19,4	37,0	47,0
EBITDA skoryg. [mln PLN]*	22,3	35,0	25,2	20,0	38,6	47,0
EBIT [mln PLN]	9,7	22,4	11,0	7,5	20,2	26,8
Zysk netto n.j.d. [mln PLN]	12,8	13,3	13,2	18,0	19,4	22,2
Zysk netto n.j.d. skoryg. [mln PLN]*	12,8	13,3	16,6	8,0	21,0	22,2
P/BV	2,2	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9
P/E	11,7	11,8	12,0	8,4	7,8	7,2
P/E skoryg.*	11,7	11,8	9,6	18,9	7,2	7,2
EV/EBITDA	5,8	3,5	4,9	5,8	3,3	2,8
EV/EBITDA skoryg.*	5,8	3,5	4,5	5,7	3,2	2,8
DPS	0,0	0,8	0,3	1,1	0,8	1,0
DY	0,0%	6,8%	2,4%	9,4%	7,1%	9,1%

*- skoryg. o koszty programu motywacyjnego na lata 22-24 oraz wycenę udziałów w SuperScale

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 18,9 PLN

30 PAŹDZIERNIKA 2023, 11:10 CET

Wycena końcowa [PLN]	18,9
Potencjał do wzrostu	69%
Koszt kapitału	16,8%
Cena rynkowa [PLN]	11,2
Kapitalizacja [mln PLN]	151,6
Ilość akcji [mln. szt.]	13,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,9
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	11,1
Stopa zwrotu za 3 mc	-8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-24%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23%

Struktura akcjonariatu:	
ATM Grupa	29,5%
Hannibal Soares	27,5%
Marcin Olejarz	13,8%
Karolina Szablewska-Olejarz	13,6%
Pozostali Akcjonariusze	15,6%

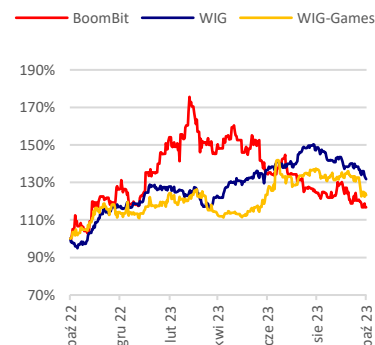
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

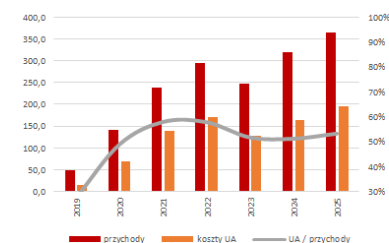
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
INWESTYCJA W PROJEKTY OPARTE O BLOCKCHAIN	7
BOOMLAND/ „HUNTERS ON-CHAIN”	7
PLAYEMBER	8
WYCENA DCF.....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	14
CZYNNIKI RYZYKA	15
OTOCZENIE RYNKOWE	16
GRY HYPER-CASUAL	18
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 2Q'23	19
FINANSE I PROGNOZY	20
PROGNOZA NA 3Q'23	20
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	25
DANE FINANSOWE	26

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

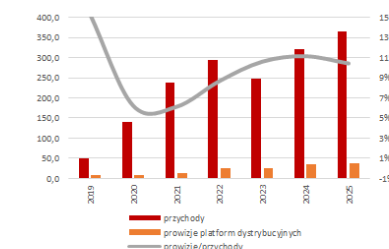
Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	140,2	239,0	294,0	247,4	320,0	365,0	408,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	24,9	30,0	26,4	27,1	38,4	44,2	50,8
EBITDA	22,3	35,0	23,5	19,4	37,0	47,0	54,7
EBITDA skoryg.**	22,3	35,0	25,2	20,0	38,6	47,0	54,7
EBIT	9,7	22,4	11,0	7,5	20,2	26,8	31,8
Zysk brutto	18,2	21,9	9,1	18,6	20,3	27,1	32,2
Zysk netto	14,6	17,8	9,2	15,0	17,5	23,5	27,9
Zysk netto n.j.d.	12,8	13,3	13,2	18,0	19,4	22,2	26,2
Zysk netto n.j.d. skoryg.**	12,8	13,3	16,6	8,0	21,0	22,2	26,2
Marża brutto ze sprzedaży	17,8%	12,6%	9,0%	10,9%	12,0%	12,1%	12,4%
Marża EBITDA	15,9%	14,7%	8,0%	7,8%	11,6%	12,9%	13,4%
Marża EBITDA skoryg.**	15,9%	14,7%	8,6%	8,1%	12,1%	12,9%	13,4%
Marża EBIT	6,9%	9,4%	3,7%	3,0%	6,3%	7,3%	7,8%
Marża zysku netto	10,4%	7,4%	3,1%	6,1%	5,5%	6,4%	6,8%
Marża zysku netto n.j.d.	9,2%	5,6%	4,5%	7,3%	6,0%	6,1%	6,4%
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.**	9,2%	5,6%	5,7%	3,2%	6,5%	6,1%	6,4%
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	47,7	47,8	50,8	72,4	85,5	92,9	99,8
Rzeczowe aktywa trwałe	1,5	1,3	2,2	1,8	1,9	2,0	2,1
Nakłady na prace rozwojowe	21,2	18,9	24,8	38,6	51,6	58,9	65,7
Wartość firmy	15,2	16,2	15,7	15,3	15,3	15,3	15,3
Pozostałe aktywa trwałe	9,8	11,3	8,1	16,7	16,7	16,7	16,7
Aktywa obrotowe	42,7	71,9	89,2	78,9	69,4	73,8	82,4
Należności handlowe	14,6	38,5	37,5	33,1	33,8	38,5	44,5
Aktywa kryptograficzne	0,0	0,0	6,3	5,7	5,7	5,7	5,7
Inne aktywa obrotowe	7,3	0,0	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1	30,6
Aktywa razem	90,3	119,6	140,0	151,3	154,9	166,7	182,2
Kapitał własny	66,8	79,1	73,6	68,8	75,5	84,4	94,5
Zobowiązania długoterminowe	3,7	3,0	2,5	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	19,8	37,6	63,9	76,5	73,4	76,3	81,8
Zobowiązania handlowe	15,7	34,4	40,6	74,2	71,1	74,0	79,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	4,2	3,2	23,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Pasywa razem	90,3	119,6	140,0	151,3	154,9	166,7	182,2
Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	23,7	30,2	44,3	26,6	30,5	41,8	50,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,7	-9,9	-18,2	-23,1	-29,9	-27,6	-29,8
Przepływy z działalności finansowej	-0,1	-7,7	-13,7	-10,4	-10,8	-14,5	-17,8
Przepływy pieniężne netto	16,9	12,6	12,3	-6,5	-10,1	-0,3	2,6
Środki pieniężne na początek okresu	3,5	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1
Środki pieniężne na koniec okresu	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1	30,6
Dynamiki [%]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	182,0%	70,4%	23,0%	-15,9%	29,4%	14,0%	12,0%
EBITDA	-	57,1%	-32,9%	-17,3%	90,8%	26,8%	16,4%
EBIT	-	131,3%	-50,9%	-31,7%	169,7%	32,4%	18,9%
Zysk netto	-	21,8%	-48,0%	62,5%	16,5%	34,2%	18,8%
Zysk netto n.j.d.	-	3,6%	-0,6%	36,3%	7,3%	14,9%	18,0%
Wybrane dane i wskaźniki*	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Liczba akcji (mln)	13,4	13,5	13,5	13,5	13,5	14,2	14,2
ROE	19,2%	16,8%	18,0%	26,2%	25,6%	26,3%	27,8%
ROA	14,2%	11,1%	9,5%	11,9%	12,5%	13,3%	14,4%
Dywidenda	0,0%	6,8%	2,4%	9,4%	7,1%	9,1%	11,2%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,8	0,3	1,1	0,8	1,0	1,3
Payout ratio	0%	83%	28%	107%	60%	75%	80%
P/E (x)	11,7	11,8	12,0	8,4	7,8	7,2	6,1
P/E skoryg. (x)**	11,7	11,8	9,6	18,9	7,2	7,2	6,1
P/BV (x)	2,2	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7
EV/EBIT (x)	13,4	5,5	10,4	15,1	6,1	4,9	4,0
EV/EBITDA skoryg. (x)**	5,8	3,5	4,9	5,8	3,3	2,8	2,4
EV/EBITDA (x)	5,8	3,5	4,5	5,7	3,2	2,8	2,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 11,2 PLN; ** skoryg. o koszty PM22-24 oraz wycenę udziałów w SupeScale.

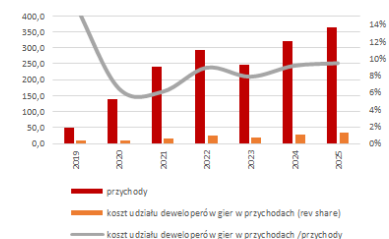
BoomBit - przychody/marketing [mln PLN]



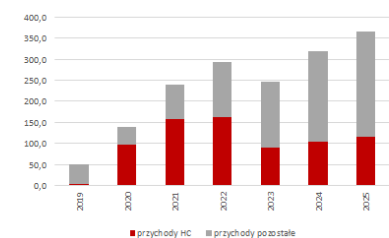
BoomBit - udział prowizji platform w przychodach [%]



BoomBit - koszty rev. share/ % przychodów [mln PLN]



BoomBit - udział HC w całości przychodów [mln PLN]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

1) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple i planowanymi zmianami w polityce Google; 2) Ryzyko związane z grami hypercasual - duża konkurencja w segmencie tych gier HC; 3) Ryzyko związane z grami GaaS - słaby track record spółki w tym segmencie; 4) Ryzyko związane z opóźnieniami w produkcji gier; 5) Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej; 6) Ryzyko związane z wpływem COVID - 19 na działalność spółki; 7) Ryzyko związane z deficytem wykwalifikowanych pracowników na rynku; 8) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym; 9) Ryzyko związane z utratą kluczowych członków zespołu; 10) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR; 12) Nowa polityka opłat Unity.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Przedstawiona wycena opiera się na metodzie SOTP. Sporządziliśmy wycenę DCF i mnożnikową spółki BoomBit wyłączając segment PAE. Do końcowej wyceny dodajemy szacowaną wartość segmentu PAE. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 268,7 mln PLN, czyli **18,9 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena [mln PLN]	Wycena na jedną akcję [PLN]
A = 0,7*A1+0,3*A2			
A1	Wycena spółki BoomBit bez segmentu PAE [mln PLN]		
A1	Wycena DCF	70%	17,0
A2	Wycena porównawcza	30%	23,1
	Wycena porównawcza Polska	15%	18,6
	Wycena porównawcza zagranica	15%	27,6
B	Wycena segmentu PAE [mln PLN]		1,5
C = A + B	Wycena końcowa spółki [mln PLN]		18,9
	Wycena końcowa spółki BoomBit bez segmentu PAE [PLN]		18,8
			267,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wyceny segmentu PAE dokonaliśmy na podstawie kalkulacji poniesionych nakładów projekty blockchainowe (ok. 18,3 mln PLN do 2Q'23) oraz pozyskanych do końca 2Q'23 środków na ich rozwój (ok. 3,5 mln USD), jak i planowanej na listopad'23 kolejnej rundy finansowania platformy BoomLand (1,2 mln USD).

Perspektywa udanej końcówki roku i poprawy wyników w 2024 r.

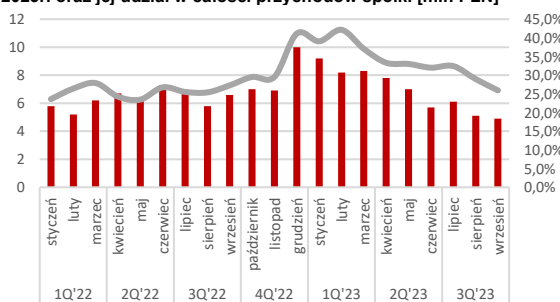
Oczekujemy, że w ostatnich miesiącach 2023 r. spółka zintensyfikuje swoje działania w zakresie wydawania nowych tytułów (w tym tych o większym potencjalnie monetyzacji), co w połączeniu ze zwiększeniem skali kampanii marketingowych na aktualnie najważniejsze tytuły („Hunt Royale”, „Darts Club”, „Mine&Slash”), jak i oczekiwaną pozytywną kontrybucją segmentu PAE przełoży się na poprawę wyników w tym okresie. Na ostatniej konferencji wynikowej przedstawiciele spółki wskazywali, że w pipeline BBT jeszcze w tym roku przewidzianych jest kilka nowych gier, w tym projekty wydawnicze. W naszej ostatniej rekomendacji, liczyliśmy, że większa część z prowadzonych projektów segmentu mid-core ujrzy światło dzienne jeszcze w 1H'23, tym samym istotnie wpłynie na dalszą poprawę wyników segmentu mid-core. Jednakże, spółka potrzebowała więcej czasu na finalizację tych produktów, stąd ich potencjalnego wpływu oczekujemy w okolicach 4Q'23.

Pragniemy zwrócić uwagę na dwie nowe, obiecujące gry mid-core wydane w ostatnim czasie. Pierwsza z nich czyli „Mine&Slash” (od TapNice), na przestrzeni minionych miesięcy była jednym z najbardziej przychodowych tytułów grupy (generowała ok. 1 mln PLN/ msc). Obecnie trwają prace nad poprawą retencji, monetyzacji oraz implikacją trybu multiplayer. Po dokonaniu wyżej wspomnianych zmian, jeszcze w 4Q'23 spółka zamierza zacząć skalować ten tytuł. Drugą z obiecujących produkcji jest wydany w połowie września'23 „Idle Farm”, który wyróżnia się bardzo dobrymi parametrami (retencja D1 na iOS przekraczająca 50%), a którego intensywne marketingowanie zacznie się od początku października.

Gorzej od naszych oczekiwań radziła sobie również najważniejsza gra spółki czyli „Hunt Royale”, która na przestrzeni I-IX'23 wygenerowała 62,3 mln PLN (+9,5% r/r), stanowiąc tym samym 34,0% wszystkich przychodów grupy. Minione miesiące BBT poświęcił na poprawę KPIs gry (w tym m.in. wczesną monetyzację), jak i rozbudowę zespołu, który się nią zajmuje (obecnie ok. 30 osób). W ostatnim czasie testowany był również nowy system ofert, który finalnie nie przyniósł oczekiwanych rezultatów, a spółka odwróciła dokonane modyfikacje. Jednakże cały czas przed nami są najważniejsze zmiany, które czekają tą grę. Już w listopadzie nastąpi największa aktualizacja „HR”, która wprowadza m.in. dużą porcję nowego kontentu. Wierzymy, że po tym wydarzeniu tytuł ten będzie w stanie poprawić swoje wyniki w kolejnych miesiącach.

Zwracamy również uwagę na ambitne plany spółki co do dalszego rozwoju segmentu mid-core. W 2024 r. BBT planuje dysponować trzema grami o potencjalnie porównywalnym do „Hunt Royale”. Największe oczekiwania zarząd spółki wiąże z takimi projektami jak „Dawn of Ages” (bardzo dobre KPI, SL początek 2024 r., HL połowa 2024 r.) oraz „Train King Tycoon” (SL na przełomie roku, duża niższa z niską konkurencją).

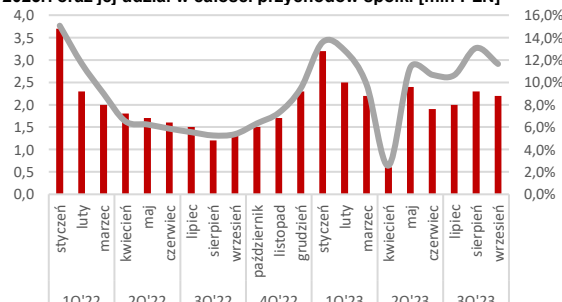
Monetyzacja gry „Hunt Royale” w poszczególnych miesiącach 2022r. i 2023r. oraz jej udział w całości przychodów spółki [mln PLN]



Przychody „Hunt Royale” udział „HR” w całości przychodów

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Monetyzacja gry „Darts Club” w poszczególnych miesiącach 2022r. i 2023r. oraz jej udział w całości przychodów spółki [mln PLN]



Przychody „Darts Club” udział „DC” w całości przychodów

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Największym negatywnym zaskoczeniem okazała się dla nas monetyzacja gier hyper-casual, które na przestrzeni I-IX23 wygenerowały zaledwie 67,8 mln PLN przychodów, co stanowi spadek r/r o 46,4%. Do takiego stanu rzeczy przyczyniło się ograniczenie inwestycji w obszarze HC (również w segmencie wydawniczym) i skupienie się części zespołów na grach mid-core i casual (spółka dostrzega większy potencjał w tego typu projektach), co przełożyło się na redukcję ilości wydawanych nowych gier z tego segmentu (blisko połowę mniej vs 2022 r.). Nie pomogła również umacniająca się złotówka oraz spadek eCPM (HC monetyzowane są głównie poprzez reklamy innych gier). Spółka aktualnie posiada kilkadziesiąt gier ma na etapie testów, które tworzone są w oparciu o głębszą meta rozgrywkę (potocznie nazywane hybrid-casual). Tym samym, w kolejnych miesiącach tego roku, w związku z oczekiwaną większą ilością premier jak i zwiększeniem skali kampanii marketingowych, zakładamy stopniową odbudowę przychodów z tego segmentu. Szerszy obraz rynku gier hyper-casual omawiamy w rozdziale [Otoczenie Rynkowe/ Gry Hyper-Casual](#).

