



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

Po serii nieudanych inwestycji Ten Square Games powraca do pracy nad nowymi projektami. Naszym zdaniem decyzja ta wynika, z konkretnego pomysłu na nowy produkt. Uważamy, że inspiracją dla twórców mógł okazać się debiutujący w 2H'23 konkurencyjny tytuł z niszy łowieckiej, czyli „Hunting Sniper”, który w samym kwietniu'24 wypracował ok. 2,6 mln USD przychodów (vs 1,2 mln USD „HC” i 3,0 mln USD „FC”). Biorąc pod uwagę duże zainteresowanie, jakim cieszy się „HC” (MAU przekraczające 2,6 mln), sądzimy, że projekt ten nie ma większego negatywnego wpływu na monetyzację flagowej gry spółki (prawdopodobnie poza ewentualnym podniesieniem cen reklam). Przyuszczamy więc, że „HS” skierowany jest do innego grona odbiorców, charakteryzującego się wysokimi wskaźnikami monetyzacji (co można zauważyć zestawiając pobrania z przychodami). Zważając na fakt, iż spółka dysponuje gotowymi narzędziami i mechanikami oraz sporym know-how w obszarze gier łowieckich, uważamy, że stworzenie i dostarczenie produktu do pierwszych testów na rynku to prawdopodobnie kwestia najbliższych tygodni/ miesięcy. Zakładając scenariusz konfrontacji lidera z pretendentem, jak i równy podział wpływów z tej sub-niszy, poziom generowanych wpływów z nowej gry może być zbliżony do tych z „Hunting Clash”. Warto podkreślić, iż nieliczne studia, znają tak dobrze jak Ten Square Games ten rodzaj gracza (zainteresowanego tematyką łowiectwa) i dysponują tak dużą bazą użytkowników, co może okazać się ważnym atutem w próbie konkurencji z firmą Sparks Info. Pragniemy zaznaczyć, iż w naszym modelu podchodzimy konserwatywnie nie zakładając potencjalnych wpływów z tej gry, stąd też każdy pozytywny scenariusz może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje. Mając powyższe na uwadze, uważamy, że spółka stoi przed szansą stworzenia produktu, który może przywrócić wiarę inwestorów w umiejętność studia do tworzenia nowych gier, jak i znacząco poprawić jej wyniki. Utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ jednocześnie obniżając cenę docelową do 118 PLN/ akcję (30% powyżej obecnej ceny rynkowej).

Początek 2024 r. przyniósł głębszą niż zakładaliśmy regresję monetyzacji flagowych tytułów spółki, a w samym 1Q'24 płatności wyniosły 99,8 mln PLN (-15% r/r i -8% q/q). Tak duży spadek wynikał m.in. z sezonowości prowadzonego biznesu (niższa aktywność graczy na początku roku) oraz umocnienia PLN. Jednakże duże zmiany wdrożone do gier przełożyły się już w marcu na widoczną poprawę odczytów. Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing spółce udało się w 1Q'24 utrzymać solidny poziom wyniku skoryg. EBITDA = 27,5 mln PLN (płasko r/r).

Przypominamy, że w lutym „Hunting Clash” doczekał się największej zmiany od momentu uruchomienia gry (przebudowa systemu walki). Uważamy że wyżej wspomniane działania związane z produkcją nowej gry, wiązały się z oddelegowaniem części zespołu „HC” do nowego projektu. Zmiany te prawdopodobnie przekładają się na zmniejszoną systematyczność w dodawaniu nowego kontentu, tym samym przesuwają w czasie efekt przychodowy tej modyfikacji. W całym 2024 r. liczymy się ze spadkiem przychodów z tego źródła o 11% r/r do ok. 98,8 mln PLN. Jednocześnie liczymy, że dzięki wyżej wspomnianej największej aktualizacji, monetyzacja „HC” w 2025 r. ulegnie poprawie r/r.

Uważamy, że obecny konsensus rynkowy jest konserwatywny, co stwarza przestrzeń do potencjalnych pozytywnych zaskoczeń wynikowych ze strony wrocławskiego dewelopera gier mobilnych. Po słabszym starcie 2024 r. pod względem monetyzacji flagowych tytułów, oczekujemy, że kolejne kwartały za sprawą dużych zmian w rozwoju gier przyniosą poprawę przychodów, co przy stabilnym poziomie kosztów osobowych jak i konserwatywnym podejściu do wydatków marketingowych przełoży się również na progresję niższych linii wynikowych. Zakładamy, że w całym 2024 r. spółka będzie w stanie wypracować 114,3 mln PLN skoryg. EBITDA (+11% vs konsensus).

