



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

Ostatnie miesiące przyniosły znaczącą poprawę monetyzacji najważniejszej gry spółki. Przychody z „Fishing Clash” między październikiem '23 a końcem 2Q'23 osiągnęły progresję na poziomie ok. 25%. Obserwowana poprawa to efekt pierwszych rezultatów wdrożonego po zmianie zarządu „planu naprawczego” (skupienie na najważniejszych produktach i poprawie ich KPIs) oraz uruchomienia sklepu TSG. Drugą stroną pozytywnie wpływającą na odbudowę wyników była większa dyscyplina kosztowa. Oba wyżej wspomniane czynniki pozytywnie przełożyły się na poprawę wyniku skoryg. EBITDA w 3Q'23, który wyniósł 33,7 mln PLN (+53,4% q/q). Spodziewamy się, że rozszerzenie oferty TSG Store o „HC”, udostępnienie przeglądowych wersji flagowych tytułów oraz kontynuacja działań poprawiających ich jakość, wydajność oraz atrakcyjność rozgrywki będą wspierały dalszą poprawę wyników i generowanego przez spółkę FCF w kolejnych okresach. Pozytywnie oceniamy propozycję alternatywy do wypłaty dywidendy w postaci skupu akcji za max 115 mln PLN (17,3% aktualnej kapitalizacji). Pragniemy zauważyć, że możliwość uczestnictwa wszystkich akcjonariuszy, obniża ryzyko, które wisiało na spółką na początku każdego roku, w postaci ABB ze strony głównych udziałowców. Oczekujemy, że w okolicach połowy 2024 r. spółka wróci do skalowania „Wings of Heroes”, co naszym zdaniem będzie istotnym czynnikiem pro wzrostowym dla jej wyników w kolejnych okresach. Spodziewając się wyżej wspomnianych wydarzeń, prognozujemy progresję skoryg. EBITDA w 2024 r. do poziomu 126,5 mln PLN. Jednocześnie akcentujemy atrakcyjną wycenę dewelopera gier (EV/EBITDA 6,0x, P/E 3,2x). Mając powyższe na uwadze utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ jednocześnie podwyższając cenę docelową do 138 PLN/ akcję (51% powyżej obecnej ceny rynkowej).

Ostatnie miesiące przyniosły znaczącą poprawę monetyzacji najważniejszej gry spółki. Przychody z „Fishing Clash” między październikiem '23 a końcem 2Q'23 osiągnęły progresję na poziomie ok. 25%. Zmiany te były efektem m.in. pierwszych rezultatów wdrożonego po zmianie zarządu „planu naprawczego” i wzmocnienia zespołu. Poprawa optymalizacji, szybsze ładowanie, nowe funkcje, więcej wydarzeń i mniej błędów w grze przełożyły się na lepsze pozycjonowanie się jej w rankingach oraz na bardziej „kaloryczny” ruch. Z drugiej strony pod koniec czerwca '23 uruchomiono TSG Store, który pozytywnie wpływa na obniżenie kosztów prowizji, tym samym na wyższe wpływy dla spółki.

W październiku do sklepu dodany został drugi najważniejszy produkt czyli „Hunting Clash”, w związku z czym liczymy, że pierwsze efekty dostępności gry w TSG Store będą widoczne w wynikach 4Q'23. Oczekujemy, że kolejne miesiące za sprawą kontynuacji poprawy jakości i wydajności gier oraz obniżania prowizji platform, przyniosą dalsze odbicie monetyzacji flagowych tytułów TEN. W ostatnim czasie spółka udostępniła przeglądarkową wersję „FC”, co naszym zdaniem może m.in. przyspieszyć zwiększenie udziału sklepu w płatnościach spółki. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę na sezonowość i przypomnieć, że ostatnie miesiące roku są wymagające pod kątem pozyskiwania nowych graczy (efekt wysokich CPI), stąd większych efektów prowadzonych działań spodziewamy się na przestrzeni 1H'24.

Drugą stroną pozytywnie wpływającą na odbudowę wyników była większa dyscyplina kosztowa (m.in. efekt redukcji zatrudnienia w 2Q'23 o 110 osób). Oba wyżej wspomniane czynniki pozytywnie przełożyły się na poprawę wyniku skoryg. EBITDA, który w 3Q'23 zanotował wzrost q/q o 53,4% do poziomu 33,7 mln PLN. W całym 2H'23 zakładamy 67,0 mln PLN skoryg. EBITDA (+35% vs 1H'23).

Pozytywnie oceniamy propozycję alternatywy do wypłaty dywidendy w postaci skupu akcji za max 115 mln PLN (17,3% aktualnej kapitalizacji). Pragniemy zauważyć, że możliwość uczestnictwa wszystkich akcjonariuszy, obniża ryzyko, które wisiało na spółką na początku każdego roku, w postaci ABB ze strony głównych udziałowców.

Oczekujemy, że w okolicach połowy 2024 r. „Wings of Heroes” będzie grą przygotowaną do ponownego skalowania. Tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji, zakładamy, że po wprowadzeniu planowanych zmian, które powinny znacząco wpłynąć na poprawę kluczowych KPIs (LTV, retencja) przychody tego tytułu będą w stanie poprawić się co najmniej 3x vs poziomy osiągnięte w styczniu'23 (do ok. 6,6 mln PLN/ msc). Naszym zdaniem, ponowna premiera, odpowiednio przygotowanego i rozbudowanego produktu jakim jest „WoH” będzie istotnym czynnikiem pro wzrostowym dla wyników spółki w kolejnych okresach. Spodziewając się wyżej wspomnianych wydarzeń prognozujemy, że w całym 2024 r. spółka będzie w stanie wypracować progresję skoryg. EBITDA do poziomu 126,5 mln PLN.

Potencjalnym czynnikiem ryzyka dla naszych prognoz mogą okazać się kolejne propozycje co do zmiany cennika Unity. Biorąc pod uwagę aktualne założenia spodziewamy się, że pierwsze koszty zostaną rozpoznane po aktualizacji silnika do najnowszej wersji (Unity LTS), co naszym zdaniem nastąpi dopiero w 2025 r. Wpływ wprowadzonej opłaty na naszą wycenę to ok. 4 PLN/ akcję.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	578,2	634,0	538,6	441,6	497,1	487,7
EBITDA [mln PLN]	174,9	177,6	112,0	73,4	126,5	107,8
EBITDA skoryg. [mln PLN]	229,6	234,2	139,8	116,6	126,5	107,8
EBIT [mln PLN]	171,8	166,2	72,7	26,7	106,8	88,9
Wynik brutto [mln PLN]	170,9	162,0	63,4	22,2	107,4	89,5
Zysk netto [mln PLN]	151,6	141,3	52,3	21,0	91,3	76,1
P/E	4,4	4,7	12,7	31,7	6,0	7,2
P/E skoryg.	3,2	3,4	6,3	7,3	6,0	7,2
EV/EBITDA	2,5	3,0	4,9	6,9	3,2	3,6
EV/EBITDA skoryg.	1,9	2,3	3,9	4,3	3,2	3,6
EV/EBIT	2,5	3,2	7,6	18,9	3,8	4,4

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 138 PLN

23 LISTOPADA 2023, 09:55 CET

Wycena DCF [PLN]	127
Wycena porównawcza [PLN]	162
Wycena końcowa [PLN]	138
Potencjał do wzrostu	51%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	91,0
Kapitalizacja [mln PLN]	666,4
Ilość akcji [mln. szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	95,1
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	74,3
Stopa zwrotu za 3 mc	18%
Stopa zwrotu za 6 mc	8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-30%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie Akcjonariuszy	33,9%
Pozostali	66,1%

Krzysztof Tkocz

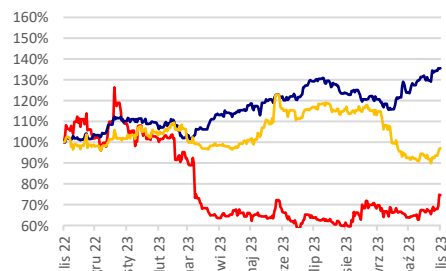
krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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

Ten Square Games WIG WIG-Games



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
CZYNNIKI RYZYKA	9
FINANSE I PROGNOZY	10
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	13
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	15
DANE FINANSOWE	16

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

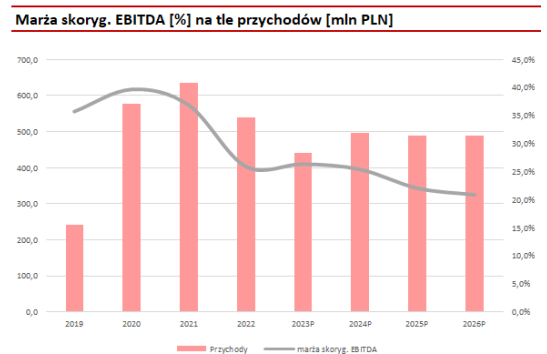
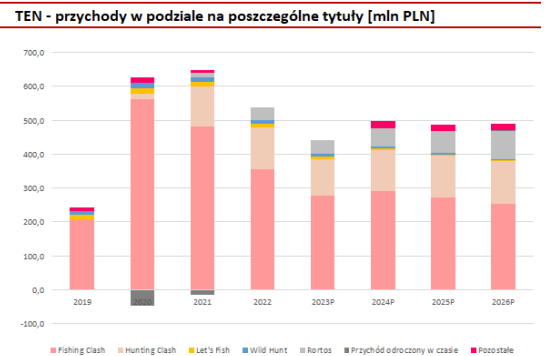
Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	578,2	634,0	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	552,8	580,1	468,5	365,0	405,2	391,6	387,3
EBITDA	174,9	177,6	112,0	73,4	126,5	107,8	102,0
EBITDA skoryg.	229,6	234,2	139,8	116,6	126,5	107,8	102,0
EBIT	171,8	166,2	72,7	26,7	106,8	88,9	83,2
Zysk brutto	170,9	162,0	63,4	22,2	107,4	89,5	87,1
Zysk netto	151,6	141,3	52,3	21,0	91,3	76,1	74,0