Intensyfikacja działań w obszarze wydawniczym

W związku z trudnym otoczeniem na rynku gier mobilnych, ostatnie miesiące spółka poświęciła na intensywne poszukiwania projektów wydawniczych, które potrzebowały wsparcia. Nawiązano wiele nowych współprac, czego efektem jest podpisanie wielu umów wydawniczych, w tym m.in. z takimi studiami jak Charged Monkey, Stratosphere czy kilkoma polskimi deweloperami (np. Vivid Games czy BTC Studios). Kilkadziesiąt kolejnych umów jest na etapie testów lub ustalania docelowych warunków. Oczekujemy pierwszych efektów poczynionych inwestycji w tym zakresie na przełomie 2023/24. Liczymy, że segment wydawniczy, w istotny sposób będzie przekładał się na dalszy wzrost przychodów i wyników grupy w kolejnych okresach.

Obrazy z gry „Dawn of Ages”



Źródło: Google Play



Obrazy z gry „Train King Tycoon”



Źródło: chargedmonkey.com

Przychody gier podobnych do „Train King Tycoon” oraz „Dawn of Ages” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody wrzesień 2023	
		Android	iOS
1. Train Station 2: Transit Game	Pixel Federation Games	0,6	0,4
2. Total Battle: War Strategy	Scorewarrior	0,9	0,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Projekty oparte o blockchain

Przypominamy, iż BBT daje unikalną ekspozycję na GPW na działalność gamingową w oparciu o wykorzystanie nowych trendów światowych czyli web3, blockchain. Spółka kontynuuje inwestycję w dwa projekty Play-And-Earn: BoomLand oraz PlayEmber. Na przestrzeni 1H'23 ich koszt rozwoju sięgnął 7,7 mln PLN vs 10,6 mln PLN w całym 2022 r.

W 1-3Q'23 w związku ze sprzedażą NFT do gry „Hunters on Chain” oraz częściowym rozpoznaniem umowy na grant od Near Foundation spółka wygenerowała pierwsze większe przychody z tego segmentu, sięgające 3,1 mln PLN. Wyżej wspomniany projekt miał swoją premierę (wczesny dostęp dla posiadaczy „Genesis Holders”/ NFT) pod koniec lipca'23 na Mainnetcie Polygon. Spółka pozytywnie ocenia start swojej pierwszej gry PAE i optymistycznie patrzy na jej wyniki w przyszłości, kiedy zacznie się jej skalowanie. **Kilka dni temu miało miejsce ważne wydarzenie, czyli TGE (Token Generation Event) tokena \$BOOM. Od tego momentu możliwe jest transferowanie tokena do portfeli inwestorów oraz graczy, jak i wykorzystywanie go w BoomLandzie i grze „Hunters on Chain”. Dzięki osiągnięciu tego kamienia milowego, spółka w wynikach za 4Q'23 rozpozna 0,9 mln USD przychodów z umowy SAFT.** W następnych miesiącach spodziewamy się kolejnych płatnych pakietów NFT (T2 – listopad, T3 – przełom 2023/24), startu skalowania tego projektu oraz rozszerzenia go o monetyzację poprzez reklamy i mikropłatności. Ponadto na listopad'23 zaplanowana jest kolejna runda finansowania w wysokości 1,2 mln USD, z której pozyskane środki mają trafić na marketing tej gry.

Jeżeli chodzi o drugi z projektów, czyli PlayEmber, aktualnie przeprowadzane są kolejne testy na grach zarówno z portfolio BBT, jak i od zewnętrznych twórców. W maju'23 spółka PlayEmber FZ-LLC zrealizowała ostatni kamień milowy wynikający z umowy na grant od Near Foundation. Łączna kwota przychodu z tego tytułu wyniesie 0,5 mln USD (płatność w tokenach NEAR) i będzie rozliczana liniowo przez okres 12 msc. Zwracamy uwagę, iż firma ta dotychczas pozyskała od zewnętrznych podmiotów środki w łącznej kwocie ok. 2,6 mln USD (płatność w tokenach \$USDC i \$NEAR) z tytułu umów SAFT na sprzedaż tokenów \$EMBR oraz umowy o współpracę z NEAR Foundation. We wrześniu'23 spółka zrealizowała pierwszy kamień milowy dotyczący liczby aktywnych portfeli w sieci NEAR, założonych przez użytkowników gier PlayEmber, tym samym rozpozna w wynikach za 3Q'23 350 tys. USD.

Pragniemy zauważyć, że w naszej wycenie obecnie nie bierzemy pod uwagę dodatkowej kontrybucji z projektów play and earn (za wyjątkiem pozyskanych do końca 2Q'23 ok. 3,5 mln USD na ich rozwój oraz 1,2 mln USD z kolejnej rundy finansowania). Mając na uwadze, iż PAE jest jednym ze sposobów na monetyzację gier, który w przyszłości może stanowić atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnych form takich jak reklamy i mikropłatności, doceniamy inicjatywę spółki w tym zakresie.

Komercjalizacja narzędzi analitycznych potencjalnym nowym źródłem przychodów

Spółka kontynuuje rozwijanie narzędzi do marketingu i analizy gier oraz przymierza się obecnie do ich komercjalizacji w 4Q'23. Uważamy, że produkt ten, może mieć kształt platformy analitycznej (SaaS), której monetyzacja może odbywać się również poprzez udział w części wzrostu przychodów wygenerowanych dzięki niej. Aktualna oferta spółki obejmuje m.in. usługi kampanii marketingowych, narzędzia BI, grywalne reklamy, QA czy wydawnictwo ([link](#)). Obecnie nie jesteśmy w stanie skwantyfikować potencjalnego wpływu tej inicjatywy na wyniki BBT. Liczymy jednak, że może ona okazać się nowym źródłem przychodów, jak i wspomóc dalszą monetyzację aktualnego portfela gier spółki (dzięki platformie turniejowej Mobile Esports, poprzez cross-promocję pełnej wersji gier BBT). Pragniemy zauważyć, że w poprzednich latach, m.in. dzięki bliskiej współpracy z SuperScale (firma komercjalizująca m.in. swoje narzędzia BI, UA aktualnie współpracująca z EA, Google czy Big Fish Games) BoomBit zdobył wiele doświadczenia i know-how w rozwijaniu i monetyzacji produktów na rynku gier mobilnych.

Przyspieszenie produkcji gier dzięki AI, dodatkowa szansa dla HC na odbudowę wyników

Spółka w swoich działaniach zaczęła wykorzystywać możliwości jakie daje sztuczna inteligencja, co przyspiesza proces produkcji gier (na tym etapie głównie tworzenie kontentu). BBT prowadzi aktualnie kilka projektów wykorzystujących tę technologię. Zwracamy uwagę, że połączenie sporego doświadczenia spółki w tworzeniu i prowadzeniu gier hyper-casual (relatywnie prostych w produkcji) z narzędziami AI może przelożyć się na większą ilość premier (skrócenie cyklu produkcyjnego) w kolejnych okresach przy utrzymaniu ograniczonej liczby zespołów i wydatków w tym obszarze, tym samym wspomóc odbudowę wyników tego segmentu.

Przegląd opcji strategicznych, projekty PAE ważnym ogniwem w jego rozstrzygnięciu

Przypominamy o trwającym już blisko dwa lata przeglądzie opcji strategicznych (rozpoczęty w listopadzie'21), w zakresie należących do ATM Grupy akcji spółki BoomBit. Celem procesu jest podjęcie decyzji co do ewentualnej sprzedaży wszystkich posiadanych akcji (29,5%) w jednorazowej transakcji, której stroną będzie jeden inwestor finansowy lub branżowy, działający na podobnym jak BBT rynku. Podtrzymujemy nasze stanowisko z ostatniej rekomendacji, w której wskazywaliśmy, iż istotną rolę w potencjalnej transakcji odgrywają projekty oparte o blockchain, których realne efekty będziemy obserwować na przełomie 2023/2024 r. Liczymy, że potencjalny inwestor branżowy może być zainteresowany poszerzeniem swoich kompetencji w zakresie segmentu F2P (w tym gier hyper-casual i mid-core) oraz technologii blockchainowej.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Uważamy że aktualna cena jest niedowartościowana, w związku z tym wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 18,9 PLN/akcję**, czyli 69% powyżej obecnej ceny rynkowej.

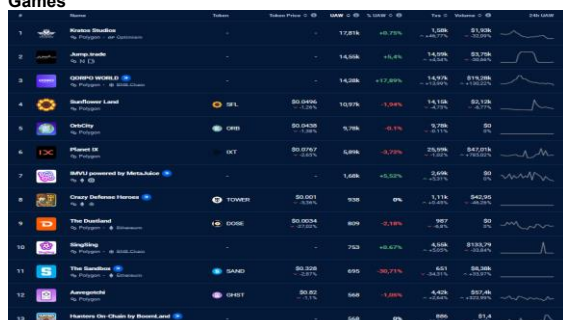
INWESTYCJA W PROJEKTY OPARTE O BLOCKCHAIN

BOOMLAND/ „HUNTERS ON-CHAIN”

Na przestrzeni 2023 r. grupa kontynuowała pracę nad dwoma projektami opartymi na technologii blockchain (BoomLand i PlayEmber). W ramach pierwszego z nich, w marcu '23 w formule soft launch zadebiutowała gra „Hunters On-Chain”, która w przeciągu tygodnia zgromadziła ponad 134 tys. unikalnych aktywnych portfeli (UAW), a samo to wydarzenie wywarło taki wpływ na branżę gier blockchain, że bezpośrednio przyczyniło się do tego, że platforma Polygon stała się drugą co do wielkości siecią gier (według DappRadar).

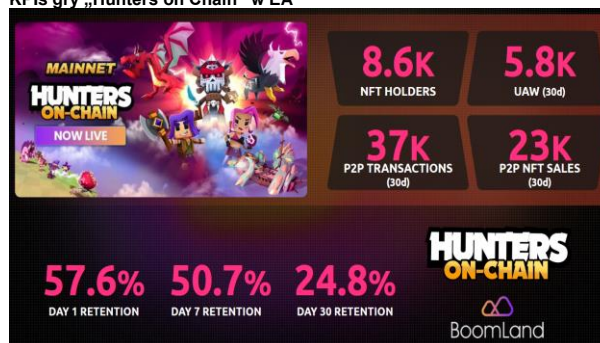
W drugiej połowie lipca '23 projekt ten wszedł w fazę wczesnego dostępu (dla posiadaczy „Genesis Holders”/ NFT) na Mainnet (główna sieć) Polygon. W pierwszym tygodniu od tego wydarzenia, łączna ilość rozegranych sesji przekroczyła poziom 20 tys., co jest jednym z najlepszych wyników, dla tego typu gier. Spółka pozytywnie ocenia start swojej pierwszej gry PAE i optymistycznie patrzy na jej wyniki w przyszłości, kiedy zacznie się jej skalowanie. Aktualnie tytuł ten znajduje się na 13 miejscu najczęściej wybieranych gier na platformie Polygon.

Pozycjonowanie gry „Hunters on Chain” w rankingu „TOP Polygon Games”



Źródło: dappradar.com

KPIs gry „Hunters on Chain” w EA



Źródło: spółka

W związku z okrojonym startem tego projektu (dostępny dla posiadaczy NFT), uważamy, że wciąż za wcześnie jest aby ocenić jego potencjał komercyjny. Oczekujemy, że w najbliższych tygodniach spółka stopniowo będzie dopuszczająca do tej gry kolejnych użytkowników, m.in. poprzez sprzedaż nowych pakietów NFT (przypominamy, że pierwsza cieszyła się ogromnym popytem i rozeszła się w zaledwie 18 sekund, a kolejna miała miejsce 28.08.2023). Pragniemy zauważyć, że kilka dni temu miało miejsce ważne wydarzenie, czyli TGE (Token Generation Event) tokena \$BOOM. Od tego momentu możliwe jest transferowanie tokena do portfeli inwestorów oraz graczy, jak i wykorzystywanie go w BoomLandzie i grze „Hunters on Chain”. Dzięki osiągnięciu tego kamienia milowego, spółka w wynikach za 4Q'23 rozpozna 0,9 mln USD przychodów z umowy SAFT.

Przypominamy, że potencjalnie spółka będzie mogła monetyzować ten projekt w kilku kanałach, w tym m.in. przez sprzedaż pakietów startowych/ NFT, umowy SAFT, procentowy udział w transakcjach na tej platformie, jak i również przez mikropłatności czy reklamy.

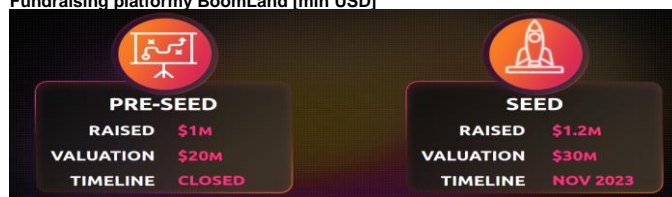
Roadmap projektu BoomLand



Źródło: boomland.io

W maju zamknięto rundę pre-seed BoomLandu o wartości 1 mln USD. W rundzie tej udział wzięli m.in. Polygon, Game7, Magic Eden, Hyperithm oraz wielu inwestorów prywatnych. Kolejna runda (seed) rozpocznie się w listopadzie '23 i celuje w pozyskanie 1,2 mln USD.

Fundraising platformy BoomLand [mln USD]



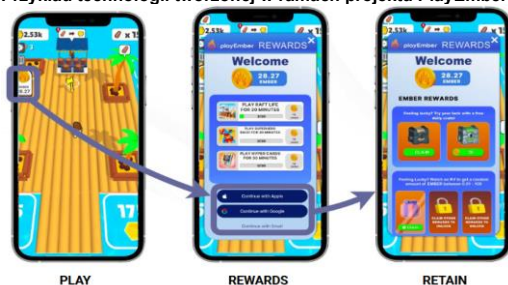
Źródło: spółka

PLAYEMBER

Jeżeli chodzi o drugi z projektów, czyli PlayEmber, który umożliwia integrację tradycyjnych gier mobilnych typu free-to-play z technologią blockchain/web3, aktualnie przeprowadzane są kolejne testy na grach zarówno z portfolio BBT, jak i od zewnętrznych twórców. W maju'23 spółka PlayEmber FZ-LLC zrealizowała ostatni kamień milowy wynikający z umowy na grant od Near Foundation podpisanej w 2022 roku. Łączna kwota przychodu z tego tytułu wyniesie 0,5 mln USD (płatność w tokenach NEAR) i będzie rozliczana liniowo przez okres 12 miesięcy. We wrześniu'23 natomiast zrealizowano pierwszy kamień milowy dotyczący liczby aktywnych portfeli w sieci NEAR, z tego tytułu w wynikach za 3Q'23 spółka rozpozna 350 tys. USD.

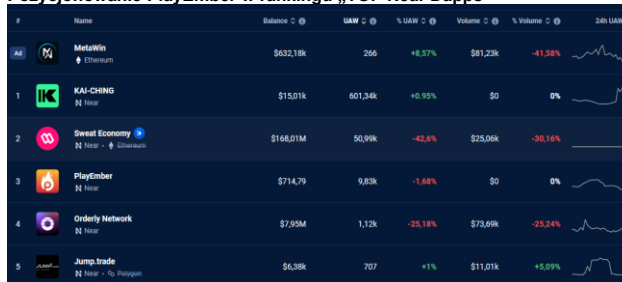
Pragniemy zauważyć, iż firma ta dotychczas pozyskała od zewnętrznych podmiotów środki w łącznej kwocie ok. 2,6 mln USD (płatność w tokenach \$USDC i \$NEAR) z tytułu umów SAFT na sprzedaż tokenów \$EMBR oraz umowy o współpracę z NEAR Foundation. Potencjalnym sposobem monetyzacji tego projektu będzie procentowy udział spółki w transakcjach na tej platformie.

Przykład technologii tworzonej w ramach projektu PlayEmber



Źródło: spółka

Pozycjonowanie PlayEmber w rankingu „TOP Near Dapps”



Źródło: dappradar.com

Roadmap projektu PlayEmber

2022 - Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023
<ul style="list-style-type: none"> Current Beta Testing and improving conversion rates Continuing to push out Web2 Mobile Games 	<ul style="list-style-type: none"> Beta test of EMBR Lounge Beta test of Instant Games App Launch of first games 	<ul style="list-style-type: none"> Launch of EMBR Lounge PlayEmber Avatar (NFT launch) Soft launch of mobile IP Game 1 	<ul style="list-style-type: none"> Full launch of Instant Games App Soft launch of 2nd mobile IP Games

Źródło: spółka

Pragniemy zauważyć, że w naszej wycenie obecnie nie bierzemy pod uwagę dodatknej kontrybucji z projektów play and earn (za wyjątkiem pozyskanych do końca 2Q'23 ok. 3,5 mln USD na ich rozwój oraz 1,2 mln USD z kolejnej rundy finansowania). Mając na uwadze, iż PAE jest jednym ze sposobów na monetyzację gier, który w przyszłości może stanowić atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnych form takich jak reklamy i mikropłatności, doceniamy inicjatywę spółki w tym zakresie. Zwracamy również uwagę na to, że każdy scenariusz pozytywny może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje.

Wyniki finansowe poszczególnych segmentów [mln PLN]

	1H'22		1H'23	
	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”
Sprzedaż zewnętrzna	148,1	-	127,3	0,9
Sprzedaż wewnątrz Grupy	-	-	0,0	0,0
Przychody ze sprzedaży	148,1	-	127,4	0,9
Wynik brutto ze sprzedaży	13,3	-1,6	14,7	-2,8
Wynik z działalności operacyjnej	8,4	-3,0	4,8	-4,7
Amortyzacja	-6,4	-	-5,5	-
EBITDA	14,7	-3,0	10,3	-4,7
Przychody/koszty finansowe	-0,8	0,0	10,7	-0,1
Wynik brutto	7,5	-3,0	15,5	-4,7
Podatek	-0,3	-	-3,7	-
Wynik netto	7,2	-3,0	11,9	-4,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na przestrzeni 1-3Q'23 spółka wykazała pierwsze przychody w segmencie PAE, które dotyczyły sprzedaży NFT do gry „Hunters on Chain”, wydanej przez BoomLand FZ-LLC oraz częściowego rozpoznania umowy na grant od Near Foundation. Oczekujemy, że w kolejnych miesiącach wraz z dalszym rozwojem tego projektu, rozszerzaniem go o nowe funkcjonalności, emisją tokenu i wprowadzaniem kolejnych użytkowników, coraz bardziej będzie uwidaczniał się jego potencjał komercyjny. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli spółki pozostają optymistyczne, co do potencjalnego sukcesu przedsięwzięć blockchainowych. W naszych założeniach pozostajemy konserwatywni co do projekcji przyszłości tych projektów. Cały czas aktualne dane nie pozwalają nam rzetelnie określić przyszłego potencjalnego strumienia przychodów z Boomland, stąd czekamy na pierwsze bardziej szczegółowe dane operacyjne z 2H'23/1H'24.

Zobowiązania i aktywa poszczególnych segmentów [mln PLN]

	1Q'23		2Q'23	
	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”
Aktywa segmentów				
Wartości niematerialne	22,2	6,2	24,6	6,6
Pozostałe aktywa trwałe	26,7	-	33,9	-
Aktywa trwałe	48,9	6,2	58,4	6,6
Środki pieniężne	46,8	0,0	46,7	0,0
Aktywa kryptograficzne	2,2	3,9	2,1	3,7
Pozostałe aktywa obrotowe	37,1	0,4	36,4	0,5
Aktywa obrotowe	86,1	4,3	85,2	4,2
Aktywa razem	135,0	10,5	143,6	10,8
Zobowiązania segmentów				
Zobowiązania długoterminowe	3,8	-	6,0	-
Zobowiązania krótkoterminowe	50,9	16,3	58,2	18,9
Zobowiązania razem	54,7	16,3	64,2	18,9

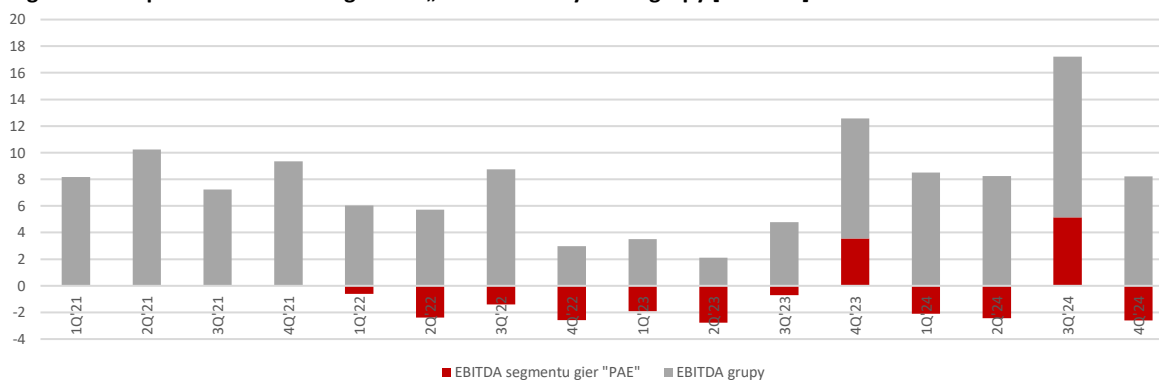
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Aktywa kryptograficzne [tys. PLN]

	1Q'23	2Q'23
Kryptowaluty USDC	5 655	5 165
Kryptowaluty MATIC	297	-
Kryptowaluty NEAR	61	576
pozostałe	3	5
Razem	6 016	5 746

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozowana przez nas EBITDA segmentu „PAE” na tle wyników grupy [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

Mimo turbulencji w 2022 r., podkopujących zaufanie do technologii blockchain (takich jak upadek kryptowaluty Terra Luna, czy bankructwo FTX – jednej z największych giełd kryptowalut), rok ten dla branży blockchain można zaliczyć do udanych. Według platformy DappRadar, w sektorze gier blockchain liczba unikalnych aktywnych portfeli kryptowalutowych (UAW) wzrosła r/r o 60%, osiągając średnio poziom 1,15 mln liczby dziennych UAW, zaś liczba transakcji dokonywanych w sieci wzrosła do 7,4 mld (37% r/r). Z kolei MarketsandMarkets w swoim raporcie szacuje, że wartość rynku gier blockchain wyniosła 4,6 mld USD w roku 2022 oraz prognozuje jej wzrost w 2027 roku do 65,7 mld USD. Ten potencjał wzrostu dostrzegany jest przez inwestorów – według DappRadar, wartość inwestycji w tym sektorze wyniosła w 2022 roku 7,6 mld USD (wzrost o 105% r/r).

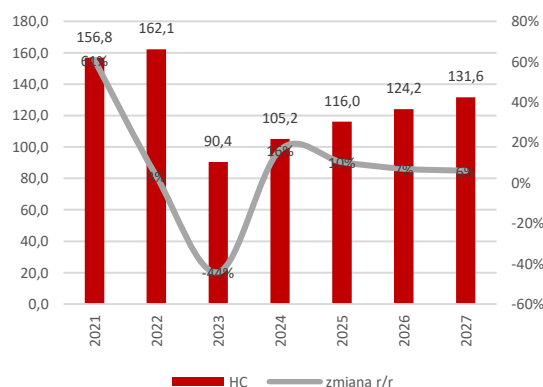
WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 6,0%, premia za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% a współczynnika beta = 1,2. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest BoomBit.

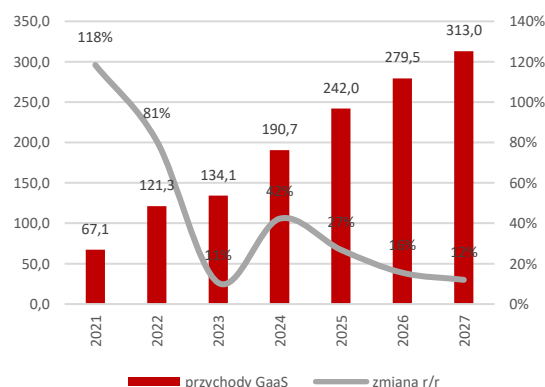
Główne założenia modelu:

- W 2023 roku oczekujemy, że spółka wypracuje 247,4 mln PLN przychodów, 20,0 mln PLN adj. EBITDA oraz 8,0 mln PLN adj. zysku netto n.j.d. Zakładamy, że koszt UA oraz koszt udziału deweloperów gier w przychodach (rev share) wyniosą w tym okresie 147,6 mln PLN (-24,9% r/r). Szacujemy, że za 37% przychodów odpowiadać będzie segment gier HC, generując 90,4 mln PLN, 139,4 mln PLN wypracuje Non-HC, a PAE dołoży od siebie 9,3 mln PLN.
- W 2024 r. oczekujemy, że koniem pociągowym wyników będą zarówno nowe własne gry mid-core/casual jak i segment wydawniczy. W całym roku prognozujemy, odbicie przychodów z segmentu gier hyper-casual na poziomie 16% r/r do 105,2 mln PLN (65% wyniku osiągniętego w 2022 r.). Szacujemy, że gry Non HC urosną o ok. 41% do 196,0 mln PLN. W całym 2024 roku zakładamy 320,0 mln PLN przychodów, 38,6 mln PLN adj. EBITDA oraz 21,0 mln PLN adj. zysku netto n.j.d.
- W związku z ostatnimi słabymi odczytami przychodowymi segmentu gier hyper-casual (powodem m.in. spadek ilości premier, zmniejszenie skali kampanii marketingowych, spadek eCPM i słabszy USD) i bardzo dobrym 2022 r. oczekujemy, że rok 2023 r. przyniesie (ok. 44% r/r) spowolnienie dynamik monetyzacji gier tego typu. W kolejnych latach zakładamy ich odbudowę i powrót do stopniowych wzrostów.
- W segmencie Non-HC, w związku oczekiwana poprawą monetyzacji najważniejszej gry „Hunt Royale” w 4Q'23 (efekt największej aktualizacji i powrotu do skalowania) oraz planowanymi premierami kolejnych gier zakładamy wzrost przychodów w 2023 r. i dodatnie dynamiki w kolejnych latach. Jednocześnie w związku ze znaczącym pogorszeniem się r/r wyników segmentu non-GaaS/legacy – prognozujemy jego znaczący spadek na przestrzeni 2023 r. i dalszą regresję w kolejnych latach.

Przychody gier hyper-casual [mln PLN]



Przychody gier Non-HC (bez non-GaaS/legacy) [mln PLN]

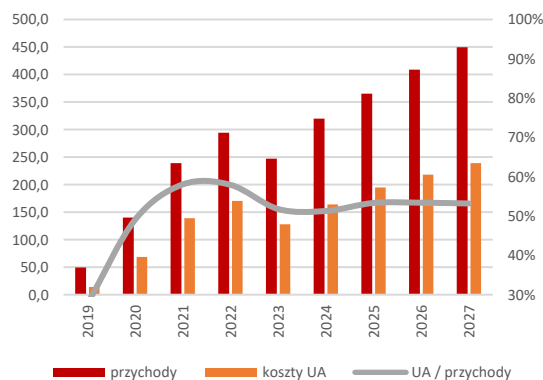


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

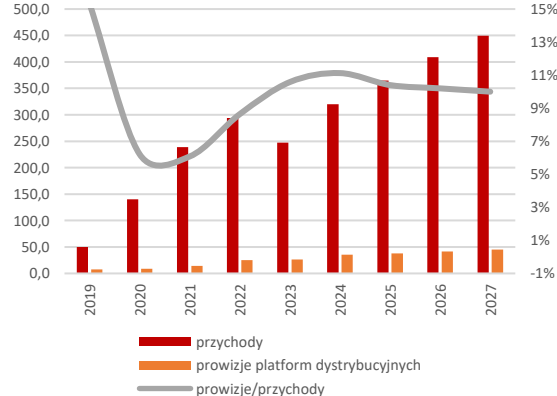
- Szacujemy, że w kolejnych latach koszt UA będzie kształtował się w granicach 52-53% przychodów (spadek w latach 23-25 spowodowany m.in. ujęciem przychodów z ironSource oraz umów z PAE), a koszt prowizji platform dystrybucyjnych ok. 10-11% (wzrost przez zakładany większy udział gier GaaS w przychodach).

Udział UA w przychodach [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

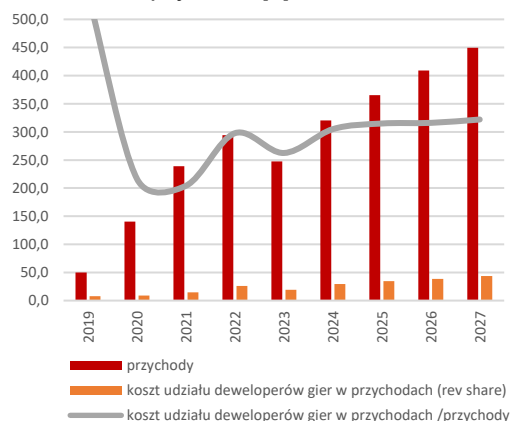
Udział prowizji platform w przychodach [%]



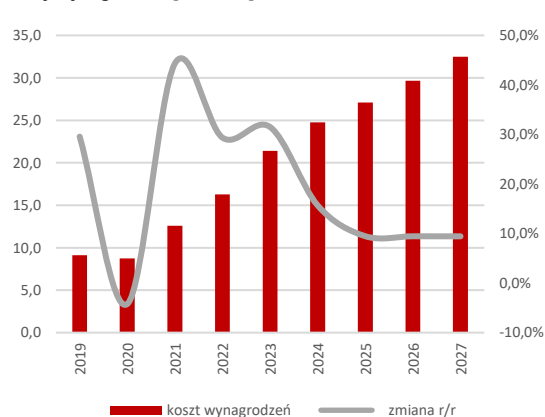
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Innym istotnym kosztem dla działalności BoomBit jest rev. share z producentami gier, których są wydawcą (głównie dotyczy segmentu GaaS/ Non-HC). W związku z zakładanym przez nas rosnącym udziałem tego typu gier GaaS/ mid-core oraz segmentu wydawniczego w naszych prognozach zakładamy wzrost proporcji kosztu udziału deweloperów gier w przychodach w relacji do przychodów w kolejnych latach.
- Przyjmujemy wzrost kosztu wynagrodzeń w kolejnych latach, średnio o ok. 10% r/r.