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	16,1	298,9	314,1	262,0	252,8	244,9	237,7
Rzeczowe aktywa trwałe	8,6	15,2	21,4	14,9	15,0	14,8	14,7
Wartości niematerialne	4,7	106,4	102,6	67,0	57,8	50,0	42,9
Pozostałe aktywa trwałe	2,8	16,2	25,9	37,3	37,3	37,3	37,3
Wartość firmy	0,0	161,1	164,2	142,7	142,7	142,7	142,7
Aktywa obrotowe	307,6	221,4	206,6	243,8	233,3	248,2	266,5
Należności	55,2	62,0	47,5	41,2	45,8	47,1	47,2
Inne aktywa obrotowe	15,8	19,8	32,5	36,7	36,1	36,1	36,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	236,6	139,6	126,6	165,9	151,4	164,9	183,2
Aktywa razem	323,7	520,3	520,7	505,7	486,1	493,0	504,2
Kapitał własny	238,1	351,1	342,5	335,9	312,2	319,8	336,8
Zobowiązania długoterminowe	7,4	65,0	68,2	32,4	31,0	30,0	24,2
Zobowiązania krótkoterminowe	78,2	104,2	110,0	137,4	142,9	143,2	143,2
Zobowiązania handlowe	12,4	6,8	13,1	11,8	13,3	13,5	13,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	65,8	97,4	96,9	125,6	129,6	129,6	129,6
Pasywa razem	323,7	520,3	520,7	505,7	486,1	493,0	504,2
Dług netto	-228,4	-126,9	-117,4	-160,7	-148,1	-161,6	-179,9
Dług netto/ Kapitał własny	-96,0%	-36,1%	-34,3%	-47,8%	-47,4%	-50,5%	-53,4%
Dług netto/ EBITDA	-1,3	-0,7	-1,0	-2,2	-1,2	-1,5	-1,8

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	193,7	200,4	137,9	124,3	116,0	98,1	92,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-222,0	-55,5	-26,8	-13,7	-16,1	-17,4
Przepływy z działalności finansowej	-28,2	-75,1	-95,2	-57,7	-116,8	-68,4	-57,1
Przepływy pieniężne netto	160,9	-96,7	-12,8	39,8	-14,5	13,5	18,3

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	4,4	4,7	12,7	31,7	6,0	7,2	7,4
P/BV	2,8	1,9	1,9	2,0	1,8	1,7	1,6
EV/ EBITDA	2,5	3,0	4,9	6,9	3,2	3,6	3,6
EV/EBIT	2,5	3,2	7,6	18,9	3,8	4,4	4,5
EV/S	0,7	1,0	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8
MC/S	1,1	1,1	1,2	1,5	1,1	1,1	1,1
BVPS	32,8	47,9	46,7	45,8	51,6	52,8	55,6
EPS	20,9	19,3	7,1	2,9	15,1	12,6	12,2
DPS (w danym roku)	3,8	10,0	9,9	7,1	0,0	11,3	9,4

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	139,8%	9,7%	-15,1%	-18,0%	12,6%	-1,9%	0,0%
EBITDA zmiana r/r	104,0%	1,5%	-36,9%	-34,5%	72,4%	-14,8%	-5,3%
EBIT zmiana r/r	103,1%	-3,2%	-56,3%	-63,3%	299,7%	-16,8%	-6,4%
Zysk netto zmiana r/r	98,5%	-6,8%	-63,0%	-59,8%	333,8%	-16,6%	-2,7%
Marża EBITDA	30,2%	28,0%	20,8%	16,6%	25,4%	22,1%	20,9%
Marża EBIT	29,7%	26,2%	13,5%	6,0%	21,5%	18,2%	17,1%
Marża netto	26,2%	22,3%	9,7%	4,8%	18,4%	15,6%	15,2%
ROE	0,6	0,4	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2
ROA	0,5	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,1



Główne założenia	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8
Fishing Clash	356,0	277,3	290,0	271,6	254,2
- w tym Chiny	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Hunting Clash	122,5	108,2	122,1	124,0	126,2
Let's Fish	10,4	7,4	5,6	4,2	2,9
Wild Hunt	10,6	7,8	5,9	4,4	3,1
Inne	3,1	2,0	1,5	1,1	0,8
Rortos	39,5	41,6	54,0	64,3	82,6
- Airline Commander	12,7	10,1	10,8	10,7	10,8
- RFS	16,7	17,9	18,0	18,2	17,9
- Wings of Heroes	5,3	11,0	22,8	32,9	51,5
USD/PLN	4,461	4,025	4,044	3,979	3,979

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko związane z ABB i sprzedażą udziałów przez byłego prezesa (Macieja Zużalka); 2) Ryzyko słabnącej monetyzacji gier; 3) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google; 4) Ryzyko związane z produkcją gier mobilnych; 5) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników; 6) Ryzyko konkurencji; 7) Ryzyko związane z kluczowymi pracownikami; 8) Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów; 9) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 10) Ryzyko rynku reklamowego; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR; 12) Ryzyko związane z pandemią COVID-19; 13) Ryzyko związane z pojawieniem się na rynku produktów konkurencyjnych; 14) Ryzyko nowej polityki opłat Unity.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 91,0 PLN.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Ten Square Games opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek o podobnym profilu działalności, którym to nadaliśmy wagę 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 127 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 162 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1 009 mln PLN, czyli **138 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	127
Wycena porównawcza	30%	162
Wycena porównawcza Polska	15%	137
Wycena porównawcza zagranica	15%	187
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		138

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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 został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 5,5%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2024 roku zakładamy poprawę płatności gry „Fishing Clash” do poziomu ok. 24 mln PLN/miesiąc przy UA w granicach ok. 4 mln PLN. Liczymy na wzrost monetyzacji gry „Hunting Clash” do ok. 10 mln PLN/miesiąc przy UA ok. 3,5-4,0 mln PLN. Oczekujemy, że Rortos wygeneruje na przestrzeni 2024 roku blisko 54,0 mln PLN przychodów. W całym 2024 r. prognozujemy wzrost przychodów o 13% r/r do 497,1 mln PLN, skoryg. EBITDA o 9% r/r do poziomu 126,5 mln PLN.
- W związku z uruchomieniem sklepu TSG Store i dodaniem do niego flagowych tytułów oczekujemy dalszego spadku prowizji platform. Zakładamy, że na koniec 2023 r. średni udział płatności z „FC” przechodzących przez sklep wyniesie ok. 12,8% i będzie poprawiał się o ok. 0,5% na kwartał, aż do osiągnięcia poziomu ok. 20%. W „HC” spodziewamy się niższych dynamik. Na koniec 2023 r. oczekujemy udziału sklepu w tym tytule na poziomie ok. 4,1% oraz kwartalnej progresji na poziomie ok. 0,3-0,4%, aż do osiągnięcia poziomu ok. 12%.
- Uważamy, że jednym z elementów dalszego umacniania pozycji spółki w niszy wędkarskiej i wykorzystania najmocniejszego IP, jest tworzenie kolejnych części z serii „Fishing Clash”. Istnieją już pewne koncepcje dotyczące „FC2”. W naszym modelu zakładamy rozpoczęcie pierwszych prac produkcyjnych na przestrzeni 2024-25 r. i premierę gry w 2028.¹
- Uwzględniamy w naszych założeniach zaktualizowany cennik Unity przyjmując opłatę naliczaną od pobrań gier (PRO). Spodziewamy się, że pierwsze koszty zostaną rozpoznane po aktualizacji silnika do najnowszej wersji (Unity LTS), co naszym zdaniem nastąpi dopiero w 2025 r. Wpływ wprowadzonej opłaty na naszą wycenę to ok. 4 PLN/ akcję. Pragniemy jednak zaznaczyć, że proponowane przez Unity zmiany mogą ulec zmianie, co jest obszarem potencjalnego ryzyka dla naszych prognoz.
- Rortos – sprzedającym firmę przysługuje dodatkowe wynagrodzenie zależne od jej wyników w okresie od 1.07.2021 do 31.12.2025, wyliczone zgodnie z formułą uzgodnioną w umowie w maksymalnej kwocie nie wyższej niż wynik EBITDA osiągnięty przez Rortos w adekwatnym okresie. – uwzględniamy płatności w postaci maksymalnej kwoty EBITDA pomniejszonej o zyski z gry „Airline Commander”.
- Mając na uwadze zamknięcie wielu nowych prowadzonych projektów (m.in. „Football Elite”, „Magical District”, „Undead Clash”, „Fishing Master”) konserwatywniej podchodzimy do prognozowania wyników z nowych tytułów, zakładając w naszych prognozach jedynie kolejną część z serii „Fishing Clash”.
- Gamesture – podchodzimy konserwatywnie do projekcji przepływów tego podmiotu, zakładając stratę w wysokości 3,2 mln PLN w 2023 r. oraz jego neutralną kontrybucję do wyników w kolejnych latach.
- Uwzględniamy w naszych założeniach realizację skupu akcji w pełnym wymiarze (115 mln PLN) w 1H’24 i umorzenie 100% nabytych udziałów.

¹ Znając specyfikę gry „Fishing Clash” nie mamy na myśli standardowego seaquela polegającego na przerobieniu warstwy graficznej i dodaniu nowej linii fabularnej, a znaczącą zmianę pod kątem technologicznym (m.in. w celu szybszego testowania, identyfikacji błędów i dodawania kontentu), monetyzacyjnym, przebudowie metagry (jeszcze większa głębia produktu aby cały czas dobrze angażować i monetyzować graczy, którzy osiągnęli już wszystko i nie są już tak skłonni dalej wydawać pieniądze).