Udział rev share w przychodach [%]



Koszty wynagrodzeń [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), umożliwia zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. W związku ze skomplikowanym modelem przychodowym spółki (deweloper i wydawca wielu gier) prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie ok. 13-14%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- W naszych kalkulacjach wartości spółki BoomBit wyłączamy wpływ segmentu PEA.
- Spółka wypłaciła łącznie 14,2 mln PLN z zysku za 2022 r., DPS = 1,05 (z czego 3,8 mln PLN zaliczki w grudniu'22, DPS = 0,28 i resztę w lipcu'23). Spodziewamy się kontynuacji wypłat dywidendy w kolejnych okresach.
- Udział mniejszości – uwzględniamy kapitał przypadający na udziały niekontrolujące i dodajemy do niego zdyskontowane przepływy przynależne akcjonariuszom mniejszościowym.
- W pozostałych aktywach finansowych ujmujemy wartość udziałów BBT w akcjonariacie SuperScale.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 14,2 mln akcji (13,5 mln + 705 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 stycznia 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 240,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 17,0 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	320,0	365,0	408,8	449,7	493,3	535,4	577,5	618,8	658,5	698,8
EBIT [mln PLN]	20,2	26,8	31,8	36,6	40,9	43,9	46,5	48,8	50,5	52,3
Stopa podatkowa	13,8%	13,6%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,8	3,6	4,3	4,9	5,5	5,9	6,3	6,6	6,8	7,1
NOPLAT [mln PLN]	17,4	23,2	27,5	31,6	35,4	37,9	40,2	42,2	43,7	45,2
Amortyzacja [mln PLN]	16,8	20,2	22,8	25,1	27,5	29,9	32,6	35,5	38,4	41,5
CAPEX [mln PLN]	-21,9	-23,9	-26,2	-28,7	-31,2	-33,9	-36,8	-39,9	-43,2	-46,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	12,9	19,9	24,7	28,6	32,1	34,5	36,6	38,3	39,5	40,6
DFCF [mln PLN]	11,2	14,8	15,7	15,5	15,0	13,7	12,5	11,2	9,9	8,7
Suma DFCF [mln PLN]	128,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	321,5	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	68,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	197,1									
Udział mniejszości [mln PLN]	-0,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-29,3									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	13,6									
Wartość kapitału [mln PLN]	240,9									
Ilość akcji [mln szt.]	14,2									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	17,0									

Przychody zmiana r/r	29,4%	14,0%	12,0%	10,0%	9,7%	8,5%	7,9%	7,2%	6,4%	6,1%
EBIT zmiana r/r	113,1%	32,4%	18,9%	14,9%	11,8%	7,3%	6,0%	4,9%	3,6%	3,5%
FCF zmiana r/r	287,1%	54,7%	23,7%	15,9%	12,4%	7,3%	6,2%	4,7%	3,1%	2,7%
Marża EBITDA	11,6%	12,9%	13,4%	13,7%	13,9%	13,8%	13,7%	13,6%	13,5%	13,4%
Marża EBIT	6,3%	7,3%	7,8%	8,1%	8,3%	8,2%	8,1%	7,9%	7,7%	7,5%
Marża NOPLAT	5,4%	6,3%	6,7%	7,0%	7,2%	7,1%	7,0%	6,8%	6,6%	6,5%
CAPEX / Przychody	6,8%	6,6%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,6%	6,7%
CAPEX / Amortyzacja	130,1%	118,5%	114,8%	114,1%	113,6%	113,4%	112,9%	112,4%	112,5%	112,9%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-0,7%	-1,2%	-1,2%	-1,2%	-1,1%	-1,2%	-1,4%	-1,4%	-1,7%	-1,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	18,3	18,5	18,8	19,0	19,3	19,6	19,9	20,3	20,7
	1,0	17,5	17,7	17,9	18,1	18,4	18,6	18,9	19,2	19,5
	1,1	16,8	16,9	17,1	17,3	17,5	17,7	18,0	18,2	18,5
	1,2	16,1	16,3	16,4	16,6	16,8	17,0	17,2	17,4	17,6
	1,3	15,5	15,6	15,8	15,9	16,1	16,2	16,4	16,6	16,8
	1,4	14,9	15,1	15,2	15,3	15,4	15,6	15,7	15,9	16,1
	1,5	14,4	14,5	14,6	14,7	14,9	15,0	15,1	15,3	15,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	4,5%	18,9	19,1	19,4	19,7	20,0	20,3	20,7	21,1	21,5
	5,5%	17,4	17,6	17,8	18,0	18,2	18,5	18,7	19,0	19,4
	6,5%	16,1	16,3	16,4	16,6	16,8	17,0	17,2	17,4	17,6
	7,5%	15,0	15,1	15,3	15,4	15,5	15,7	15,8	16,0	16,2
	8,5%	14,1	14,2	14,3	14,4	14,5	14,6	14,7	14,9	15,0
	9,5%	13,3	13,3	13,4	13,5	13,6	13,7	13,8	13,9	14,0
	10,5%	12,6	12,6	12,7	12,7	12,8	12,9	13,0	13,1	13,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	4,5%	21,3	21,0	20,6	20,3	20,1	19,8	19,6	19,3	19,1
	5,5%	19,4	19,0	18,7	18,5	18,2	18,0	17,8	17,6	17,4
	6,5%	17,7	17,5	17,2	17,0	16,7	16,5	16,4	16,2	16,0
	7,5%	16,4	16,1	15,9	15,7	15,5	15,3	15,2	15,0	14,9
	8,5%	15,2	15,0	14,8	14,6	14,4	14,3	14,1	14,0	13,9
	9,5%	14,2	14,0	13,9	13,7	13,5	13,4	13,3	13,2	13,1
	10,5%	13,4	13,2	13,0	12,9	12,8	12,6	12,5	12,4	12,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **18,6 PLN**, natomiast do globalnych **27,6 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy je w naszej wycenie, nadając im wartość odpowiednio po 15%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
11 BIT STUDIOS	7,5	9,4	15,0	4,8	5,7	6,6
ARTIFEX MUNDI	7,0	5,9	-	4,1	2,9	-
CD PROJEKT SA	48,9	74,8	23,9	29,7	37,6	12,2
CREEPY JAR	9,1	8,5	13,5	5,5	5,2	10,0
HUUUGE GAMES	6,5	6,8	7,1	2,4	2,3	1,0
PCF GROUP	39,6	6,8	7,5	20,0	3,9	2,5
PLAYWAY	14,0	14,6	11,4	9,8	10,4	7,1
TEN SQUARE GAMES	7,5	8,4	9,0	4,6	5,5	5,3
Mediana grupy	8,3	8,5	11,4	5,1	5,3	6,6
BoomBit*	7,2	7,2	6,1	3,2	2,8	2,4
Premia/dyskonto dla BoomBit	-12,9%	-15,5%	-46,6%	-37,9%	-47,4%	-64,3%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	12,9	13,3	21,0	17,5	19,5	27,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		15,7			21,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	18,6					

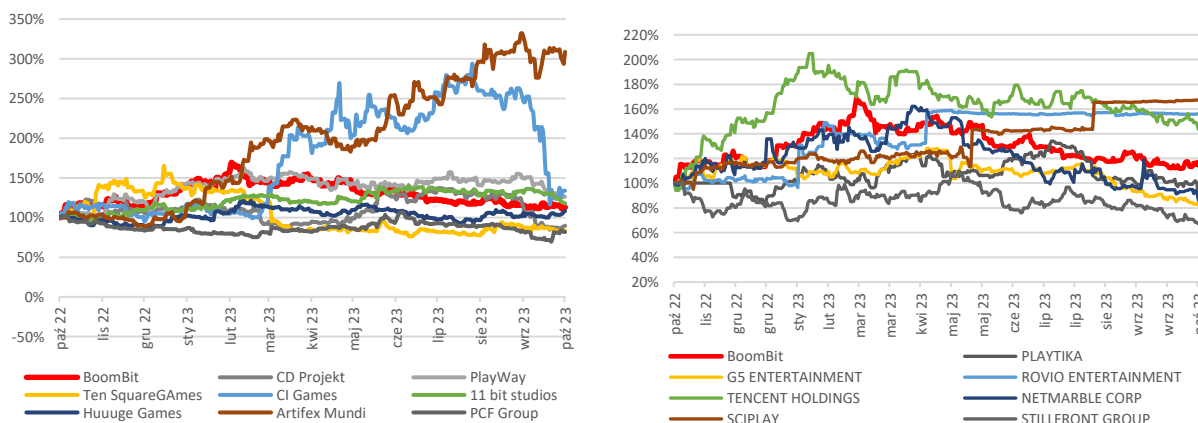
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg*-skoryg. o Program Motywacyjny

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
PLAYTIKA HOLDING CORP	9,5	8,9	7,3	4,8	4,0	-
G5 ENTERTAINMENT AB	8,2	7,8	8,0	2,8	2,4	2,0
ROVIO ENTERTAINMENT OY	21,3	18,4	-	-	-	-
TENCENT HOLDINGS LTD	16,0	14,1	12,1	11,6	10,0	8,9
NETMARBLE CORP	36,5	32,9	-	14,4	12,0	-
SCIPLAY CORP-CLASS A	111,1	45,0	15,7	10,3	9,2	10,5
STILLFRONT GROUP AB	5,0	4,4	4,5	3,7	3,2	2,3
ROBLOX	-20,1	-21,8	-32,0	40,2	29,3	21,4
NEXON	17,8	16,0	14,1	9,1	7,8	-
Mediana	16,9	15,1	10,0	9,7	8,5	8,9
BoomBit*	7,2	7,2	6,1	3,2	2,8	2,4
Premia/dyskonto dla BoomBit	-57,3%	-52,4%	-39,5%	-67,1%	-67,2%	-73,5%
Wycena wg wskaźnika	26,2	23,6	18,5	31,2	30,1	36,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		22,8			32,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	27,6					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg*-skoryg. o Program Motywacyjny

Zachowanie kursów od października 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple i planowanych zmian w polityce Google

W związku ze zmianami polityki prywatności Apple, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych zostało znacznie utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem iOS. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA. Również do swojej zmiany polityki prywatności przygotowuje się Google, co również może przejściowo negatywnie wpłynąć na rynek reklamy i przełożyć się na gorszą rentowność kampanii marketingowych.

2. Ryzyko związane z grami hyper-casual

W związku z dużą konkurencją w segmencie gier HC, istnieje ryzyko nieprzebicia się nowych produkcji do szerszego grona odbiorców i braku rentowności na tych tytułach, co może doprowadzić do odpisów aktualizujących i tym samym negatywnie wpłynąć na wyniki finansowe dewelopera.

3. Ryzyko związane z grami GaaS

W związku ze słabym track recordem spółki w segmencie gier monetyzowanych w formule Games as a Service, istnieje ryzyko niskiej rentowności tego pionu (nieskutecznych kampanii UA), co może doprowadzić do zaniechania dalszych prac w tym zakresie.

4. Ryzyko związane z opóźnieniami w produkcji gier

Produkcja gier jest procesem złożonym i wieloetapowym, zależnym nie tylko od czynnika ludzkiego i realizacji kolejnych etapów pracy nad grą, ale także od czynników technicznych oraz wystarczającego poziomu finansowania. Nietrzymanie założonego harmonogramu produkcji może spowodować opóźnienie premiery gry, co może mieć negatywny wpływ na poziom sprzedaży określonego produktu i uniemożliwić osiągnięcie przez spółkę oczekiwanych wyników finansowych.

5. Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej

Obecnie najważniejszą pozycją przychodów grupy stanowią przychody z reklam, stąd koniunktura w branży reklamowej jest jednym z czynników warunkujących wynik finansowy spółki. Branża reklamy, w tym reklamy internetowej, jest podatna na wahania koniunktury gospodarczej. Szybki wzrost gospodarczy sprzyja rozwojowi wskazanego rynku, natomiast samo spowolnienie wzrostu PKB może spowodować znaczący spadek wartości wydatków reklamowych. Nie można wykluczyć ryzyka istotnego spadku popytu ze strony reklamodawców w okresach pogorszonej koniunktury gospodarczej, co mogłoby prowadzić do spadku przychodów i pogorszenia sytuacji finansowej grupy. Ryzyko koniunktury w branży jest ściśle powiązane z kondycją rynku gier mobilnych, ponieważ gry stanowią zdecydowaną większość reklam wyświetlanych wewnątrz aplikacji.

6. Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki

W negatywnym scenariuszu rozwoju pandemii na świecie, kryzys epidemiologiczny może wywołać spowolnienie gospodarcze, recesję na rynkach giełdowych oraz spowolnienie w realizacji produktów spółki. Wiele czynników jest niezależnych od grupy i może spowodować wyhamowanie projektów.

7. Ryzyko związane z deficytem wykwalifikowanych pracowników na rynku

Większość szkół wyższych w Polsce nie przewiduje edukacji w kierunku zawodów związanych z tworzeniem gier. W efekcie, rynek pracowników w tym zakresie jest wąski. Istnieje ryzyko, że spółka będzie miał czasowe problemy ze znalezieniem osób o kwalifikacjach i doświadczeniu wystarczających do współpracy.

8. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Rynek gier jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga od spółki pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów, a także nad szukaniem nowych nisz rynkowych i tematów gier, które mogłyby zaciekać szeroką grupę odbiorców. Na rynku ciągle pojawiają się nowe produkty, przez co istnieje ryzyko spadku zainteresowania określonymi produktami grupy na rzecz produktów konkurencji.

9. Ryzyko związane z utratą kluczowych członków zespołu

Dla działalności grupy znaczenie mają kompetencje oraz know-how osób stanowiących zespół pracujący nad określonym produktem, a także kadre zarządzającą i kadre kierowniczą. Odejście osób z wymienionych grup może wiązać się z utratą wiedzy oraz doświadczenia w zakresie profesjonalnego projektowania gier. Utrata członków zespołu pracującego nad danym produktem może negatywnie wpłynąć na jakość danej gry oraz na termin jej oddania, a co za tym idzie na wynik sprzedaży produktu i wyniki finansowe.

10. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

Na działalność spółki duży wpływ mają nowe technologie oraz rozwiązania informatyczne. Ze względu na dużą dynamikę rozwoju rynku technologicznego, dla spółki koniecznym staje się ciągłe monitorowanie wchodzących nowości oraz ich szybka implikacja. Potencjalnym ryzykiem dla grupy jest niedostosowanie się do zmieniających się warunków panujących na rynku, ze względu na brak możliwości technologicznych szybkiego dostosowania się lub przez wysokie koszty adaptacji nowych rozwiązań.

11. Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR

Ze względu na fakt, iż spółka ponosi koszty wytworzenia w PLN, natomiast zdecydowana większość przychodów realizowana jest w walutach obcych, czynnikiem ryzyka, z jakim ma do czynienia, jest ryzyko wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walutowych. Ryzyko to dotyczy szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

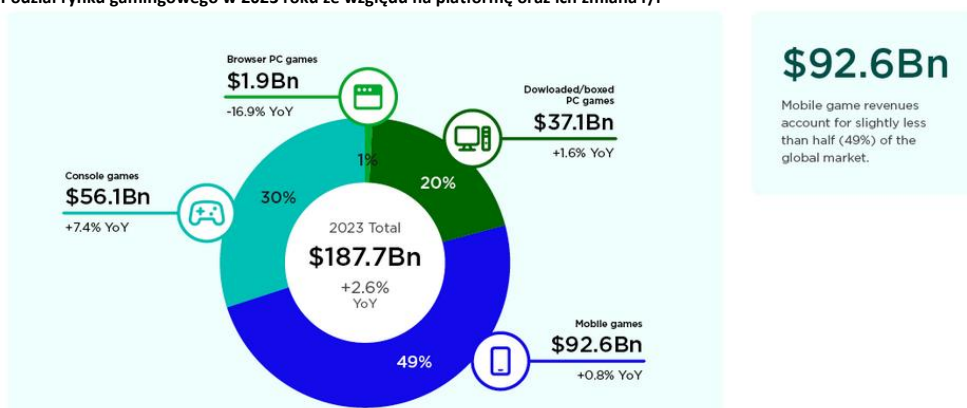
OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo w 2023 roku światowy rynek gier pomimo trudnych czynników makroekonomicznych wygeneruje przychody w wysokości 187,7 mld USD, co stanowi wzrost o 2,6% r/r. Za jego progresję odpowiadać będą rynki wschodzące oraz dobry performance najlepszych hitów.

Na poniższym wykresie widać, że segment gier mobilnych odnotuje wzrost przychodów r/r o +0,8% do poziomu 92,6 mld USD. Progresja ta będzie znacznie niższa niż w poprzednich latach, a związane to jest m.in. z wyzwaniem z monetyzacją i pozyskiwaniem użytkowników (efekt zmian polityki prywatności Apple oraz Google). Tym samym mobilni deweloperzy zostają poniekąd zmuszeni do zmiany strategii i eksperymentów m.in. w zakresie marketingu, co przekłada się na niższą dynamikę wzrostu tego segmentu. Mobile cały czas pozostaje najważniejszym segmentem gier pod względem wydatków konsumentów, stanowiąc nieco mniej niż połowę całego globalnego rynku.

Konsole pozostaną drugim co do wielkości segmentem rynkowym, generując 56,1 miliarda USD w 2023 roku, co stanowi 30% całego rynku. Gry konsolowe będą również głównym pociągowym przychodów całego rynku w 2023 roku, dzięki wzrostowi na poziomie +7,4% r/r. Wiele z największych tytułów początkowo planowanych na lata 2020-22 zostało uruchomionych w 2023 r., co istotnie wpływa na wzrost wyników tego segmentu w tym okresie. Wiele z tych tytułów (np. „Hogwarts Legacy”) przyczyniło się również do wzrostu przychodów na platformie PC. Firma analityczna prognozuje, że segment ten urośnie w tym roku zaledwie o 0,5% i osiągnie 39,1 mld USD. Jego gorszy performance od rynku konsolowego wynika m.in. z wydania części dużych tytułów jedynie na konsolach i opóźnieniu premier na PC (np. ekskluzywne wydanie gry „Final Fantasy XVI” na platformie PS).