- We wrześniu spółka uchwaliła krótkoterminowy program motywacyjny dla kluczowych pracowników i współpracowników grupy. Warunkiem otrzymania akcji jest pozostawanie w strukturach grupy do końca 2023 roku, a łączna pula programu wynosi do 8,5 tys. akcji. Po spełnieniu warunku programu, uczestnicy będą mogli nabyć akcje za cenę nominalną akcji równą 10 gr. za akcję. Akcje wykorzystane w tym programie pochodzą ze skupu własnego akcji, który odbył się w 1Q'22. Akcje przekazane uczestnikom programu będą podlegały ograniczeniu czasowemu w zakresie ich sprzedaży do końca 2024 roku. – uwzględniamy jego realizację w pełnej puli.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych pozostałych aktywów finansowych (20,9 mln PLN inwestycja w Gamestore, 9,1 mln PLN jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego Sisu Game Ventures, 2,7 mln PLN kaucja najmu biura).
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. W swoich prognozach implikujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 15%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Polityka dywidendowa spółki zakłada przeznaczenie do 75% skonsolidowanego zysku netto, w zależności od potrzeb i planów inwestycyjnych. Zakładamy, że w kolejnych latach spółka będzie kontynuowała swoją politykę w tym zakresie, a w związku z ograniczeniem ilości prowadzonych projektów i nakładów inwestycyjnych spodziewamy się wypłat w górnej granicy, czyli w okolicach 75% skonsolidowanego zysku netto.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Poziom gotówki netto przyjmujemy na bazie prognozowanego stanu na koniec 2023 roku.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 7,3 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 29 lutego 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 932,7 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 127 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	497,1	487,7	487,8	475,9	523,1	583,2	619,7	650,6	681,7	711,1
EBIT [mln PLN]*	106,8	88,9	83,2	83,5	83,9	93,4	99,5	103,8	107,7	111,5
Stopa podatkowa	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	16,0	13,3	12,5	12,5	12,6	14,0	14,9	15,6	16,1	16,7
NOPLAT [mln PLN]	90,8	75,5	70,7	71,0	71,3	79,4	84,6	88,2	91,5	94,8
Amortyzacja [mln PLN]	19,7	18,9	18,8	18,8	19,7	20,1	20,1	20,1	20,1	20,3
CAPEX [mln PLN]	-10,6	-11,0	-11,6	-12,4	-13,3	-13,4	-13,6	-14,2	-15,0	-15,6
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,0	-1,0	0,0	-1,3	1,2	0,7	0,7	0,9	0,8	0,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-3,7	-5,2	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	95,2	77,3	72,1	76,1	78,9	86,8	91,8	95,1	97,5	100,1
DFCF [mln PLN]	85,7	61,4	50,6	47,1	43,1	41,9	39,1	35,7	32,3	29,3
Suma DFCF [mln PLN]	466,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	912,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	267,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	733,2									
Dług netto 2023 [mln PLN]**	-199,5									
Wartość kapitału [mln PLN]	932,7									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	127									
Przychody zmiana r/r	12,6%	-1,9%	0,0%	-2,4%	9,9%	11,5%	6,3%	5,0%	4,8%	4,3%
EBIT zmiana r/r	52,7%	-16,8%	-6,4%	0,4%	0,4%	11,4%	6,5%	4,3%	3,7%	3,6%
FCF zmiana r/r	23,2%	-18,8%	-6,7%	5,5%	3,7%	10,0%	5,8%	3,6%	2,6%	2,6%
Marża EBITDA	25,4%	22,1%	20,9%	21,5%	19,8%	19,5%	19,3%	19,0%	18,7%	18,5%
Marża EBIT	21,5%	18,2%	17,1%	17,6%	16,0%	16,0%	16,1%	16,0%	15,8%	15,7%
Marża NOPLAT	18,3%	15,5%	14,5%	14,9%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,4%	13,3%
CAPEX / Przychody	2,1%	2,2%	2,4%	2,6%	2,5%	2,3%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	53,6%	58,0%	61,8%	66,2%	67,5%	66,6%	67,5%	70,5%	74,3%	76,9%
Zmiana KO / Przychody	0,2%	0,2%	0,0%	0,3%	-0,2%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,9%	-10,9%	6,9%	-10,9%	-2,5%	-1,1%	-1,9%	-3,0%	-2,7%	-1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-skoryg. **-uwzględnia akcje własne, pozostałe aktywa finansowe oraz udzielone pożyczki

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
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	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
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	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

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	136	138	140	143	146	149	153	157	162
	1,0	130	132	134	136	138	141	144	147	151
	1,1	124	126	127	129	131	134	136	139	142
	1,2	119	121	122	124	125	127	129	131	134
	1,3	115	116	117	119	120	122	123	125	127
	1,4	111	112	113	114	115	117	118	120	121
	1,5	107	108	109	110	111	112	113	115	116

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%	141	143	146	149	152	156	160	165	171
	5,5%	129	131	133	135	137	140	143	146	149
	6,5%	119	121	122	124	125	127	129	131	134
	7,5%	111	112	113	115	116	117	119	120	122
	8,5%	105	106	106	107	108	109	110	111	113
	9,5%	99	100	100	101	102	103	103	104	105
	10,5%	94	95	95	96	96	97	98	98	99

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%	168	163	159	156	153	150	147	145	143
	5,5%	150	146	143	140	137	135	133	131	129
	6,5%	136	132	130	127	125	123	121	120	118
	7,5%	124	122	119	117	115	114	112	111	110
	8,5%	115	113	111	109	108	106	105	104	103
	9,5%	108	106	104	103	101	100	99	98	97
	10,5%	101	100	98	97	96	95	94	93	93

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 **137 PLN**, natomiast do globalnych **187 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	9,3	14,9	4,8	5,7	6,5
Artufex Mundi	7,0	5,9	-	4,0	2,9	-
BoomBit	10,4	12,7	-	6,0	5,6	-
CD Projekt	50,1	73,9	25,0	30,7	40,2	12,9
Creepy Jar	9,0	8,4	13,4	5,4	5,1	9,9
Huuuge Games	7,3	7,7	8,0	3,1	3,0	1,7
PCF Group	38,7	6,7	7,3	19,5	3,8	2,5
PlayWay	13,9	14,4	11,2	9,7	10,2	7,0
Mediana grupy	9,7	8,9	12,3	5,7	5,4	6,8
Ten Square Games	6,0	7,2	7,4	3,2	3,6	3,6
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	-37,9%	-18,4%	-39,7%	-44,4%	-32,7%	-46,4%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	146,3	111,3	150,7	144,9	123,2	144,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		136			138	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		137				

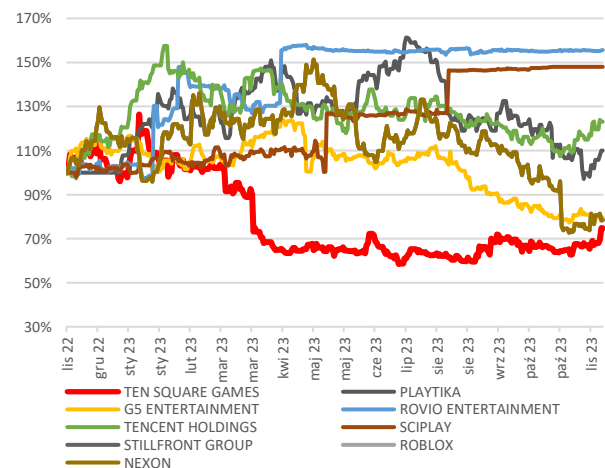
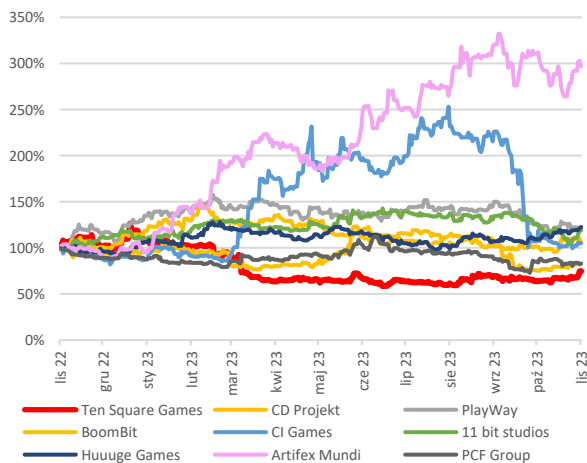
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
PLAYTIKA HOLDING CORP	9,9	9,3	7,8	5,0	4,3	-
G5 ENTERTAINMENT AB	9,3	8,6	8,6	3,0	2,6	2,2
ROVIO ENTERTAINMENT OY	21,4	18,5	-	-	-	-
TENCENT HOLDINGS LTD	16,7	14,8	13,1	12,3	10,3	7,6
SCIPLAY CORP-CLASS A	111,1	45,0	15,7	10,3	9,2	10,5
STILLFRONT GROUP AB	6,5	5,5	5,0	4,0	3,6	3,0
ROBLOX	-	-	-	50,3	32,0	23,7
NEXON	21,1	18,8	17,4	11,8	10,2	-
Mediana	16,7	14,8	10,9	10,3	9,2	5,3
Ten Square Games	6,0	7,2	7,4	3,2	3,6	3,6
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	-63,9%	-51,3%	-31,5%	-69,1%	-60,7%	-31,0%
Wycena wg wskaźnika	251,5	186,5	132,6	240,2	190,9	119,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		190			183	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		187				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od listopada 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z ABB i sprzedażą udziałów przez byłego prezesa (Macieja Zużalka)

Na początku 2020 roku akcjonariusze spółki (Maciej Popowicz oraz Arkadiusz Pernal) sprzedali 13,31% akcji (963 tys.) po cenie 230 PLN, rok później ponownie sprzedali kolejny pakiet, tym razem 710,4 tys. (9,78%) po cenie 500 PLN. Również na początku 2022r. (trzeci rok z rzędu) główni akcjonariusze sprzedali posiadane akcje – 438,1 tys. (6,0%) po cenie 315 PLN. Sugerując się regularnością sprzedawanych udziałów przez wyżej wspomnianych akcjonariuszy istnieje ryzyko, że w kolejnych okresach ponownie dojdzie do kolejnych transakcji. Dodatkowo istnieje ryzyko sprzedaży udziałów przez byłego prezesa Macieja Zużalka, który posiada 194,8 tys. akcji (2,7% wszystkich akcji TEN).