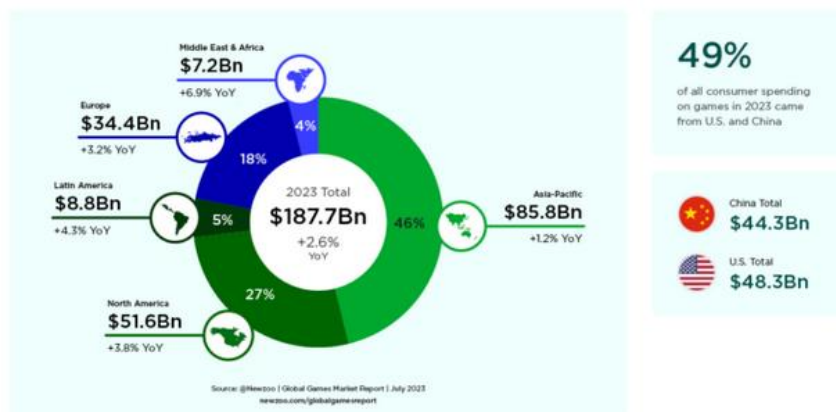
Podział rynku gamingowego w 2023 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

Większość regionów będzie cieszyć się solidnym wzrostem przychodów z gier w 2023 roku. W Ameryce Północnej wzrosną one o +3,8% osiągając 51,6 miliarda USD, w Europie natomiast wzrost wyniesie +3,2%, a przychody sięgną 34,4 mld USD. Razem te dwa regiony stanowiąc będą 46% światowych przychodów z rynku gier w 2023 roku. Bliski Wschód i Afryka oraz Ameryka Łacińska będą rosły odpowiednio o +6,9% i +4,3%. Obszar Azji-Pacyfiku będzie największym regionem gier w 2023 roku, stanowiącym 46% światowych przychodów. Jednakże, zaledwie +1,2% wzrostu przychodów w skali roku w 2023 roku, oznacza, że wzrost w tym rejonie pozostaje w tyle za resztą świata. Wolniejszy niż zwykle wzrost wynika z faktu, że rynek chiński obniża średni wzrost regionu, osiągając zaledwie +0,7% wzrostu r/r.

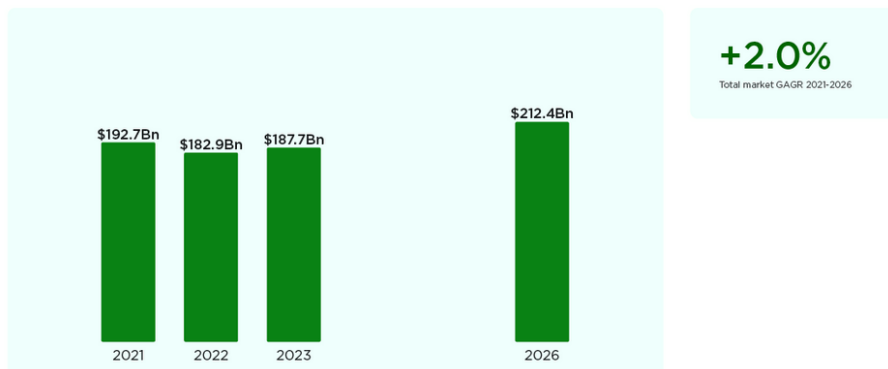
Globalny rynek gamingowy w 2023 r.



Źródło: Newzoo

Według prognoz firmy analitycznej na przestrzeni 2021-2026 globalny rynek gier będzie rósł średniorocznie o ok. 2% osiągając w 2026 r. 212,4 mld USD.

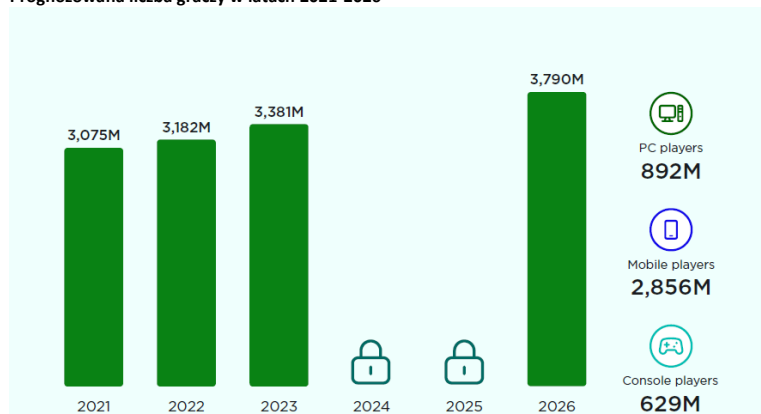
Wartość rynku gier 2021-2026



Źródło: Newzoo

Liczba graczy na całym świecie wzrosła do 3,38 miliarda w 2023 roku, co stanowi wzrost o +6,3% w skali roku. Większość nowych użytkowników pochodzi z segmentu mobilnego.

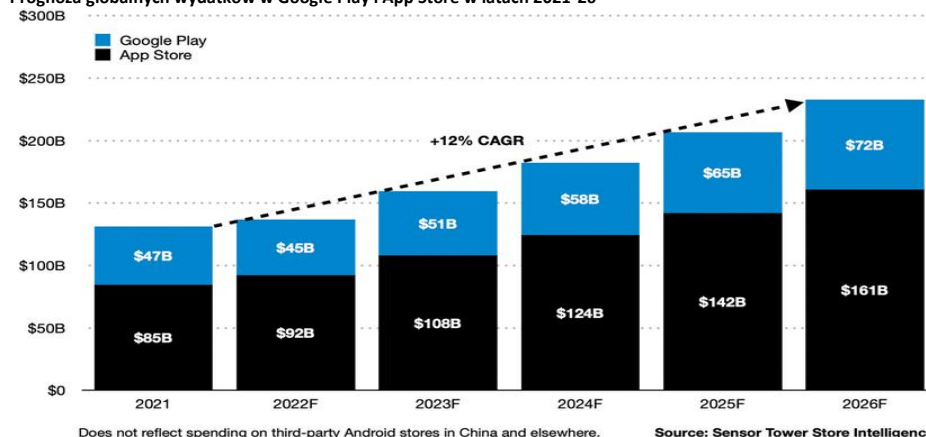
Prognozowana liczba graczy w latach 2021-2026



Źródło: Newzoo

Live-ops stały się standardową strategią monetyzacji gier mobilnych potrzebną do osiągnięcia sukcesu w tej branży. 91% najpopularniejszych gier na świecie wspiera swoje tytuły poprzez takie działania. 97% przychodów z najpopularniejszych gier pochodzi właśnie z wykorzystania tej strategii monetyzacji.

Prognoza globalnych wydatków w Google Play i App Store w latach 2021-26



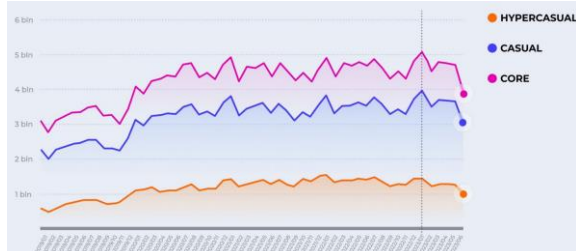
Źródło: sensortower.com

Według portalu SensorTower do 2026 r. globalne wydatki konsumentów na aplikacje premium, zakupy w aplikacjach i subskrypcje wyniosą 233 miliardy USD w Apple App Store i Google Play. To o 77% więcej niż 132 miliardy USD, które konsumenci wydali w 2021 roku. Choć nawyki związane z wydatkami konsumenckimi uległy normalizacji od czasu skoku podczas pandemii, przychody brutto w obu sklepach z aplikacjami będą nadal rosły każdego roku, przy 12% złożonej rocznej stopie wzrostu (CAGR), osiągając 233 miliardy USD w 2026 r.

GRY HYPER-CASUAL

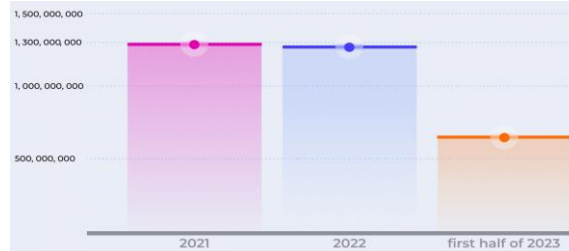
Pionowa przerywana linia na poniższym wykresie oznacza początek 2023 roku. Od tego czasu rynek nie rozwijał się przez ponad sześć miesięcy. Co więcej, sektory gier casual, core i hyper-casual wykazuje tendencję spadkową. Spadek ten oznacza zwiększoną konkurencję dla tych, którzy chcą pozostać na rynku (rosną oczekiwania potencjalnych użytkowników co atrakcyjności projektów). Zdaniem lidera w segmencie gier hyper-casual, czyli firmy Azur Games, gry HC stoją przed tymi samymi wyzwaniami związanymi z wielkością rynku, co tytuły casualowe czy core. Jednakże wbrew różnym prognozom z przeszłości, nie oznacza to, że gatunek ten wymiera.

Pobrania w poszczególnych miesiącach 2019-2023 r. [mld]



Źródło: azurgames.com

Pobrania gier Hyper-Casual firmy Azur Games (lider) w latach 2021-2022



Źródło: azurgames.com

Zdaniem Azur Games sytuacja jest jednak bardziej skomplikowana, niż mogłoby się wydawać na pierwszy rzut oka. Podczas gdy liczba pobrań utrzymuje się na tym samym wysokim poziomie (prawie 1,3 mld instalacji gier HC w latach 2021 i 2022, przy ponad 600 mln pobrań w 1H'23), eCPM spadł, a zarówno rozwój gier, jak i marketing wymaga obecnie zaangażowania większej ilości zasobów. Oczekuje się, że wielkość rynku gier HC pozostanie taka sama w najbliższej przyszłości, ale większa konkurencja będzie oznaczać pogorszenie koniunktury.

eCPM



Źródło: azurgames.com

TOP 300 gier HC pobieranych w lipcu '23, wydanych w latach 2010-2023

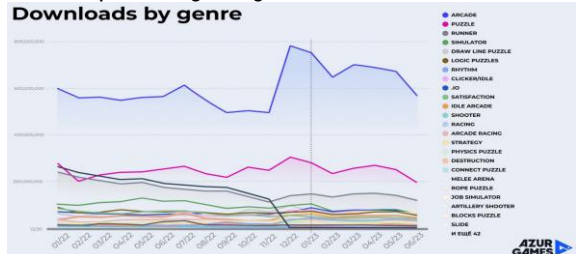


Źródło: azurgames.com

Powyższy wykres dotyczący eCPM zawiera dane wewnętrzne firmy Azur Games. eCPM to krytyczny miernik monetyzacji gier hyper-casual i gatunków hybrydowych, takich jak idle. Naturalnie, najwyższe wskaźniki odnotowano w okresie Covid-19. Stąd było jasne, że po pandemii nastąpi spadek, jednak był on silniejszy, niż wielu się spodziewało. Światowe pogorszenie koniunktury gospodarczej i cięcie kosztów przez dużych reklamodawców, w połączeniu z wejściem na rynek nowych gier i utrzymaniem popularności starych hitów, skutkuje dużą podażą, niskim popytem i spadkiem eCPM.

Dodatkowo na powyższym wykresie widać, że z 300 gier najchętniej pobieranych na początku lipca 2023 r., 73% stanowią gry wydane w latach 2020-22, a gry debiutujące w 2023 to zaledwie 8%. Azur Games spodziewa się jednak, że gry opracowane według nowych metod wejdą na rynek i odniosą znaczący sukces. Wprowadzenie nowych, wysokiej jakości tytułów, może wzbudzić zainteresowanie graczy, tworząc sytuację, w której podaż napędza popyt.

Pobrania w podziale na gatunki gier HC



Źródło: azurgames.com

TOP 15 najlepszych gier HC, które zadebiutowały w 2023 r.

TOP	APP	PUBLISHER	DOWNLOADS	RELEASE DATE
1	BURGER PLEASE!	Supercient	30,326,101	07 Feb'23
2	MAKEOVER SALON: MAKEUP ASMR	PlayOn Global LTD	22,724,518	16 Jan'23
3	SHAPE SHIFTING: RACE GAME	Bravestars Casual	18,610,677	05 Jan'23
4	HOME RUSH: DRAW TO GO HOME	Miral Studio PTE. LTD	18,215,973	12 Apr'23
5	DRAW TO HOME: BIRAN PUZZLE	Lanna Gomez Game	14,679,846	28 Feb'23
6	FASHION FAMOUS: DRESS UP GAME	Paratoon	13,615,271	25 Jan'23
7	STICK FIGHT: ENDLESS BATTLE	Metagame.Ltd	12,436,766	18 Jan'23
8	HUOY'S FUNNY ANIMATED STORY	Games on Mars	9,339,873	12 Mar'23
9	CLACKERS MASTER: LATTO LATTO	Owin Games	9,333,310	06 Jan'23
10	HOARDING AND CLEANING	FTY LLC.	7,269,372	16 Feb'23
11	FAMOUS FASHION - DRESS UP GAME	PlayOn Global LTD	7,040,658	20 Apr'23
12	PRESSURE WASHING: RUN	Rollie Games	6,794,903	09 Jan'23
13	STICK BATTLE: ENDLESS WAR	HIGAME Global	6,457,963	14 Feb'23
14	ARM WRESTLING MASTER	GOODROID,Inc.	5,892,685	08 Feb'23
15	TOILET MONSTER: HIDE N SEEK	Tiger 3D Studio	5,221,082	20 May'23

Źródło: azurgames.com

Powyżej prezentujemy TOP 15 najlepszych gier HC wydanych w 2023 r. Zwracamy uwagę, iż pomimo przewidywań z przeszłości dotyczących upadku tego rodzaju gier, rok 2023 udowodnia, że branża gier hyper-casual żyje. Kluczowe dla deweloperów i wydawców nie jest poszukiwanie niszy z dużą liczbą pobrań lub zakupów w grach, ale wspieranie rozwoju gier w oparciu o dogłębną analizę rynku i konkurencji. **Podsumowując, dla tych, którzy potrafią dostosować się do zmian rynkowych, perspektywy nie są ponure. Rośnie liczba zakupów w grach, a branża może wkrótce odczuć ożywienie, szczególnie w regionach o niższych dochodach. Wraz z rozprzestrzenianiem się urządzeń mobilnych coraz więcej osób zaczyna grać w gry.**

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 2Q'23

Wyniki za 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23	zmiana r/r	2Q'23S	odchyl.	2Q'23P BDM	odchyl.
Przychody	81,9	62,8	-23,4%	62,8	0,0%	62,4	0,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,5	5,9	-9,1%	5,9	0,0%	6,1	-3,4%
EBITDA	5,7	2,1	-63,0%	2,1	0,0%	3,9	-45,7%
Gry mobilne	8,1	4,9	-39,8%	-	-	6,2	-21,3%
Gry „Play-and-Earn”	-2,4	-2,8	16,0%	-	-	-2,3	20,1%
EBITDA skoryg.*	6,4	2,8	-57,0%	-	-	4,3	-36,1%
Gry mobilne	8,8	5,5	-37,3%	-	-	6,6	-16,6%
Gry „Play-and-Earn”	-2,4	-2,8	16,0%	-	-	-2,3	20,1%
EBITDA skoryg.**	5,4	4,8	-12,0%	-	-	4,8	0,3%
EBIT	2,5	-0,1	-	-	-	1,0	-105,8%
Zysk netto	2,0	6,7	244,5%	6,7	0,0%	0,9	691,4%
Zysk netto n.j.d.	2,3	9,8	331,6%	-	-	3,1	214,7%
Zysk netto n.j.d. skoryg.***	2,0	4,5	127,2%	-	-	3,5	28,1%
Marża brutto na sprzedaży	8,0%	9,4%		9,8%		9,8%	
Marża EBITDA	7,0%	3,4%		3,4%		6,3%	
Marża EBITDA skoryg.*	7,9%	4,4%		-		7,0%	
Marża EBITDA skoryg.**	6,6%	7,6%		-		7,7%	
Marża zysku netto	3,1%	-0,1%		-		1,7%	
Marża zysku netto n.j.d.	2,8%	15,6%		-		5,0%	
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.***	2,4%	7,2%		-		5,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *-skoryg. o koszty PM22-24; **-skoryg. o koszty PM22-24 i pozostałą działalność operacyjną***- skoryg. o PM, wycenę udziałów w SuperScale I i pozostałą działalność operacyjną

W drugim kwartale 2023 r. BBT zanotował spadek **przychodów** na poziomie 23,4% r/r (efekt słabszej monetyzacji gier HC spowodowanej mniejszą ilością premier oraz niższymi wydatkami na marketing) generując 62,8 mln PLN (z czego za 0,5 mln PLN odpowiadał segment PAE). W omawianym okresie **koszt własny sprzedaży** wyniósł 56,8 mln PLN (-24,6% r/r, -4,4% q/q) i **był zbliżony do naszych oczekiwań**. Jego spadek wynikał w głównej mierze z obniżenia wydatków na marketing gier o 33,1% r/r i 6,8% q/q do poziomu 33,6 mln PLN oraz regresji kosztów rev share (-24,6% r/r, -4,6% q/q) do kwoty 5,1 mln PLN. Z drugiej strony r/r urosły koszty związane z prowizją platform (efekt wyższego udziału mikropłatności) oraz w związku z dalszym wzrostem skali biznesu zwiększył się poziom wynagrodzeń (5,3 mln PLN; +31,4% r/r, 10,9% q/q) i okazał się wyższy od naszych założeń. Na poziomie zysku brutto ze sprzedaży BBT zanotował 5,9 mln PLN (-9,1% r/r), **co było poziomem zbliżonym do naszych oczekiwań**. W omawianym kwartale koszty ogólnego zarządu sięgnęły 4,5 mln PLN (-9,2% r/r, +1,7% q/q). Przypominamy, że w kosztach bieżącego okresu BBT zapoznał rezerwy dotycząca programów motywacyjnych. Łączna kwota z tego tytułu, obciążająca w całości koszty ogólnego zarządu wyniosła 0,7 mln PLN. Przychody operacyjne pozostałe w 2Q'23 wyniosły -0,1 mln PLN, a pozostałe koszty były równe 1,9 mln PLN (z czego 0,2 mln PLN dotyczy odpisu z tytułu utraty wartości należności w jednostkach powiązanych). **Sumarycznie pozostała działalność operacyjna miała wpływ na pomniejszenie wyników z działalności operacyjnej o 2,0 mln PLN, czym negatywnie nas zaskoczyła (vs nasz założenia na poziomie -0,4 mln PLN)**. Łączna kwota wydatków poniesionych w związku z realizacją projektów blockchainowych wyniosła w 2Q'23 3,5 mln PLN (vs 4,2 mln PLN w 1Q'23), z czego w P&L ujęte zostało 2,6 mln PLN. W analizowanym okresie **EBITDA** wyniosła 2,1 mln PLN i była niższa o 63,0% w porównaniu do 5,7 mln PLN w analogicznym okresie 2022 roku. 4,9 mln PLN EBITDA wypracował segment gier mobilnych (-39,8% r/r), a -2,8 mln PLN gry „PaE” (vs -2,4 mln PLN w 2Q'22 i -1,9 mln PLN w 1Q'23). **Skorygowana EBITDA** (o 0,7 mln kosztów programu motywacyjnego i 2,0 mln PLN pozostałej działalności operacyjnej) wyniosła 4,8 mln PLN (-12,0% r/r) i **była zgodna z naszymi oczekiwaniami, co oceniliśmy neutralnie**. W omawianym okresie przychody finansowe sięgnęły 10,3 mln PLN (z czego 10,1 mln PLN dotyczy aktualizacji wartości udziałów w SuperScale), a koszty finansowe 43 tys. PLN. **Zysk netto** spółki w 2Q'23 wyniósł 6,7 mln PLN (+244,5% r/r, z czego 9,2 mln PLN dotyczyło segmentu gier mobilnych, a -2,5 mln PLN „PaE”). **Zysk netto n.j.d.** sięgnął 9,8 mln PLN (+331,6% r/r), a **skorygowany zysk netto n.j.d.** wyniósł 4,5 mln PLN (+127,2% r/r) i **był wyższy od naszych prognoz**. W 2Q'23 CF operacyjny był równy 5,5 mln PLN, CF inwestycyjny = -5,5 mln PLN, CF finansowy = 30 tys. PLN. **Na koniec czerwca'23 spółka posiadała 46,7 mln PLN środków pieniężnych (-0,1 mln PLN q/q) vs 39,0 mln PLN na koniec czerwca'22.**

W tym roku BBT podpisał już 7 umów wydawniczych, ponadto wiele gier jest obecnie w fazie testów. **Spółka spodziewa się, że na przełomie roku powinny się pojawić pierwsze tytuły będące efektem tych kooperacji. Jeżeli chodzi o wewnętrzną produkcję, spółka duże nadzieje wiąże z wydaną we wrześniu grą Idle Farm, której pierwsze wyniki są bardzo obiecujące.** W najbliższym czasie w grupie pojawią się nowe gry oraz nowe obszary działalności, które będą monetyzowane. Spółka patrzy w przyszłość z optymizmem. **Co do zmian cennika Unity, ok. 95% przychodu reklamowego grupy BBT jest mediowane przez Unity LevelPlay, w związku z czym nie przewiduje ona istotnego wpływu tych zmian na swoją działalność operacyjną oraz przyszłe wyniki finansowe.**

FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZA NA 3Q'23

Spółka podała szacunki przychodów za 3Q'23, które wyniosły 55,3 mln PLN, czyli spadły o 24,9% r/r i 11,9% q/q. Za ok. 59% przychodów odpowiadały gry z segmentu non-HC generując 32,9 mln PLN (+9,9% r/r), 37% dołożył od siebie segment hyper-casual = 20,2 mln PLN (-54,2% r/r), a pozostałe 2,2 mln PLN segment PAE (w porównywanym okresie nie odnotowano wpływów z blockchainowych projektów). Na przestrzeni 3Q'23 BoomBit znacząco ograniczył koszty UA, które sięgnęły 28,2 mln PLN (-32,6% r/r, -16,0%). W związku ze wzrostem udziału przychodów z gier Mid-Core (w tym z mikrotransakcji), wzrosły koszty prowizji platform dystrybucyjnych w relacji do przychodów z 8,7% w 3Q'22 do 10,3% w 3Q'23 i wyniosły 5,7 mln PLN (-11,4% r/r). Oczekujemy pozytywnego wpływu różnic kursowych w okolicach 0,9 mln PLN. Ponadto w związku ze aprecjacją EUR względem PLN na przestrzeni ostatniego kwartału, spodziewamy się ok. 0,5 mln PLN przychodów finansowych ze wzrostu wartości godziwej SuperScale. Prognozujemy, że w całym 3Q'23 BoomBit osiągnął 5,2 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiada za 5,9 mln PLN a „PAE” za -0,7 mln PLN), 1,7 mln PLN EBIT oraz 2,6 mln PLN zysku netto na jednostkę dominującą.

Pod względem wyników wybieramy okres 3Q'23 neutralnie. Spółka na przestrzeni omawianego kwartału intensywnie rozwijała wiele nowych projektów (m.in. blockchain, gry własne + wydawnictwo) wprowadzając je w zaawansowaną fazę. W związku z powyższym liczymy, że w zbliżającym się czasie zaczną czerpać pierwsze owoce z czynionych od wielu miesięcy inwestycji, a co realnie przełoży się na poprawę wyników.

Gry Hyper Casual - w okresie letnim ograniczono nakłady na UA (sezonowość, mniej graczy i ich mniejsza aktywność), co przełożyło się również na niższe przychody w tym okresie. W związku z tym, iż spółka przeniosła część sił produkcyjnych na tworzenie gier mid-core/ casual, na mniejszą skalę niż kiedyś pracuje nad prototypami gier HC.

Gry mid-core/ casual - w pipeline obecnie 2 gry sportowe (premiera 1Q'24), spółka liczy na szeroki portfel gier zewnętrznych (7 umów wydawniczych), z czego jedna z tych gier zadebiutuje w 4Q'23, dwa najciekawsze tytuły z wydawnictwa to „Train King Tycoon” (SL w 4Q'23) i „Down of Ages” (SL początek 2024 r.). Niedawno wydana nowa gra „Idle Farm” (wrzesień'23) zdaniem spółki ma szansę, żeby się stać jednym z mocniejszych tytułów grupy.

„**Hunt Royale**” – w listopadzie będzie miała największą aktualizację do gry (dużo nowego contentu).

BoomLand/ „Hunters On-Chain” - gra jest Mainnecie, co oznacza, że jest już „live” ale cały czas jest w EA (taki soft launch z niską ilością graczy, żeby sprawdzić czy, wszystkie funkcjonalności działają poprawnie. Na listopad'23 zaplanowana jest kolejna runda finansowania w wysokości 1,2 mln USD, na marketing tej gry. Emisja tokena BOOM planowana jest na 4Q'23. Globalna premiera „Hunters On-Chain” będzie miała miejsce jeszcze w 4Q'23.

PlayEmber - w PlayEmber w 3Q'23 zrealizowano milestone na kolejny grant od NEAR (z tego tytułu otrzymała 350 tys. USD – jednorazowo rozpoznany przychód w 3Q'23).

Inne:

- Spółka zamierza wypłacić dywidendę za 2023 r.

- Nowa polityka opłat Unity – strategiczni partnerzy, do których należy BoomBit, mają być zwolnieni z tej opłaty dla wszystkich gier na mediacji reklamowej Unity. Około 95% przychodu reklamowego grupy BBT jest mediowane przez Unity LevelPlay, stąd też zmiany te nie powinny mieć istotnego negatywnego wpływu na jej biznes.

Prognozy wyników na 3Q'2023 [mln PLN]

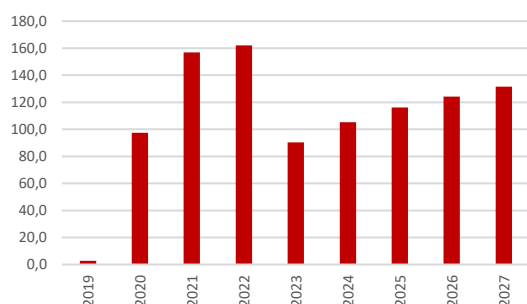
	3Q'22	3Q'23P	zmiana r/r	1-3Q'22	1-3Q'23P	zmiana r/r
Przychody	73,6	55,3	-24,9%	221,7	183,5	-17,2%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,0	5,3	-24,3%	18,7	17,2	-8,3%
EBITDA	8,7	4,8	-45,4%	20,5	10,4	-49,3%
EBITDA skoryg.*	9,3	5,2	-44,4%	21,8	10,6	-51,4%
Gry mobilne	10,7	5,9	-45,0%	26,2	16,0	-39,0%
Gry „Play-and-Earn”	-1,4	-0,7	-	-4,4	-5,4	-
EBIT	5,7	1,7	-69,4%	11,1	1,9	-83,0%
Zysk netto	3,5	1,8	-48,0%	7,7	8,9	15,5%
Zysk netto n.j.d.	4,2	2,6	-37,1%	8,7	14,8	69,5%
Marża brutto na sprzedaży	9,5%	9,5%		8,4%	9,3%	
Marża EBITDA	11,9%	8,6%		9,2%	5,7%	
Marża EBITDA skoryg.*	12,6%	9,3%		9,8%	5,8%	
Marża EBIT	7,7%	3,1%		5,0%	1,0%	
Marża zysku netto n.j.d.	5,7%	4,8%		3,9%	8,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ; *-skoryg. o koszty PM22-24

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

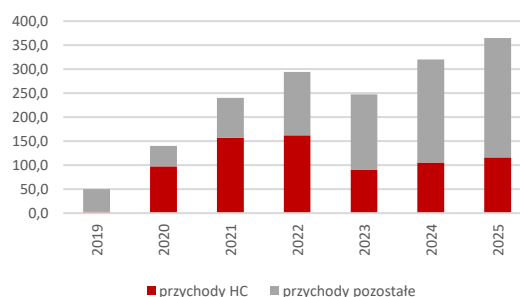
Hyper-casual – do tej pory w 2023 spółka wydała ok. 9 nowych gier hyper-casual na platformach iOS oraz Android vs 17 gier w analogicznym okresie 2022 r. Spadek premier r/r wynika ze skupienia się przez BoomBit na bardziej rozbudowanych grach, w których większy nacisk kładzie się na monetyzację poprzez mikrotransakcje (casual, mid-core). Segment ten na przestrzeni I-IX'23 wygenerował 67,8 mln PLN przychodów (udział w całości na poziomie 37%), co oznacza spadek r/r o 46,4%. Tak słaby performance gier HC to efekt m.in. mniejszej ilości premier, zmniejszenia skali UA, słabszego USD oraz spadku eCPM. Spółka aktualnie posiada kilkadziesiąt gier ma na etapie testów, które tworzone są w oparciu o głębszą meta rozgrywkę (potocznie nazywane hybrid-casual). W kolejnych miesiącach tego roku, w związku z oczekiwaną większą ilością premier i ponownym podnoszeniem budżetów marketingowych, zakładamy stopniową odbudowę przychodów z tego segmentu. W całym 2023 r. prognozujemy przychody z gier hyper-casual na poziomie 90,4 mln PLN (-44% r/r). Oczekujemy, że po znaczącym spadku monetyzacji na przestrzeni 2023 r., kolejne lata przyniosą odbicie i stopniową poprawę wyników tego segmentu m.in. dzięki większej ilości premier (produkcja wspomagana przez AI, projekty wydawnicze). M.in. w związku z przesunięciem zaangażowania w stronę większych projektów, zakładamy spadek dynamiki wzrostu (vs nasze ostatnie prognozy) na korzyść gier mid-core/casual.

Przychody – segment HC [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

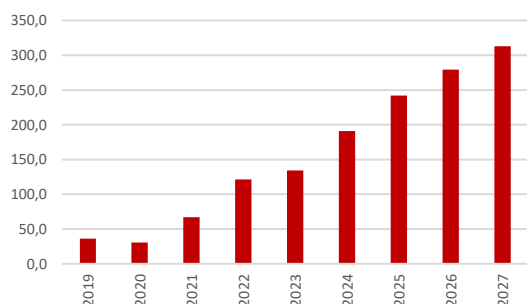
Udział HC w całości przychodów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

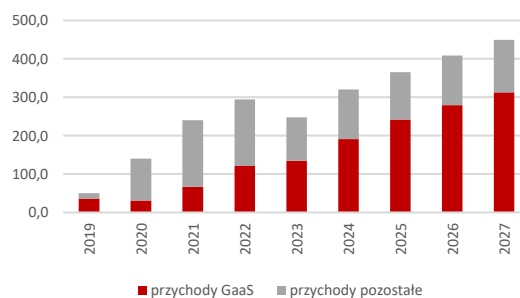
Non - HC – do tej pory w 2023 spółka wydała 4 nowe gry mid-core oraz łącznie ok. 8 gier w modelu premium na platformach Nintendo Switch i Steam (odpowiednio 2 i 26 w analogicznym okresie 2022 r.). Segment ten na przestrzeni I-IX'23 wygenerował 112,7 mln PLN przychodów (udział w całości na poziomie 61,5%), co oznacza wzrost r/r o 17,0%. Lepszy performance r/r to efekt przede wszystkim gry „Hunt Royale”, która wypracowała w tym okresie 62,3 mln PLN (+9,5% r/r), stanowiąc tym samym 34% wszystkich przychodów grupy i 55,3% gier Non-HC. Spółka aktualnie posiada kilkanaście gier mid-core/casual na etapie testów i kilka w soft launch'u. W ostatnich miesiącach tego roku, w związku z oczekiwanymi kolejnymi premierami, dużą aktualizacją „Hunt Royale”, jak i skalowaniem najważniejszych tytułów, zakładamy stopniową poprawę przychodów z tego segmentu. W całym 2023 r. prognozujemy przychody z gier Non-HC (bez non GaaS/legacy) na poziomie 134,1 mln PLN (+10,5% r/r). Zwracamy uwagę na ambitne plany spółki co do tego segmentu. W 2024 r. BBT planuje dysponować trzema grami o potencjalne porównywalnym do „Hunt Royale”.

Przychody – segment Non-HC bez non-GaaS/legacy [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

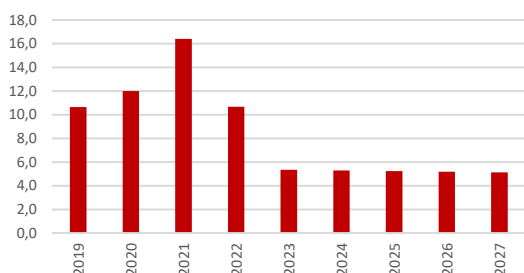
Udział Non-HC (bez non-GaaS/legacy) w całości przychodów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

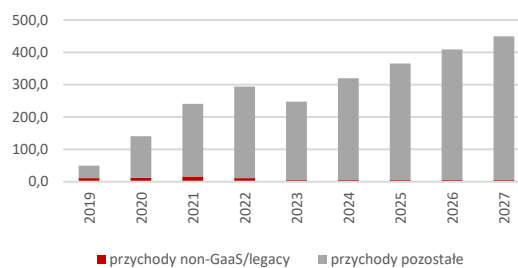
Non-GaaS/legacy – na przestrzeni ostatnich kwartałów, spółka przestała raportować osobno gry GaaS i Non-GaaS/Legacy, ujmując je w jednym segmencie Non-HC. BoomBit kontynuuje wydawanie gier w modelu premium na platformach Nintendo Switch i Steam (do tej pory w 2023 spółka wydała ok. 8 tytułów) jak i wspiera dotychczasowy portfel gier w gatunkach, w których posiada pozycję wiodącego producenta, tj. Driving Simulator i Bridge. W związku z pogorszeniem się r/r wyników segmentu m.in. w związku z mniejszą ilością debiutujących gier non-GaaS/legacy prognozujemy jego spadki w kolejnych latach.