2. Ryzyko słabnącej monetyzacji gier

Zapotrzebowanie na produkty grupy może podlegać zmieniającym się modom, trendom rynkowym lub nagłym zmianom percepcji określonych grup klientów. Zmiana sytuacji makroekonomicznej może również powodować zmianę zachowań zakupowych części odbiorców. Powyższe czynniki mogą wpływać na słabnącą monetyzację gier spółki.

3. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google

W związku z planowanymi zmianami polityki prywatności Google, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych może zostać utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem Android. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA.

4. Ryzyko produkcji gier mobilnych

Produkcja gry wideo to proces wieloetapowy, związany z ryzykiem opóźnień odrębnych faz i całego projektu. Fazy produkcji następują kolejno po sobie, tym samym uzależnione są od wyników/ ukończenia poprzednich etapów. Etapy te są zależne od pracy zespołów, którym nieprzewidziane trudności mogą przyczynić się do opóźnień. Ponadto ukończenie produkcji nie gwarantuje jej pełnoprawnej premiery, gdyż zależy ona od KPIs i jej potencjału komercyjnego danego projektu.

5. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

Na rynku pracy liczba doświadczonych i wykwalifikowanych twórców gier wideo jest stosunkowo niewielka. Jednym z głównych powodów jest brak przygotowania absolwentów szkół wyższych w Polsce do tego zawodu. W związku z tymi ograniczeniami, wyzwaniem staje się pozyskanie pracowników w skali, która pozwoli spółce dynamicznie się rozwijać.

6. Ryzyko konkurencji

Rynek gier mobilnych jest rynkiem konkurencyjnym, ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz prosty dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów. Nieustannie pojawiające się nowe produkcje, powodują ryzyko spadku zainteresowania określonymi grami spółki.

7. Ryzyko związane z kluczowymi pracownikami

Utrata kluczowych pracowników, posiadających największe doświadczenie i wiedzę dotyczącą zarządzania spółką, mogłaby wpłynąć w krótkim terminie zarówno na pogorszenie jakości jak i terminowości świadczonych usług. W średniej i dłuższej perspektywie mogłoby to wpłynąć na obniżenie planowanych wyników spółki.

8. Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów

Spółka jest uzależniona od podmiotów prowadzących kluczowe platformy dystrybucyjne (Google, Apple i Facebook). Większość przychodów generowanych jest przez gry, które udostępniane są na cyfrowych platformach dystrybucyjnych, portalach internetowych prowadzonych przez wyżej wspomniane firmy. Ewentualna zmiana polityki tych podmiotów w zakresie akceptacji produktów do dystrybucji wymagać będzie dostosowania aktualnych bądź przyszłych produktów, co może wygenerować dodatkowe wysokie koszty.

9. 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 TEN koniecznym staje się ciągłe monitorowanie wchodzących nowości oraz ich szybka implikacja. Potencjalnym ryzykiem dla spółki jest niedostosowanie się do zmieniających się warunków panujących na rynku.

10. Ryzyko rynku reklamowego

Model ekonomiczny grupy zakłada możliwość pozyskiwania graczy w cenach niższych niż oczekiwana wartość wygenerowana przez graczy. O ile obecnie spełnienie powyższego warunku jest dla spółki możliwe, nie można wykluczyć sytuacji, w której koszt pozyskania użytkownika przekroczy wyżej opisany próg korzyści.

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

Spółka ponosi istotne koszty osobowe, nakłady oraz koszty związane z produkcją gier w PLN, natomiast znaczną część przychodów realizuje w walutach obcych. Czynnikiem ryzyka jest wystąpienie niekorzystnych zmian kursów walutowych, szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

12. Pojawienie się na rynku produktów konkurencyjnych do gier grupy

Ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz łatwy dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów, rynek gier mobilnych jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga od grupy pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów oraz poszukiwania nowych obszarów tematycznych, które mogłyby zaciekać szeroką grupę odbiorców.

13. Ryzyko nowej polityki opłat Unity

Spółka w swoich produkcjach wykorzystuje silnik Unity. Dlatego też potencjalna zmiana cennika opłat Unity może negatywnie wpłynąć na jej wyniki finansowe w przyszłości.

FINANSE I PROGNOZY

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23

Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.
Przychody	132,9	105,6	-20,6%	110,4	-4,4%	109,9	-3,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	115,7	87,8	-24,2%	91,1	-3,7%	-	-
EBITDA	25,7	30,0	16,6%	32,3	-7,1%	-	-
EBITDA skoryg.	35,0	33,7	-3,8%	32,5	3,6%	32,0	5,2%
EBIT	21,6	25,0	15,7%	27,3	-8,3%	26,5	-5,5%
Zysk (strata) brutto	20,9	23,2	11,2%	26,5	-12,4%	-	-
Zysk (strata) netto	19,1	22,1	16,2%	22,3	-0,7%	23,1	-4,1%
Marża brutto ze sprzedaży	87,1%	83,1%		82,5%		-	
Marża EBITDA	19,4%	28,4%		29,3%		-	
Marża EBITDA skoryg.	26,3%	31,9%		29,4%		29,1%	
Marża EBIT	16,3%	23,7%		24,7%		24,1%	
Marża zysku netto	14,3%	21,0%		20,2%		21,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki spółki za 3Q'23 na poziomie skoryg. EBITDA (33,7 mln PLN; +53,4% q/q) okazały się delikatnie lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu, co odebraliśmy lekko pozytywnie. Na początku października Ten Square Games informował o płatnościach w tym okresie na poziomie 110,4 mln PLN (+9,1% q/q). Finalnie efekt odroczonego przychodu w czasie (4,8 mln PLN) obniżył poziom przychodów do 105,6 mln PLN. Oprócz poprawy płatności, na znaczącą progresję wyników vs ostatnie kwartały miała wpływ dalsza optymalizacja strony kosztowej (m.in. dalszy efekt przeprowadzonych zwolnień oraz innych oszczędności). Koszty ogólnego zarządu spadły o 18,8% i 56,9% r/r do poziomu 6,6 mln PLN, z czego koszty wynagrodzeń wyniosły 3,2 mln PLN (-12,9% q/q, -17,8% r/r). M.in. w związku z dalszym obniżaniem UA (19,8 mln PLN – zgodne z naszymi oczekiwaniami) i uruchomieniem sklepu TSG Store (obniżeniu uległ poziom prowizji platform do 27,1% w relacji do płatności z mikrotransakcji) koszty sprzedaży zanotowały spadek o 5,7% q/q i 28,0% r/r do 56,4 mln PLN. Delikatnie niższa od naszych oczekiwań okazała się strata straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (Gamesture), która wyniosła 0,7 mln PLN (vs 0,9 mln PLN BDM). Na poziomie zysku netto spółka wypracowała 22,1 mln PLN, co oznacza progresję r/r na poziomie 16,2%. Zwracamy uwagę na OCF, który wyniósł w 3Q'23 32,5 mln PLN i był wyższy r/r o 2,4% i 13,4% q/q. Na koniec września'23 spółka posiadała 133,8 mln PLN środków pieniężnych (+28,4 mln PLN q/q) i 32,7 mln PLN pozostałych aktywów finansowych (+1,0 mln PLN q/q).

Przychody za październik z flagowych gier („FC” = 24,4 mln PLN; „HC” = 7,4 mln PLN) okazały się delikatnie niższe od naszych oczekiwań (liczyliśmy na mocniejszy efekt TSG Store), jednak były zgodne z ostatnim odczytem portalu Sensor Tower, który wskazywał na płaski miesiąc „FC” i spadek „HC”. Warto zauważyć, iż spadek w drugiej z flagowych gier wynikał na eksperymencie z formułą wydarzeń grze, który nie przyniósł zadawalających efektów. Spółka szybko zauważyła błąd i trwają intensywne prace nad poprawą tej sfery gry. **Optymizmem co do dalszej monetyzacji tych tytułów naprawa wzrost MAU (dla „FC” +13,5% q/q, +4,4% r/r do 2,7 mln, dla „HC” +86,3% q/q, +60,6% r/r do 2,0 mln), co jest m.in. efektem znaczącej poprawy jakości gier o prowadzonych w nich wydarzeń.**

Spółka poinformowała o decyzji utworzenia niegotówkowego odpisu wartości firmy Rortos w wysokości 9,4 mln EUR. Wraz z aktualizacją prognoz finansowych nabytej spółki (pierwotnie model zakładał stabilne przepływy z gier RFS i „Airline Commander” oraz istotny wpływ nowego tytułu już w 2023 r. i 2024 r.), **zmianie uległa szacowana kwota do wypłaty w postaci płatności earnout.** Aktualnie Ten Square Games uważa, że dalsza realizacja planów Rortos i wzrost wartości „WoH” są możliwe, ale ich tempo jest wolniejsze i wynika ze specyfiki rozwoju produktów F2P. **Spadek zobowiązania w stosunku do wartości poprzednio prezentowanej w sprawozdaniu został oszacowany na 4,5 mln EUR. Powyższe działania łącznie będą skutkowały obniżeniem w 4Q'23 wyniku grupy o 4,9 mln EUR.** Pragniemy zauważyć, iż spółka komunikowała o dużych zmianach zachodzących w grze „WoH” (gruntowna przebudowa silnika) co mogło implikować ryzyko pojawienia się potencjalnych odpisów. Produkcja ta znajduje się w fazie intensywnej przebudowy (pod koniec 3Q'23 dodano system Live Ops), stad istotna poprawa parametrów gry i wzrost płatności od użytkowników wydaje się być perspektywą czasu.