Przychody – segment non-GaaS/legacy [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

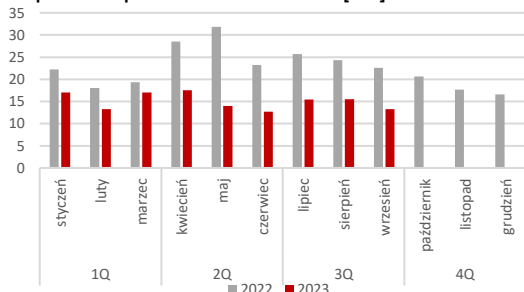
Udział non-GaaS/legacy w całości przychodów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

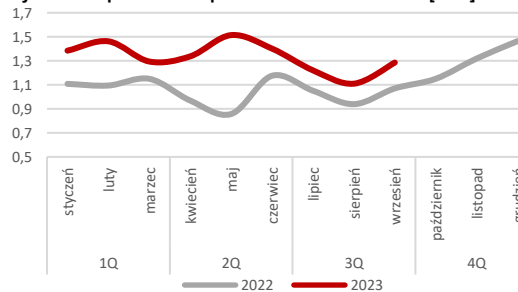
Na przestrzeni 2023 r. znacząco spadła ilość pobieranych gier spółki (-37,1% vs analogiczny okres 2022 r.), do czego przyczyniła się mniejsza ilość premier oraz ograniczenie kampanii marketingowych. Z drugiej strony pomimo umocnienia się PLN, poprawie uległ średni przychodów na pobranie (+27,5% vs analogiczny okres 2022 r.), do czego m.in. przyczyniła się gra „Hunt Royale”.

Ilość pobrań na przestrzeni 2022 – IX 2023 [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychód/ na pobranie na przestrzeni 2022 – IX 2023 [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ironSource – w związku z realizacją umowy BBT otrzymał jednorazową płatność (opłata integracyjna) w wysokości 20,9 mln PLN (vs 14,8 mln PLN nasze założenia z poprzedniej rekomendacji) i zobowiązał się utrzymywać określony % przychodów uzyskiwanych z reklam za pośrednictwem mediacji IS (przychody reklamowe) minimum przez okres 24 miesięcy. Wpływ pierwszej płatności z tego tytułu (1/24 otrzymanej opłaty integracyjnej) odnotowany został w wynikach marca’23. Od tego momentu BoomBit rozpoznaje przychód z tytułu otrzymanej opłaty integracyjnej liniowo, przez okres 24 miesięcy (ok. 870 tys. PLN/msc).

Nowa polityka opłat Unity – w ostatnich tygodniach twórca silnika do gier Unity ogłosił zmiany w swojej polityce cenowej i pakietowej. Jest to przełomowy moment dla wielu producentów gier na całym świecie, ponieważ do tej pory Unity oferowało swój silnik w zamian za udział w przychodach lub stałą, wcześniej ustaloną opłatę. Od przyszłego roku firma planuje wprowadzenie opłat dla tytułów, które osiągną określony próg przychodów w ciągu ostatnich 12 miesięcy lub minimalną liczbę instalacji od momentu swojego debiutu na rynku. Zgodnie z informacją uzyskaną od Unity, strategiczni partnerzy, do których należy BoomBit, mają być zwolnieni z tej opłaty dla wszystkich gier na mediacji reklamowej Unity LevelPlay (dawniej Ironsource). Około 95% przychodu reklamowego grupy BBT jest mediowane przez Unity LevelPlay, stąd też zmiany te nie powinny mieć istotnego negatywnego wpływu na jej biznes.

Program motywacyjny na lata 2022-24 – zwracamy uwagę, iż podczas ostatniego NWZA (sierpień’23) przegłosowano zmianę Programu Motywacyjnego dla członków zarządu spółki, podwyższając o 200 000 emisję warrantów subskrypcyjnych do poziomu nie więcej niż 300 000 (100 000 seria D, 200 000 seria F). Aktualnie łącznie oba programy zakładają emisję do 705 000 warrantów subskrypcyjnych (P1/ członkowie zarządu – 300 tys., P2/ pracownicy i współpracownicy – 405 tys.). Szacujemy, że łączny koszt programu może kształtować się na poziomie ok. 6,0 mln PLN. Uważamy PM za ambitny i pomimo obniżenia naszych prognoz utrzymujemy, że jego realizacja jest realna, w związku z czym ujmujemy go w naszym modelu.

Program motywacyjny na lata 2022-2024 [mln PLN]

Skumulowany skorygowany zysk netto n.j.d.	Cel	Realizacja/ prognoza BDM	różnica
2022-2024	53,0	56,2	6,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

SuperScale - w czerwcu’23 w SuperScale przeprowadzono rundę finansowania, w ramach której spółka pozyskała 5,4 mln EUR za nowo wyemitowane udziały (pozyskany kapitał planuje przeznaczyć na rozszerzenie oferty produktowej oraz zasięgu geograficznego). Na podstawie wyceny udziałów w SuperScale, wartość godziwa udziałów BBT została oszacowana 13,6 mln PLN (+10,1 mln PLN względem ostatniej wyceny). Spółka posiada obecnie 11,38% udziałów w kapitale zakładowym SuperScale.

Dofinansowanie NCBiR – w 2020 roku spółka otrzymała dofinansowanie w kwocie 3,8 mln PLN na projekt dotyczący opracowania systemu opartego o algorytm sztucznej inteligencji modyfikującego parametry gry w trakcie trwania rozgrywki w celu maksymalizacji przegródów twórców gier wykorzystujących silnik Unity oraz zwiększenia ich oszczędności w procesie dostosowania gier do potrzeb graczy. Całkowity koszt projektu szacowany jest na 7,2 mln PLN (do końca 2022 r. otrzymano z dofinansowania 2,1 mln PLN). Realizacja projektu rozpoczęła się w 3Q'20 i potrwa do 3Q'23 (w ostatnich miesiącach podpisano aneks do umowy przedłużający okres projektu) – pomniejsza CAPEX kwartalnie o ok. 300 tys. PLN. Spółka ocenia, iż spełnia wszystkie warunki związane z otrzymanym dofinansowaniem.

Dywidenda – spółka wypłaciła łącznie 14,2 mln PLN z zysku za 2022 r., DPS = 1,05 (z czego 3,8 mln PLN zaliczki w grudniu'22, DPS = 0,28). Łączna stopa dywidendy za 2022 r. wyniosła ok. = 9,4%, payout ratio na poziomie = 89,8%. Spodziewamy się kontynuacji wypłat dywidendy w kolejnych okresach.

Zwracamy uwagę, iż na początku 2Q'23 spółka podjęła uchwałę o odstąpieniu od stosowania dotychczas obowiązującej polityki dywidendowej, przedstawionej w prospekcie emisyjnym z 2019 roku (zakładała wypłatę od 40% do 80% skonsolidowanego zysku netto), oraz przyjęła w jej miejsce nową politykę, zgodnie z którą Zarząd planuje rekomendować Walnemu Zgromadzeniu przeznaczenie na dywidendę od 60% jednostkowego zysku netto, w zależności od potrzeb w zakresie płynności spółki (o ile wypracowany zysk jednostkowy będzie umożliwiał taką dystrybucję).

Aktywa finansowe pozostałe – według raportu za 2Q'23 dotyczą pożyczki do SuperScale w wysokości (452 tys. EUR – spłata do 17.08.2025r.). Pożyczka została spłacona w sierpniu'23.

Zobowiązania finansowe pozostałe - według raportu za 2Q'23 dotyczą m.in. zobowiązań finansowych z tytułu uzyskanych pożyczek w wysokości 674 tys. PLN. Pożyczki zostały udzielone w celu sfinansowania kampanii marketingowych promujących projekt oraz spółkę BoomLand FZ-LLC.

Aktywa kryptograficzne:

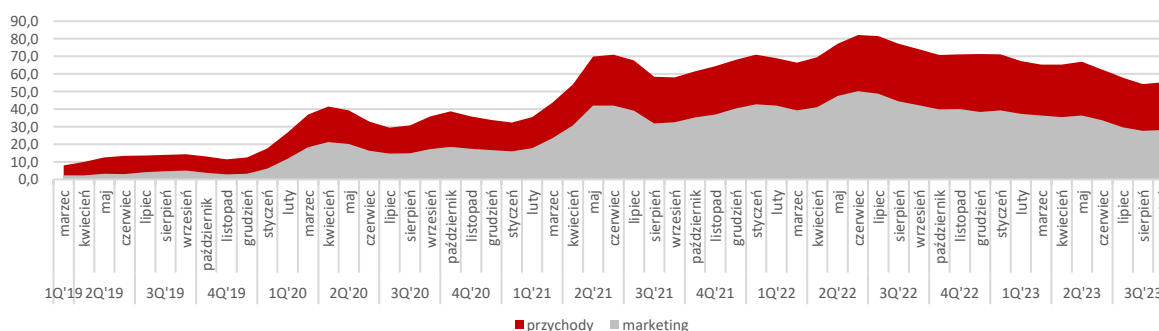
- na koniec 2Q'23 spółka posiada 5,7 mln PLN aktywów kryptograficznych (5,2 mln PLN kryptowaluta USDC, 0,6 mln PLN kryptowaluta NEAR);
- zgodnie z MSR 8.10, w związku z brakiem MSSF mającego bezpośrednie zastosowanie do ujmowania i wyceny aktywów kryptograficznych, grupa opracowała i przyjęła do stosowania własne zasady rachunkowości w tym zakresie;
- grupa klasyfikuje nabyte lub otrzymane kryptowaluty/tokeny jako aktywa kryptograficzne. Aktywa kryptograficzne są klasyfikowane jako aktywa obrotowe, ponieważ grupa wykorzystuje je na bieżąco, przeliczając na walutę fiducyjną lub regulując zobowiązania powstające w normalnym cyklu operacyjnym;
- w ocenie grupy, aktywa kryptograficzne nie mają zdefiniowanego okresu użyteczności, zatem nie podlegają amortyzacji oraz są testowane pod kątem możliwej utraty wartości co roku lub częściej, jeśli zdarzenia bądź zmiany okoliczności wskazują na możliwą utratę wartości.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	42,9	70,7	57,6	67,8	66,2	81,9	73,6	72,3	65,4	62,8	55,3	63,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,5	10,1	6,0	7,4	5,2	6,5	7,0	7,6	6,0	5,9	5,3	9,9
EBITDA	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	5,7	8,7	3,0	3,5	2,1	4,8	9,0
EBITDA skoryg.*	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	6,4	9,3	3,4	3,9	1,5	5,2	9,4
EBIT	5,0	7,0	4,1	6,3	2,9	2,5	5,7	-0,1	0,7	-0,6	1,7	5,6
Zysk brutto	5,0	6,5	4,1	6,3	2,9	1,7	4,5	0,0	1,0	9,7	2,2	5,6
Zysk netto	3,9	5,5	3,3	5,0	2,3	2,0	3,5	1,6	0,3	6,7	1,8	6,1
Zysk netto n.j.d.	4,0	2,2	2,6	4,5	2,2	2,3	4,2	4,5	2,3	9,8	2,6	3,3
Marża brutto	15,2%	14,3%	10,4%	10,9%	7,9%	8,0%	9,5%	10,6%	9,1%	9,4%	9,5%	15,5%
Marża EBITDA	19,1%	14,5%	12,6%	13,8%	9,1%	7,0%	11,9%	4,1%	5,4%	3,4%	8,6%	14,1%
Marża EBIT	11,6%	9,9%	7,1%	9,3%	4,4%	3,1%	7,7%	-0,1%	1,1%	-1,0%	3,1%	8,8%
Marża zysku netto	9,1%	7,8%	5,8%	7,4%	3,4%	2,4%	4,7%	2,1%	0,5%	10,7%	3,2%	9,6%
Marża zysku netto n.j.d.	9,3%	3,2%	4,5%	6,6%	3,4%	2,8%	5,7%	6,2%	3,6%	15,6%	4,8%	5,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *- skoryg. o koszty PM22-24

Przychody/marketing – suma trzech ostatnich miesięcy [mln PLN]

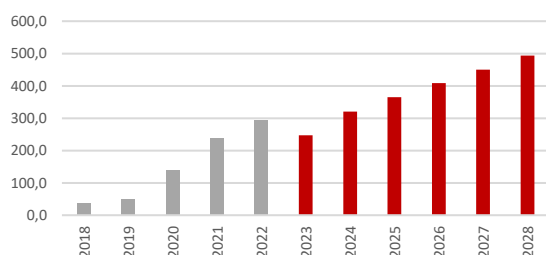
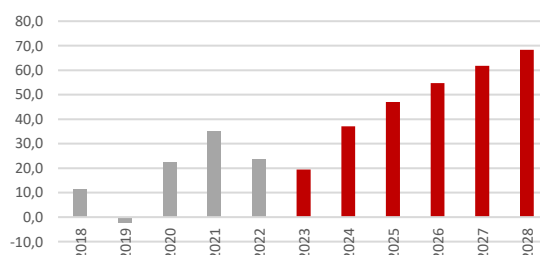
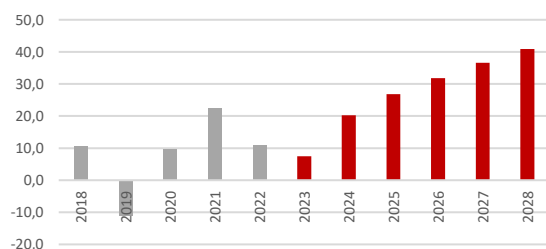
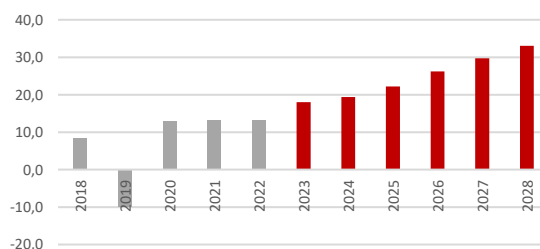
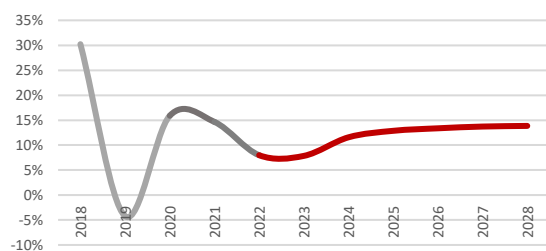
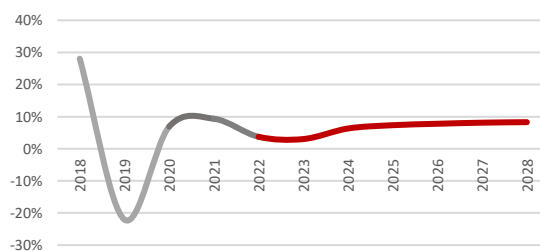
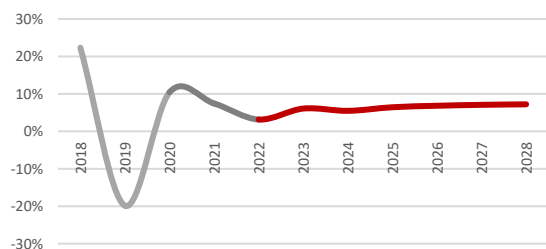
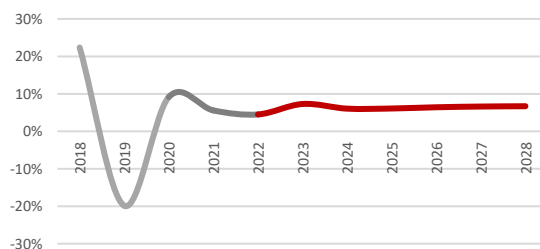