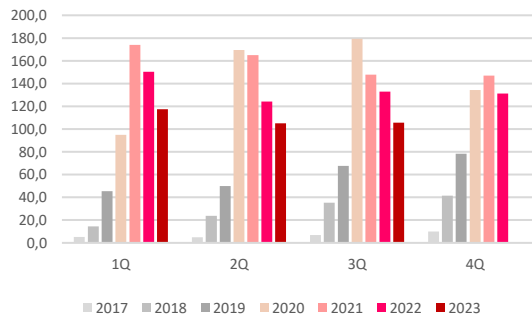
Pozytywnie oceniliśmy zamiar przeprowadzenia skupu akcji własnych przez spółkę (alternatywa do wypłaty dywidendy w 2024 r. – efekt zaniżonego zysku netto przez niegotówkowe operacje) o wartości do 115 mln PLN w ciągu 12 msc. od udzielenia zgody przez WZA (zaplanowane na 19.12.2023). Intencją zarządu jest natychmiastowe umorzenie minimum 90% nabytych akcji.

- **Przychody** Ten Square Games za 3Q'23 wyniosły 105,6 mln PLN (na początku października informowano o płatnościach na poziomie 110,4 mln PLN, ostatecznie wyniosły one 110,4 mln PLN, a przychody odroczone w czasie obniżyły raportowaną sprzedaż o 4,8 mln PLN). Największy udział w płatnościach miała gra „Fishing Clash”, która wypracowała 72,6 mln PLN (udział 66,1%, +10,4% q/q, -21,4% r/r), dalej był „Hunting Clash” – 27,3 mln PLN (udział 25,9%, +11,9% q/q, -16,0% r/r), „Airline Commander” wypracował 2,5 mln PLN (+8,3% q/q, -32,7% r/r), „Real Flight Simulator” 4,7 mln PLN (+10,7% q/q, +10,1% r/r), „Wings of Heroes” = 1,8 mln PLN (-15,2% q/q, +160,9% r/r), a resztę dały od siebie Let's Fish (1,6 mln PLN, -12,9% q/q), Wild Hunt (1,8 mln PLN, -9,3% q/q) i inne gry (0,9 mln PLN, -16,3% q/q, -62,3% r/r).
- **Koszty sprzedaży** wyniosły 56,4 mln PLN (-5,7% q/q, -28,0% r/r), z czego marketing stanowił 35,2% czyli 19,8 mln PLN (vs 20,0 mln PLN nasze założenia), to jest -6,6% q/q i -38,2% r/r (10,9 mln PLN – FC, 8,6 mln PLN – HC, Wings of Heroes – 0,4 mln PLN), prowizje = 29,6 mln PLN (-3,0% q/q, -23,5% r/r) – w związku z uruchomionym TSG Store nastąpił spadek prowizji w relacji do mikropłatności do poziomu 27,1%, wynagrodzenia/usługi podwykonawców = 5,4 mln PLN (-2,8% q/q, -1,7% r/r).
- **Koszty ogólnego zarządu** w 3Q'23 wyniosły 6,6 mln PLN (-18,8% q/q, -56,9% r/r). Koszt wynagrodzeń spadł o 12,9% q/q, i 17,8% r/r do poziomu 3,2 mln PLN. Koszty spółek zależnych wyniosły 1,1 mln PLN (-5,3% q/q, -45,4% r/r). W omawianym okresie koszty MSOP wyniosły 0,1 mln PLN – 1/4 kosztów retencyjnego planu motywacyjnego (brak w 2Q'23, -98,2% r/r), pozostała część czyli 0,5 mln PLN zostanie ujęta w wynikach 4Q'23.
- **Pozostała działalność operacyjna** wyniosła 0,2 mln PLN.
- **EBITDA skorygowana** za 3Q'23 wyniosła 33,7 mln PLN (+53,4% q/q, -3,8% r/r).
- **Na poziomie działalności finansowej** spółka rozpoznała -1,1 mln PLN (1,0 mln PLN przychodów z odsetek, -0,6 mln PLN różnic kursowych, -1,3 mln PLN odsetek dot. rozwinięcia dyskonta zobowiązania z tyt. zakupu spółki Rortos).
- Spółka wykazała 0,7 mln PLN straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (Gamesture) – w naszych prognozach zakładaliśmy poziom ok. 0,9 mln PLN straty.
- Spółka w 3Q'23 wygenerowała 22,1 mln PLN zysku netto (+16,2% r/r).
- W 3Q'23 przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 32,5 mln PLN (+2,4% r/r), przepływy z działalności inwestycyjnej sięgnęły -2,0 mln PLN (-1,1 mln PLN dot. nabycia jednostek uczestnictwa w funduszu Sisu Game Ventures, a -0,6 mln PLN pożyczki Gamesture), a z działalności finansowej -1,3 mln PLN. Na koniec września'23 spółka posiadała 133,8 mln PLN środków pieniężnych (+28,4 mln PLN q/q) i 32,7 mln PLN pozostałych aktywów finansowych (+1,0 mln PLN q/q).
- **MAU gry „Fishing Clash”** wzrosło zarówno q/q jak i r/r odpowiednio o 13,5% i 4,4% do poziomu 2,7 mln.
- **MAU gry „Hunting Clash”** wzrosło zarówno q/q jak i r/r odpowiednio o 86,3% i 60,6% do poziomu 2,0 mln.
- **Gra „Fishing Clash” – na przestrzeni października'23 wygenerowała 24,4 mln PLN przychodów (vs 24,5 mln PLN we wrześniu'23).** W listopadzie udostępniona została udostępniona wersja przeglądarkowa gry, która przynosi wszystko co najlepsze z gry mobilnej na duży ekran. Celem tego działania jest próba dotarcia do nowych klientów, dalsza optymalizacja działań marketingowych oraz efektywniejsze przekierowanie graczy do TSG Store, a także stworzenie nowych możliwości na współpracę biznesową.
- **„Hunting Clash” – gra we wrześniu została wzbogacona o nowy system broni, który poprawił wskaźniki konwersji w przypadku nowych graczy. Zespół „CH” pracuje nad jego dalszą optymalizacją i skuteczniejszym wykorzystaniem potencjału monetizacyjnego. W 3Q'23 gracze mogli poznać trzy całkiem nowe lokacje (jedna w 2Q'23). W grze pojawiło się więcej wydarzeń dla graczy, także tych wykorzystujących nowe funkcjonalności, nowe formaty wydarzeń oraz większa liczba nowych zwierząt. W październiku br. zespół Hunting Clash zdecydował się na eksperyment z nową formułą wydarzenia w grze, który nie przyniósł zadawalających efektów. W rezultacie wartość płatności wygenerowanych przez grę wyniosła tylko 7,4 mln PLN (vs 9,0 mln PLN we wrześniu), jednakże grupa dość szybko zauważyła błąd i trwają intensywne prace nad poprawą tej sfery gry.**
- **Gra „Wings of Heroes” –3Q'23 był okresem intensywnych AB testów oraz zmian w balansie gry. Po wprowadzeniu kluczowych zmian w progresji i ekonomii zespół odpowiedzialny za rozwój „WoH” skupił się na zaangażowaniu graczy oraz zapewnieniu im większej liczby wyzwań w grze. Było to możliwe dzięki wprowadzeniu do gry systemu Live Ops wzorowanego na pozostałych grach grupy. System udało się wprowadzić do gry w końcówce 3Q'23, a jego efekty będą widoczne w wynikach gry począwszy od 4Q'23.** Zespół Wings of Heroes pracował również intensywnie nad first time user experience. Przełożyło się to na lepsze zrozumienie gry przez graczy, wzrost zaangażowania (więcej rozgrywanych bitew) oraz monetyzacji (ulepszanie samolotów). Wpłynęło to również na poprawę wskaźników retencji. Nieprzerwanie trwają również prace nad zapewnieniem nowego kontentu w grze. W samym 3Q'23 do gry dodane zostały 2 nowe mapy, 4 nowe samoloty oraz 200 nowych scenariuszy bitew. Poprawiła się również techniczna strona funkcjonowania gry oraz jej ocena na najpopularniejszych platformach. W październiku br. płatności w grze delikatnie wzrosły w stosunku do września'23 i wyniosły 600 tys. PLN.
- **Odpis wartości firmy Rotos** - TEN zdecydował o utworzeniu odpisu wartości firmy wynikającej z nabycia spółki Rortos S.r.l. w wysokości 9,4 mln EUR. Wraz z aktualizacją prognoz finansowych nabytej spółki, zmianie uległa szacowana kwota do wypłaty w postaci płatności earnout. Spadek zobowiązania w stosunku do wartości poprzednio prezentowanej w sprawozdaniu został oszacowany na 4,5 mln EUR. **Powyższe działania łącznie będą skutkowały obniżeniem w 4Q'23 wyniku grupy o 4,9 mln EUR.** Utworzenie powyższego odpisu ma charakter niegotówkowy i w opinii zarządu nie wpływa na prowadzenie biznesu i nie oznacza w żaden sposób zmiany strategii. Odpis wynika

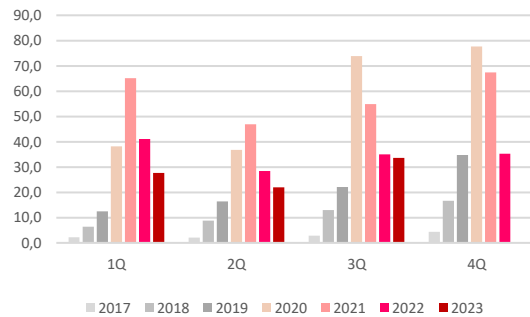
z konieczności aktualizacji modelu finansowego na kolejne lata. Rortos posiada w swoim portfolio 3 duże gry, które generują bieżące przepływy pieniężne oraz kilka mniejszych projektów. Główne gry to Real Flight Simulator, Airline Commander oraz Wings of Heroes. Poziom przepływów gotówkowych w dwóch pierwszych tytułach jest stosunkowo stały na przestrzeni ostatnich lat i stanowi główne źródło utrzymania studia. Najnowsza produkcja, tj. gra Wings of Heroes, jest w fazie intensywnej przebudowy, pracuje nad nią zespół wybitnych specjalistów zarówno z Polski jak i Włoch, a istotna poprawa parametrów gry wydaje się być perspektywą czasu. Pierwotne modele służące do rozpoznania nabycia spółki opierały się na stabilnych przepływach dla gier Real Flight Simulator oraz Airline Commander oraz na istotnym wpływie na wyniki nowego tytułu już w 2023 i 2024 roku. Dziś zarząd TEN uważa, że dalsza realizacja planów Rortos i wzrost wartości Wings of Heroes są możliwe, ale ich tempo jest wolniejsze i wynika ze specyfiki rozwoju produktów F2P.

- **Skup akcji własnych** - zarząd spółki wystąpił z wnioskiem do WZA o zgodę na przeprowadzenie skupu akcji własnych. WZA, którego przedmiotem obrad jest upoważnienie zarządu do przeprowadzenia programu skupu akcji własnych w ciągu 12 miesięcy od udzielenia zgody zostało zwołane na dzień 19 grudnia 2023 r. Spółka planuje przeznaczyć na nabycie akcji do 115 mln PLN, a jednostkowa cena nabycia akcji ma wynieść max. 300 PLN. Intencją zarządu jest natychmiastowe umorzenie minimum 90% nabytych akcji. Do udziału w programie skupu akcji własnych uprawnieni będą wszyscy akcjonariusze na tych samych prawach.

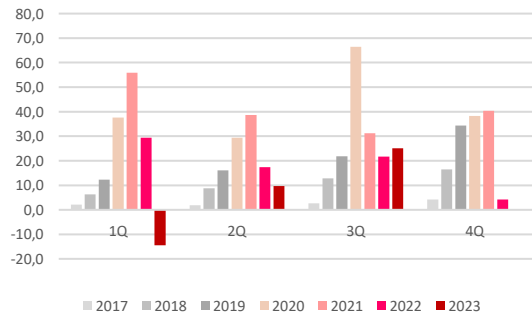
Przychody [mln PLN]



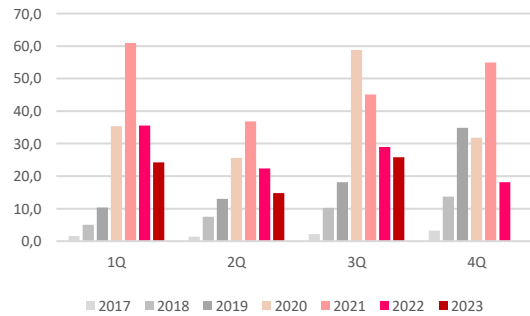
EBITDA adj. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
EBIT [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka
Zysk netto adj. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

- Oczekujemy, że 4Q'23 pomimo sezonowości przyniesie dalszą poprawę płatności q/q dzięki zwiększaniu atrakcyjności flagowych gier i poszerzeniu oferty TSG Store. Przypominamy, że w związku z wysokim CPI obserwowanym pod koniec roku, znacząco rośnie koszt pozyskiwania nowych kohort, co wpływa na ograniczanie budżetów na kampanie marketingowe przez mobilnych deweloperów w tym okresie. Jednakże, mając na uwadze ostatnie wypowiedzi zarządu zakładamy znacznie niższe cięcia wydatków reklamowych niż to miało miejsce w ostatnich latach, spowodowane chęcią uniknięcia spadków przychodów na początku roku wywołanych obniżeniem UA. Przypominamy, że w wynikach ostatniego kwartału zostanie rozpoznany niegotówkowy odpis na wartości firmy Rortos w wysokości 4,9 mln EUR. W całym 2H'23 oczekujemy 67,0 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 51,9 mln PLN skoryg. zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	150,3	124,1	132,9	131,2	117,4	104,9	105,6	113,6	115,8	122,0	128,3	131,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	134,5	106,5	115,7	111,7	98,1	86,0	87,8	93,1	94,2	99,7	104,7	106,6
EBITDA	32,1	29,6	25,7	24,5	17,1	14,8	30,0	11,4	29,6	31,8	32,4	32,6
EBITDA skoryg.	41,1	28,4	35,0	35,3	27,6	21,9	33,7	33,3	29,6	31,8	32,4	32,6
EBIT	29,4	17,4	21,6	4,2	-14,4	9,6	25,0	6,5	24,7	26,9	27,5	27,7
Zysk brutto	31,0	18,3	20,9	-6,7	-16,0	10,0	23,2	5,0	25,1	27,5	27,1	27,6
Zysk netto	25,6	14,9	19,1	-7,3	-12,8	7,6	22,1	4,2	21,3	23,4	23,1	23,5
Zysk netto skoryg.	35,6	22,4	29,0	18,2	24,2	14,8	25,8	26,1	21,3	23,4	23,1	23,5
Marża brutto ze sprzedaży	89,5%	85,8%	87,1%	85,2%	83,5%	82,0%	83,1%	82,0%	81,4%	81,7%	81,6%	81,4%
Marża EBITDA	21,4%	23,9%	19,4%	18,7%	14,6%	14,1%	28,4%	10,1%	25,6%	26,1%	25,3%	24,9%
Marża EBITDA skoryg.	27,4%	22,9%	26,3%	26,9%	23,5%	20,9%	31,9%	29,3%	25,6%	26,1%	25,3%	24,9%
Marża EBIT	19,6%	14,1%	16,3%	3,2%	-12,3%	9,2%	23,7%	5,7%	21,3%	22,0%	21,4%	21,2%
Marża zysku netto	17,0%	12,0%	14,3%	-5,5%	-10,9%	7,2%	21,0%	3,7%	18,4%	19,2%	18,0%	17,9%
Marża zysku netto skoryg.	23,7%	18,0%	21,8%	13,8%	20,6%	14,1%	24,4%	22,9%	18,4%	19,2%	18,0%	17,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	115,3	241,1	578,2	634,0	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8	475,9	523,1
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	107,9	229,8	552,8	580,1	468,5	365,0	405,2	391,6	387,3	373,3	407,8
EBITDA	45,0	85,7	174,9	177,6	112,0	73,4	126,5	107,8	102,0	102,3	103,6
EBITDA skoryg.	45,0	86,3	229,6	234,2	139,8	116,6	126,5	107,8	102,0	102,3	103,6
EBIT	44,3	84,6	171,8	166,2	72,7	26,7	106,8	88,9	83,2	83,5	83,9
Zysk brutto	44,8	84,6	170,9	162,0	63,4	22,2	107,4	89,5	87,1	86,2	85,9
Zysk netto	36,5	76,4	151,6	141,3	52,3	21,0	91,3	76,1	74,0	73,3	73,0
Marża brutto ze sprzedaży	93,6%	95,3%	95,6%	91,5%	87,0%	82,7%	81,5%	80,3%	79,4%	78,5%	78,0%
Marża EBITDA	39,1%	35,6%	30,2%	28,0%	20,8%	16,6%	25,4%	22,1%	20,9%	21,5%	19,8%
Marża EBITDA skoryg.	38,4%	35,1%	29,7%	26,2%	13,5%	6,0%	21,5%	18,2%	17,1%	17,6%	16,0%
Marża EBIT	31,6%	31,7%	26,2%	22,3%	9,7%	4,8%	18,4%	15,6%	15,2%	15,4%	14,0%
Marża zysku netto	31,6%	31,7%	26,2%	22,3%	9,7%	4,8%	18,4%	15,6%	15,2%	15,4%	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spodziewamy się dalszych pozytywnych efektów prowadzonych szeroko zakrojonych działań w grach „FC” i „HC”. Zakładamy, że kontynuacja strategii polegającej na skupieniu zespołów na poprawie atrakcyjności flagowych tytułów pod względem udostępnianego kontentu i wydarzeń (LiveOps) oraz technologii (mniej błędów itp.) i mechanik, przyniesie dalszą poprawę ich KPIs, co w połączeniu ze zwiększaniem udziału płatności przez TSG Store przełoży się na poprawę monetyzacji r/r.
- W naszych prognozach na 2024 r. zakładamy wzrost płatności w „FC” do poziomu 24 mln PLN/ miesiąc przy UA na poziomie 16,5-17%. W całym 2024 r. szacujemy 290,0 mln PLN przychodów z tego tytułu przy UA równym 48,5 mln PLN.
- Wierzmy, że „Hunting Clash” ma najlepszy okres jeszcze przed sobą. Spodziewamy się, że m.in. dzięki skupieniu większej uwagi spółki na tym tytule, przebudowie kluczowych systemów i mechanik, dalszej poprawie technologii, wprowadzaniu dodatkowego i regularnego kontentu, ulepszaniu live-opsów oraz wprowadzeniu gry do TSG Store przychody generowane 2024 roku wzrosną do poziomu ok. 10 mln PLN/miesiąc przy UA na poziomie 37%. W całym 2024 r. szacujemy 122,1 mln PLN przychodów z tego tytułu przy UA równym 45,2 mln PLN.
- Oczekujemy, że w okolicach połowy 2024 r. „Wings of Heroes” będzie grą przygotowaną do ponownego skalowania. Tak jak wskazywaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji, zakładamy, że po wprowadzeniu planowanych zmian, które znacząco wpłyną na poprawę kluczowych KPIs (LTV, retencja) przychody tego tytułu będą w stanie poprawić się co najmniej 3x vs poziomy osiągnięte w styczniu'23 (do ok. 6,6 mln PLN/ msc).
- Oczekujemy stabilnej monetyzacji r/r pozostałych tytułów włoskiego dewelopera. W całym 2024 r. zakładamy, że Rortos wypracuje ok. 54,0 mln PLN przychodów, z czego „WoH” 22,8 mln PLN (przy UA na poziomie 10,3 mln PLN).
- W związku z uruchomieniem sklepu TSG Store i dodaniem do niego flagowych tytułów oczekujemy spadku prowizji platform do poziomu 28,1% w 2024 r.