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	49,7	140,2	239,0	294,0	294,0	247,4	320,0	365,0	408,8	449,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	4,6	24,9	30,0	26,4	26,4	27,1	38,4	44,2	50,8	57,3
EBITDA	-2,1	22,3	35,0	23,5	23,5	19,4	37,0	47,0	54,7	61,7
EBITDA skoryg.*	-2,1	22,3	35,0	25,2	25,2	20,0	38,6	47,0	54,7	61,7
EBIT	10,5	-11,0	9,7	22,4	11,0	7,5	20,2	26,8	31,8	36,6
Zysk brutto	10,4	-11,2	18,2	21,9	9,1	18,6	20,3	27,1	32,2	36,7
Zysk netto n.j.d.	8,4	-9,9	12,8	13,3	13,2	18,0	19,4	22,2	26,2	29,7
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	8,4	-9,9	12,8	13,3	16,6	8,0	21,0	22,2	26,2	29,7
Marża brutto	47,4%	9,3%	17,8%	12,6%	9,0%	10,9%	12,0%	12,1%	12,4%	12,7%
Marża EBITDA	30,2%	-4,2%	15,9%	14,7%	8,0%	7,8%	11,6%	12,9%	13,4%	13,7%
Marża EBITDA skoryg.*	30,2%	-4,2%	15,9%	14,7%	8,6%	8,1%	12,1%	12,9%	13,4%	13,7%
Marża EBIT	28,1%	-22,1%	6,9%	9,4%	3,7%	3,0%	6,3%	7,3%	7,8%	8,1%
Marża zysku netto n.j.d.	22,4%	-19,9%	9,2%	5,6%	4,5%	7,3%	6,0%	6,1%	6,4%	6,6%
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.*	22,4%	-19,9%	9,2%	5,6%	5,7%	3,2%	6,5%	6,1%	6,4%	6,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *- skoryg. o koszty PM22-24

Przychody [mln PLN]

EBITDA [mln PLN]

EBIT [mln PLN]

Zysk netto n.j.d. [mln PLN]

Rentowność EBITDA [%]

Rentowność EBIT [%]

Rentowność netto [%]

Rentowność netto n.j.d. [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W związku z gorszą monetyzacją gier hyper-casual oraz mid-core/casual od naszych założeń, obniżamy nasze prognozy przychodowe co do kolejnych okresów (dla drugiego z segmentów spadek w latach 24-25 vs nasze poprzednie prognozy). Mając na uwadze przesunięcie zaangażowania studia w stronę większych projektów, prognozujemy spadek dynamiki wzrostu „HC” (vs nasze ostatnie prognozy) na korzyść gier mid-core/casual, co przekłada się na jego dynamiczniejsze wzrosty od 2026 r. Ponadto, w związku z zakładanym przez nas wyższym udziałem gier Gaas/ mid-core w wynikach BBT podwyższeniu w relacji do przychodów ulegają koszty prowizji platform (większy udział przychodów z mikrotransakcji), co wpływa na obniżenie marżowości. Niższa od naszych założeń amortyzacja w 2023 r. to efekt m.in. mniejszej ilości premier w 1H'23. Liczymy jednak, że w ostatnich miesiącach 2023 r. spółka zacznie nadrabiać zaległości wydawnicze.

Zmiana prognoz wyników za 2Q'22-4Q'22 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 17.02.2023 [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
POPZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	66,2	81,9	73,6	71,4	78,9	90,4	92,8	96,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	5,2	6,5	7,0	5,1	5,9	13,3	12,0	12,3
EBITDA	6,0	5,7	8,7	2,8	5,8	11,7	11,5	12,9
EBIT	2,9	2,5	5,7	-0,3	2,6	8,1	7,4	8,4
Zysk brutto	2,9	1,7	4,5	-0,3	2,6	8,1	7,4	8,4
Zysk netto	2,3	2,0	3,5	-0,2	2,2	7,0	6,4	7,2
Zysk netto n.j.d.	2,2	2,3	4,2	1,4	2,7	7,4	6,9	7,7
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	66,2	81,9	73,6	72,3	65,4	62,8	55,3	63,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	5,2	6,5	7,0	7,6	6,0	5,9	5,3	9,9
EBITDA	6,0	5,7	8,7	3,0	3,5	2,1	4,8	9,0
EBIT	2,9	2,5	5,7	-0,1	0,7	-0,6	1,7	5,6
Zysk brutto	2,9	1,7	4,5	0,0	1,0	9,7	2,2	5,6
Zysk netto	2,3	2,0	3,5	1,6	0,3	6,7	1,8	6,1
Zysk netto n.j.d.	2,2	2,3	4,2	4,5	2,3	9,8	2,6	3,3
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	-17,1%	-30,6%	-40,4%	-33,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	1,0%	-55,4%	-56,1%	-19,3%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	-39,5%	-81,9%	-58,5%	-30,1%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	-	-71,4%	-107,4%	-76,6%	-33,1%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	-	-60,0%	19,7%	-70,0%	-32,9%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	-	-84,7%	-3,7%	-71,9%	-14,8%
Zysk netto n.j.d.	0,0%	0,0%	0,0%	-	-13,7%	32,4%	-61,7%	-57,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 17.02.2023 [mln PLN]

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
POPZEDNIA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	293,0	358,5	420,5	448,7	480,1
Gry hyper-casual	162,1	148,2	169,1	192,1	211,3
Gry GaaS	120,3	191,7	226,5	245,0	258,5
Gry Non-GaaS	10,7	10,6	10,4	10,3	10,2
AKTUALNA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	294,0	247,4	320,0	365,0	408,8
Gry hyper-casual	162,1	90,4	105,2	116,0	124,2
Gry GaaS	121,3	134,1	190,7	242,0	279,5
Gry Non-GaaS	10,7	5,3	5,3	5,2	5,2
ZMIANA %					
Przychody [mln PLN]	0,4%	-31,0%	-23,9%	-18,7%	-14,8%
Gry hyper-casual	0,0%	-39,0%	-37,8%	-39,6%	-41,2%
Gry GaaS	0,8%	-30,1%	-15,8%	-1,2%	8,1%
Gry Non-GaaS	-0,4%	-49,7%	-49,3%	-49,3%	-49,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 17.02.2023 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	358,5	294,0	-18,0%	420,5	247,4	-41,2%	448,7	320,0	-28,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	43,5	26,4	-39,4%	50,0	27,1	-45,8%	56,6	38,4	-32,1%
EBITDA	41,9	23,5	-44,0%	51,3	19,4	-62,2%	61,1	37,0	-39,4%
EBITDA skoryg.	44,1	25,2	-42,9%	53,5	20,0	-62,6%	61,1	38,6	-36,8%
EBIT	26,4	7,5	-71,6%	32,1	20,2	-37,0%	40,0	26,8	-33,0%
Wynik brutto	26,5	18,6	-29,9%	32,1	20,3	-36,8%	40,0	27,1	-32,2%
Wynik netto	22,8	15,0	-34,2%	27,6	17,5	-36,7%	34,5	23,5	-32,0%
Wynik netto n.j.d.	24,6	18,0	-26,7%	26,3	19,4	-26,4%	32,7	22,2	-32,0%
Wynik netto n.j.d. skoryg.	26,8	8,0	-70,1%	28,6	21,0	-26,7%	32,7	22,2	-32,0%
marża brutto	12,1%	10,9%		11,9%	12,0%		12,6%	12,1%	
marża EBITDA	11,7%	7,8%		12,2%	11,6%		13,6%	12,9%	
marża EBITDA skoryg.	12,3%	8,1%		12,7%	12,1%		13,6%	12,9%	
marża EBIT	7,4%	3,0%		7,6%	6,3%		8,9%	7,3%	
marża netto	6,4%	6,1%		6,6%	5,5%		7,7%	6,4%	
marża netto n.j.d.	6,9%	7,3%		6,3%	6,0%		7,3%	6,1%	
marża netto n.j.d. skoryg.	7,5%	3,2%		6,8%	6,5%		7,3%	6,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	47,7	47,8	50,8	72,4	85,5	92,9	99,8	107,0	114,4
Rzeczowe aktywa trwałe	1,5	1,3	2,2	1,8	1,9	2,0	2,1	2,3	2,5
Nakłady na prace rozwojowe	21,2	18,9	24,8	38,6	51,6	58,9	65,7	72,7	79,9
Wartość firmy	15,2	16,2	15,7	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3	15,3
Pozostałe aktywa trwałe	9,8	11,3	8,1	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7	16,7
Aktywa obrotowe	42,7	71,9	89,2	78,9	69,4	73,8	82,4	90,9	100,4
Należności handlowe	14,6	38,5	37,5	33,1	33,8	38,5	44,5	49,8	55,5
Aktywa kryptograficzne	0,0	0,0	6,3	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7
Inne aktywa obrotowe	7,3	0,0	0,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1	30,6	33,8	37,6
Aktywa razem	90,3	119,6	140,0	151,3	154,9	166,7	182,2	197,9	214,8
Kapitał własny	66,8	79,1	73,6	68,8	75,5	84,4	94,5	105,3	117,0
Zobowiązania długoterminowe	3,7	3,0	2,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	19,8	37,6	63,9	76,5	73,4	76,3	81,8	86,6	91,8
Zobowiązania handlowe	15,7	34,4	40,6	74,2	71,1	74,0	79,5	84,3	89,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	4,2	3,2	23,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Pasywa razem	90,3	119,6	140,0	151,3	154,9	166,7	182,2	197,9	214,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	140,2	239,0	294,0	247,4	320,0	365,0	408,8	449,7	493,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	24,9	30,0	26,4	27,1	38,4	44,2	50,8	57,3	63,4
EBITDA	22,3	35,0	23,5	19,4	37,0	47,0	54,7	61,7	68,3
EBITDA skoryg.**	22,3	35,0	25,2	20,0	38,6	47,0	54,7	61,7	68,3
Amortyzacja	12,6	12,7	12,5	11,9	16,8	20,2	22,8	25,1	27,5
EBIT	9,7	22,4	11,0	7,5	20,2	26,8	31,8	36,6	40,9
Saldo działalności finansowej	8,6	-0,5	-1,9	11,1	0,1	0,3	0,4	0,2	0,2
Zysk (strata) brutto	18,2	21,9	9,1	18,6	20,3	27,1	32,2	36,7	41,1
Zysk (strata) netto	14,6	17,8	9,2	15,0	17,5	23,5	27,9	31,8	35,5
Zysk (strata) netto n.j.d.	12,8	13,3	13,2	18,0	19,4	22,2	26,2	29,7	33,0
Zysk (strata) netto n.j.d. skoryg.**	12,8	13,3	16,6	8,0	21,0	22,2	26,2	29,7	33,0
CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	23,7	30,2	44,3	26,6	30,5	41,8	50,2	56,4	62,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-6,7	-9,9	-18,2	-23,1	-29,9	-27,6	-29,8	-32,3	-34,8
Przepływy z działalności finansowej	-0,1	-7,7	-13,7	-10,4	-10,8	-14,5	-17,8	-21,0	-23,8
Przepływy pieniężne netto	16,9	12,6	12,3	-6,5	-10,1	-0,3	2,6	3,1	3,9
Środki pieniężne na początek okresu	3,5	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1	30,6	33,8
Środki pieniężne na koniec okresu	20,7	33,3	45,0	38,5	28,3	28,1	30,6	33,8	37,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; ** - skoryg. o koszty PM 22-24

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	182,0%	70,4%	23,0%	-15,9%	29,4%	14,0%	12,0%	10,0%	9,7%
EBITDA zmiana r/r	-	57,1%	-32,9%	-17,3%	90,8%	26,8%	16,4%	12,9%	10,7%
EBIT zmiana r/r	-	131,3%	-50,9%	-31,7%	169,7%	32,4%	18,9%	14,9%	11,8%
Zysk netto zmiana r/r	-	21,8%	-48,0%	62,5%	16,5%	34,2%	18,8%	14,1%	11,8%
Zysk netto n.j.d. zmiana r/r	-	3,6%	-0,6%	36,3%	7,3%	14,9%	18,0%	13,3%	11,1%
Marża brutto ze sprzedaży	17,8%	12,6%	9,0%	10,9%	12,0%	12,1%	12,4%	12,7%	12,9%
Marża EBITDA	15,9%	14,7%	8,0%	7,8%	11,6%	12,9%	13,4%	13,7%	13,9%
Marża EBIT	6,9%	9,4%	3,7%	3,0%	6,3%	7,3%	7,8%	8,1%	8,3%
Marża netto	10,4%	7,4%	3,1%	6,1%	5,5%	6,4%	6,8%	7,1%	7,2%
Marża netto n.j.d.	9,2%	5,6%	4,5%	7,3%	6,0%	6,1%	6,4%	6,6%	6,7%
ROE	19,2%	16,8%	18,0%	26,2%	25,6%	26,3%	27,8%	28,2%	28,2%
ROA	14,2%	11,1%	9,5%	11,9%	12,5%	13,3%	14,4%	15,0%	15,4%
Dług netto	-20,7	-33,3	-45,0	-38,5	-28,3	-28,1	-30,6	-33,8	-37,6
Dług netto / kapitał własny	-31,0%	-42,1%	-61,1%	-55,9%	-37,6%	-33,2%	-32,4%	-32,1%	-32,2%
Dług netto / EBITDA	-0,9	-1,0	-1,9	-2,0	-0,8	-0,6	-0,6	-0,5	-0,6
Dług netto / EBIT	-2,1	-1,5	-4,1	-5,1	-1,4	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
EV	129,6	123,6	114,1	113,2	123,3	131,1	128,5	125,4	121,5
CAPEX / Przychody	-7,1%	-4,0%	-6,2%	-8,7%	-6,8%	-6,6%	-6,4%	-6,4%	-6,3%
CAPEX / Amortyzacja	-79,1%	-75,1%	-145,8%	-181,2%	-130,1%	-118,5%	-114,8%	-114,1%	-113,6%
Amortyzacja / Przychody	9,0%	5,3%	4,3%	4,8%	5,3%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Zmiana KO / Przychody	2,6%	-0,4%	-2,4%	-14,9%	1,2%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-4,0%	1,0%	12,6%	-78,9%	-5,1%	-4,1%	-1,2%	-1,2%	-1,1%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	1,1	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
P/E*	11,7	11,8	12,0	8,4	7,8	7,2	6,1	5,4	4,8
P/E skoryg**	11,7	11,8	9,6	18,9	7,2	7,2	6,1	5,4	4,8
P/BV*	2,2	2,0	2,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,5	1,4
P/CE*	6,9	4,5	3,3	5,3	7,6	8,9	9,6	9,9	9,8
EV/EBITDA*	5,8	3,5	4,9	5,8	3,3	2,8	2,4	2,0	1,8
EV/EBITDA skoryg**	5,8	3,5	4,5	5,7	3,2	2,8	2,4	2,0	1,8
EV/EBIT*	13,4	5,5	10,4	15,1	6,1	4,9	4,0	3,4	3,0
EV/S*	0,9	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	5,0	5,6	5,2	5,1	5,6	5,9	6,6	7,4	8,2
EPS	1,0	1,0	0,9	1,3	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3
CEPS	1,6	2,5	3,4	2,1	1,5	1,3	1,2	1,1	1,1
Dywidenda	0,0	10,7	3,8	14,2	10,8	14,5	17,8	21,0	23,8
DPS	0,0	0,8	0,3	1,1	0,8	1,0	1,3	1,5	1,7
Dyield	0,0%	6,8%	2,4%	9,4%	7,1%	9,1%	11,2%	13,2%	14,9%
Payout ratio	0,0%	83,0%	28,4%	107,4%	60,0%	75,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 11,2 PLN; **- skoryg. o koszty PM 22-24

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Anna Tobiasz

Młodszy analityk rynku akcji
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	18,9	kupuj	23,4	30.10.2023	11:10 CET	11,2	71 102
kupuj	23,4	kupuj	19,5	17.02.2023	11:35 CET	13,5	60 364
kupuj	19,5	kupuj	27,5	30.08.2022	11:15 CEST	11,8	51 526
kupuj	27,5	kupuj	26,1	15.12.2021	07:00 CEST	16,5	67 903
kupuj	26,1	-	-	30.03.2021	07:00 CEST	21,6	58 444

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto — zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV — suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 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
 ROE — stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj — uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa — teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF — najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM — opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza — bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'23*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. 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 klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-10-30.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-10-30 (11:10 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-11-06 (11:10 CET).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM 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, BDM 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 BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM 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 jakkolwiek 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 wahanom 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM 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. BDM 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 BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM 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. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość 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 wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM 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 BDM 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 BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM 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 BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiovne. Dodatkowo wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM 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 BDM 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 Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2023-10-30:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.