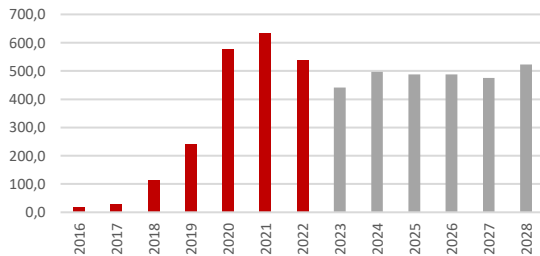
- Naszym zdaniem, ponowna premiera, odpowiednio przygotowanego i rozbudowanego produktu jakim jest „WoH” będzie istotnym czynnikiem pro wzrostowym dla wyników spółki w kolejnych okresach. W całym 2024 r. prognozujemy 497,1 mln PLN przychodów, 126,5 mln PLN adj. EBITDA oraz 91,3 mln PLN adj. zysku netto.
- Spółka Gamesture skupia się obecnie na osiągnięciu break even. W naszych prognozach na 2024 r. i na kolejne lata zakładamy jego neutralną kontrybucję do wyników Ten Square Games.
- W związku z potencjalnymi perturbacjami na rynku reklamy wywołanymi oczekiwaną zmianą polityki prywatności Google, podchodzimy konserwatywnie do prognozowanych przez nas wydatków na UA zakładając gorszą efektywność prowadzonych kampanii marketingowych na flagowych grach TEN vs 2023 r.

Prognozy wyników BDM vs konsensus – wybrane dane [mln PLN]

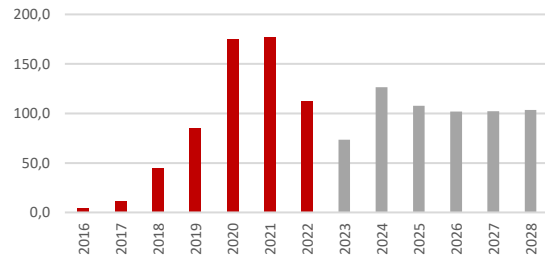
	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody BDM	441,6	497,1	487,7	487,8
Przychody konsensus	464,0	456,4	463,0	386,0
Różnica	-4,8%	8,9%	5,3%	26,4%
EBITDA BDM	73,4	126,5	107,8	102,0
EBITDA konsensus	67,2	101,0	90,6	94,0
Różnica	9,3%	25,2%	19,0%	8,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

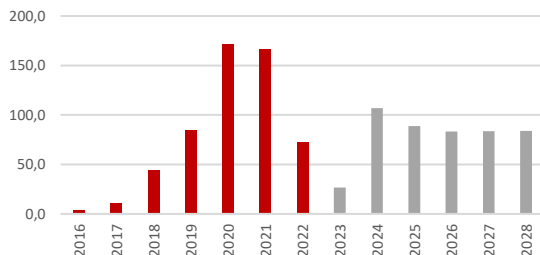
Przychody [mln PLN]



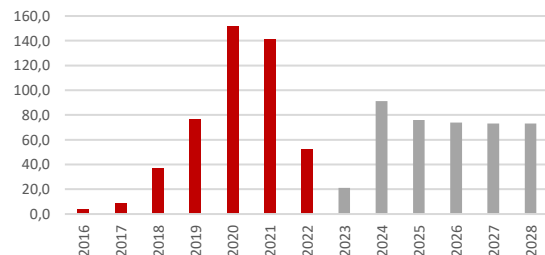
EBITDA [mln PLN]



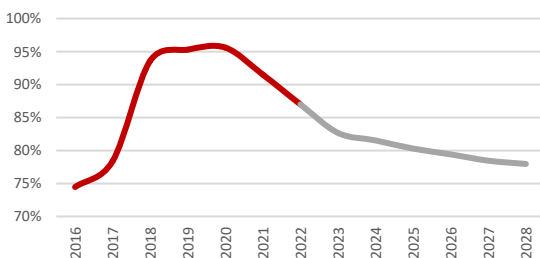
EBIT [mln PLN]



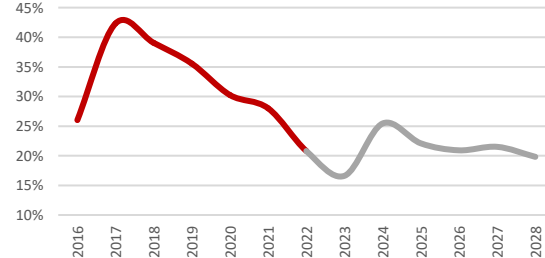
Zysk netto [mln PLN]



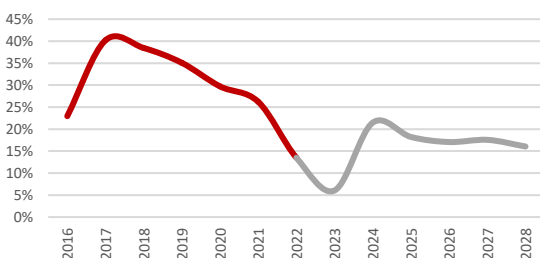
Rentowność brutto [%]



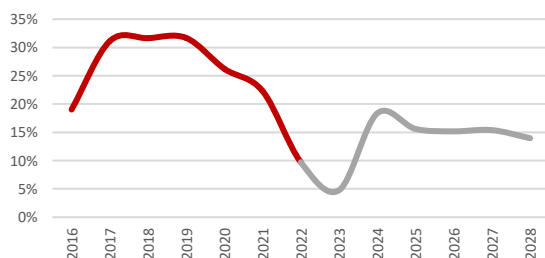
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

- Ostatnie miesiące za sprawą prac nad poprawą jakości i technologii oraz uruchomieniu TSG Store przyniosły wyraźniejszą poprawę przychodów gry „Fishing Clash” vs nasze oczekiwania z poprzedniej rekomendacji. Mając powyższe na uwadze podwyższamy nasze założenia dotyczące tego tytułu.
- Jednocześnie biorąc pod uwagę słabsze dynamiki wzrostu monetyzacji „Hunting Clash” oraz niższe płatności z „Airline Commander” vs nasze założenia obniżamy prognozy co do tych produktów.
- Negatywnie na naszą projekcję przychodów wpływa umocnienie PLN.
- W związku z uruchomieniem wspomnianego sklepu obniżeniu uległy koszty prowizji platform, co implikujemy w naszych aktualnych prognozach. Oczekujemy, że ich % relacja do przychodów na przestrzeni 2024 r. spadnie do poziomu 28,1%.
- Mając na uwadze niższe wydatki na UA oraz większą dyscyplinę kosztową obniżamy nasze założenia co nakładów marketingowych w kolejnych okresach.
- Obniżeniu ulega prognozowany przez nas ernout wypłacany firmie Rortos.
- Uwzględniamy w naszych założeniach zaktualizowany cennik Unity przyjmując opłatę naliczaną od pobrań gier (PRO). Spodziewamy się, że pierwsze koszty zostaną rozpoznane po aktualizacji silnika do najnowszej wersji (Unity LTS), co naszym zdaniem nastąpi dopiero w 2025 r.
- Obniżeniu ulega efektywna stawka podatkowa z 17% do 15%.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 28.06.2023 [mln PLN]

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
POPRZEDNIA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7
Fishing Clash	482,9	356,0	270,7	282,1	263,0	243,6
Let's Fish	14,5	10,4	7,8	5,8	4,4	3,1
Wild Hunt	13,1	10,6	7,5	5,6	4,2	2,9
Hunting Clash	115,8	122,5	125,8	133,5	134,7	137,1
Rortos	14,1	39,5	44,6	57,5	69,0	88,1
AKTUALNA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	634,0	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8
Fishing Clash	482,9	356,0	277,3	290,0	271,6	254,2
Let's Fish	14,5	10,4	7,4	5,6	4,2	2,9
Wild Hunt	13,1	10,6	7,8	5,9	4,4	3,1
Hunting Clash	115,8	122,5	108,2	122,1	124,0	126,2
Rortos	14,1	39,5	41,6	54,0	64,3	82,6
ZMIANA %						
Przychody [mln PLN]	0,0%	0,0%	-2,4%	2,2%	2,3%	2,5%
Fishing Clash	0,0%	0,0%	2,4%	2,8%	3,3%	4,3%
Let's Fish	0,0%	0,0%	-4,6%	-3,8%	-4,9%	-5,5%
Wild Hunt	0,0%	0,0%	4,0%	4,5%	4,5%	5,9%
Hunting Clash	0,0%	0,0%	-14,0%	-8,6%	-8,0%	-7,9%
Rortos	0,0%	0,0%	-6,8%	-6,1%	-6,9%	-6,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 28.06.2023 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	452,4	441,6	-2,4%	486,2	497,1	2,2%	476,6	487,7	2,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	372,7	365,0	-2,1%	404,9	405,2	0,1%	393,7	391,6	-0,5%
EBITDA	71,4	73,4	2,8%	95,5	126,5	32,5%	87,1	107,8	23,7%
EBITDA skoryg.	89,9	116,6	29,6%	95,5	126,5	32,5%	87,1	107,8	23,7%
EBIT	24,6	26,7	8,6%	75,7	106,8	41,1%	68,1	88,9	30,5%
Wynik brutto	20,6	22,2	7,7%	74,3	107,4	44,5%	65,6	89,5	36,4%
Wynik netto	17,6	21,0	19,5%	61,6	91,3	48,2%	54,5	76,1	39,6%
marża brutto	82,4%	82,7%		83,3%	81,5%		82,6%	80,3%	
marża EBITDA	15,8%	16,6%		19,6%	25,4%		18,3%	22,1%	
marża EBIT	19,9%	26,4%		15,6%	25,4%		14,3%	22,1%	
marża netto	3,9%	6,0%		12,7%	21,5%		11,4%	18,2%	
USD/PLN	4,071	4,025	-1,1%	4,151	4,044	-2,6%	4,115	3,979	-3,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	16,1	298,9	314,1	262,0	252,8	244,9	237,7	231,3	224,9
Rzeczowe aktywa trwałe	8,6	15,2	21,4	14,9	15,0	14,8	14,7	14,7	14,8
Wartości niematerialne	4,7	106,4	102,6	67,0	57,8	50,0	42,9	36,6	30,1
Pozostałe aktywa trwałe	2,8	16,2	25,9	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3	37,3
Wartość firmy	0,0	161,1	164,2	142,7	142,7	142,7	142,7	142,7	142,7
Aktywa obrotowe	307,6	221,4	206,6	243,8	233,3	248,2	266,5	290,3	297,8
Należności	55,2	62,0	47,5	41,2	45,8	47,1	47,2	48,1	48,2
Inne aktywa obrotowe	15,8	19,8	32,5	36,7	36,1	36,1	36,1	36,1	36,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	236,6	139,6	126,6	165,9	151,4	164,9	183,2	206,0	213,4
Aktywa razem	323,7	520,3	520,7	505,7	486,1	493,0	504,2	521,6	522,7
Kapitał własny	238,1	351,1	342,5	335,9	312,2	319,8	336,8	354,5	354,3
Zobowiązania długoterminowe	7,4	65,0	68,2	32,4	31,0	30,0	24,2	24,2	24,2
Zobowiązania krótkoterminowe	78,2	104,2	110,0	137,4	142,9	143,2	143,2	142,9	144,2
Zobowiązania handlowe	12,4	6,8	13,1	11,8	13,3	13,5	13,5	13,2	14,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	65,8	97,4	96,9	125,6	129,6	129,6	129,6	129,6	129,6
Pasywa razem	323,7	520,3	520,7	505,7	486,1	493,0	504,2	521,6	522,7
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	578,2	634,0	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8	475,9	523,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	552,8	580,1	468,5	365,0	405,2	391,6	387,3	373,3	407,8
EBITDA	174,9	177,6	112,0	73,4	126,5	107,8	102,0	102,3	103,6
EBITDA skoryg.	229,6	234,2	139,8	116,6	126,5	107,8	102,0	102,3	103,6
Amortyzacja	1,2	8,0	16,5	20,4	19,7	18,9	18,8	18,8	19,7
EBIT	171,8	166,2	72,7	26,7	106,8	88,9	83,2	83,5	83,9
Saldo działalności finansowej	-0,8	-4,2	-6,5	-1,3	0,6	0,6	3,9	2,7	2,0
Zysk (strata) brutto	170,9	162,0	63,4	22,2	107,4	89,5	87,1	86,2	85,9
Zysk (strata) netto	151,6	141,3	52,3	21,0	91,3	76,1	74,0	73,3	73,0
Zysk (strata) netto skoryg.	206,4	197,9	105,1	90,9	91,3	76,1	74,0	73,3	73,0
CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	193,7	200,4	137,9	124,3	116,0	98,1	92,8	90,8	93,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-222,0	-55,5	-26,8	-13,7	-16,1	-17,4	-12,4	-13,3
Przepływy z działalności finansowej	-28,2	-75,1	-95,2	-57,7	-116,8	-68,4	-57,1	-55,5	-73,3
Przepływy pieniężne netto	160,9	-96,7	-12,8	39,8	-14,5	13,5	18,3	22,8	7,4
Środki pieniężne na początek okresu	75,2	236,6	139,6	126,6	165,9	151,4	164,9	183,2	206,0
Środki pieniężne na koniec okresu	236,6	139,6	126,6	165,9	151,4	164,9	183,2	206,0	213,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	9,7%	-15,1%	-18,0%	12,6%	-1,9%	0,0%	-2,4%	9,9%
EBITDA zmiana r/r	1,5%	-36,9%	-34,5%	72,4%	-14,8%	-5,3%	0,3%	1,3%
EBITDA skoryg. zmiana r/r	2,0%	-40,3%	-16,6%	8,5%	-14,8%	-5,3%	0,3%	1,3%
EBIT zmiana r/r	-3,2%	-56,3%	-63,3%	299,7%	-16,8%	-6,4%	0,4%	0,4%
Zysk netto zmiana r/r	-6,8%	-63,0%	-59,8%	333,8%	-16,6%	-2,7%	-1,0%	-0,3%
Zysk netto skoryg. zmiana r/r	-4,1%	-46,9%	-13,5%	0,4%	-16,6%	-2,7%	-1,0%	-0,3%
Marża brutto na sprzedaży	91,5%	87,0%	82,7%	81,5%	80,3%	79,4%	78,5%	78,0%
Marża EBITDA	28,0%	20,8%	16,6%	25,4%	22,1%	20,9%	21,5%	19,8%
Marża EBITDA skoryg.	36,9%	26,0%	26,4%	25,4%	22,1%	20,9%	21,5%	19,8%
Marża EBIT	26,2%	13,5%	6,0%	21,5%	18,2%	17,1%	17,6%	16,0%
Marża netto	22,3%	9,7%	4,8%	18,4%	15,6%	15,2%	15,4%	14,0%
Marża netto skoryg.	31,2%	19,5%	20,6%	18,4%	15,6%	15,2%	15,4%	14,0%
ROE	40,2%	15,3%	6,3%	29,2%	23,8%	22,0%	20,7%	20,6%
ROA	27,2%	10,1%	4,2%	18,8%	15,4%	14,7%	14,0%	14,0%
Dług netto	-126,9	-117,4	-160,7	-148,1	-161,6	-179,9	-202,7	-210,1
Dług netto / kapitał własny	-36,1%	-34,3%	-47,8%	-47,4%	-50,5%	-53,4%	-57,2%	-59,3%
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,0	-2,2	-1,2	-1,5	-1,8	-2,0	-2,0
Dług netto / EBIT	-0,8	-1,6	-6,0	-1,4	-1,8	-2,2	-2,4	-2,5
EV	532,2	541,7	498,3	396,0	382,4	364,1	341,3	333,9
CAPEX / Przychody	1,6%	2,3%	0,4%	2,0%	2,1%	2,2%	2,4%	2,9%
CAPEX / Amortyzacja	125,7%	75,6%	9,0%	51,4%	54,4%	56,6%	59,7%	76,3%
Amortyzacja / Przychody	1,3%	3,1%	4,6%	4,0%	3,9%	3,9%	4,0%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	3,0%	2,9%	2,4%	-0,2%	-0,2%	0,0%	-0,3%	0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-33,8%	16,4%	10,8%	1,9%	-10,9%	6,9%	-10,9%	-2,5%
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	1,1	1,2	1,5	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1
P/E*	4,7	12,7	31,7	6,0	7,2	7,4	7,5	7,5
P/E skoryg.*	3,4	6,3	7,3	6,0	7,2	7,4	7,5	7,5
P/BV*	1,9	1,9	2,0	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6
P/CE*	92,0	37,6	11,5	54,8	41,9	36,7	32,3	31,1
EV/EBITDA*	3,0	4,9	6,9	3,2	3,6	3,6	3,4	3,3
EV/EBITDA skoryg.*	2,3	3,9	4,3	3,2	3,6	3,6	3,4	3,3
EV/EBIT*	3,2	7,6	18,9	3,8	4,4	4,5	4,2	4,1
EV/S*	1,0	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,6
BVPS	47,9	46,7	45,8	51,6	52,8	55,6	58,5	58,5
EPS	19,3	7,1	2,9	15,1	12,6	12,2	12,1	12,1
CEPS	1,0	2,4	7,9	1,7	2,2	2,5	2,8	2,9
Dywidenda	73,0	72,3	52,3	0,0	68,4	57,1	55,5	73,3
DPS	10,0	9,9	7,1	0,0	11,3	9,4	9,2	12,1
Dywidend	11,0%	10,9%	7,9%	0,0%	12,4%	10,4%	10,1%	13,3%
Payout ratio	48,2%	51,2%	99,9%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 91,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
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

Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
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

Piotr Dedecjus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@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	138	kupuj	104	23.11.2023	09:55 CET	91,0	74 817
kupuj	104	kupuj	126	28.06.2023	11:25 CEST	81,8	66 922
kupuj	126	kupuj	549	04.10.2022	13:10 CEST	106	47 486
kupuj	549	kupuj	685	17.11.2021	17:30 CEST	341	71 523
kupuj	685	sprzedaj	206	04.12.2020	08:00 CEST	540	53 968
sprzedaj	206	-	-	14.01.2020	08:00 CEST	243	59 275

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	3	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: 2023-11-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-11-23 (09:55 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-11-30 (09:55 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 obciążona 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 portfela 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej 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 wczytane 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 premiowe. Dodatkowe 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 2023-11-23:

- 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.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.