Uwagę zwracają coraz lepsze wyniki gry „Wings of Heroes”, która dzięki intensywnej rozbudowie głębi znacząco poprawiła swoje KPIs. Osiągnięcia spółki w zakresie kluczowych wskaźników, stworzyły przestrzeń do zwiększenia inwestycji w pozyskiwanie użytkowników. Spodziewamy się, że dzięki ponownemu wejściu na ścieżkę stopniowego skalowania, przychody tego tytułu powinny dynamicznie się poprawiać w kolejnych miesiącach. Oczekujemy, że przychody z tego tytułu będą w stanie poprawić się w następnych latach ok. 3x vs aktualnie rekordowe poziomy osiągnięte w styczniu'23 (do ok. 6 mln PLN/ msc).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	634,0	538,6	436,1	426,2	422,5	417,7
EBITDA [mln PLN]	177,6	112,0	50,0	113,0	99,1	92,4
EBITDA skoryg. [mln PLN]	234,2	139,8	118,6	114,3	100,4	92,4
EBIT [mln PLN]	166,2	72,7	3,5	94,4	82,6	76,3
Wynik brutto [mln PLN]	162,0	63,4	17,0	94,7	84,7	81,2
Zysk netto [mln PLN]	141,3	52,3	15,2	81,7	72,0	69,1
P/E	4,1	11,1	43,8	7,1	8,1	8,4
P/E skoryg.	2,9	5,5	6,0	7,0	7,9	8,4
EV/EBITDA	2,6	4,2	10,2	3,9	4,2	4,4
EV/EBITDA skoryg.	1,9	3,3	4,3	3,8	4,2	4,4
EV/EBIT	2,7	6,4	144,6	4,7	5,1	5,3

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 118 PLN

15 MAJA 2024, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	117
Wycena porównawcza [PLN]	119
Wycena końcowa [PLN]	118
Potencjał do wzrostu	30%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	90,8
Kapitalizacja [mln PLN]	665,6
Ilość akcji [mln. szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	108,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	85,2
Stopa zwrotu za 3 mc	-14%
Stopa zwrotu za 6 mc	7%
Stopa zwrotu za 9 mc	19%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie Akcjonariuszy	27,2%
Ten Square Games	13,5%
Pozostali	59,3%

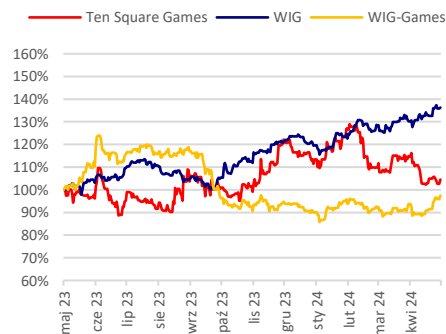
Krzysztof Kocz

krzysztof.kocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
FINANSE I PROGNOZY	9
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23.....	9
PROGNOZA NA 1Q'24	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	12
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	17
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	634,0	538,6	436,1	426,2	422,5	417,7	413,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	580,1	468,5	363,4	349,8	344,6	336,4	324,8
EBITDA	177,6	112,0	50,0	113,0	99,1	92,4	87,5
EBITDA skoryg.	234,2	139,8	118,6	114,3	100,4	92,4	87,5
EBIT	166,2	72,7	3,5	94,4	82,6	76,3	70,9
Zysk brutto	162,0	63,4	17,0	94,7	84,7	81,2	74,6
Zysk netto	141,3	52,3	15,2	81,7	72,0	69,1	63,4

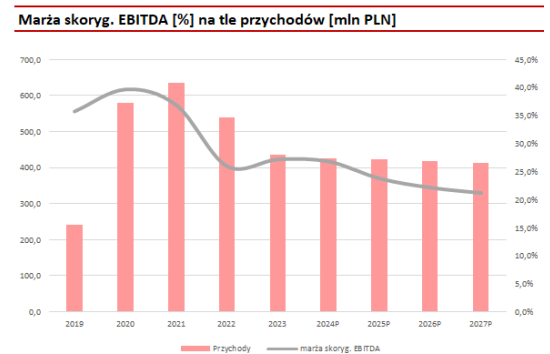
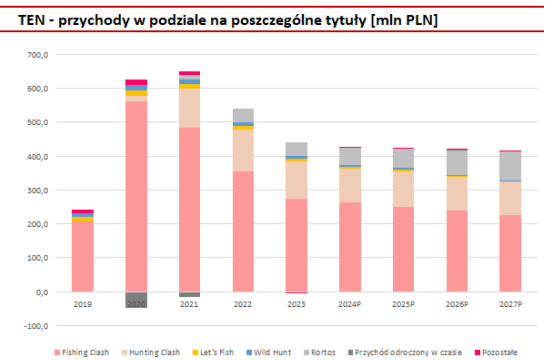
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	298,9	314,1	215,8	204,8	196,3	188,7	184,6
Rzeczowe aktywa trwałe	15,2	21,4	12,7	8,5	7,7	7,1	9,4
Wartości niematerialne	106,4	102,6	64,5	57,7	50,0	42,9	36,5
Pozostałe aktywa trwałe	16,2	25,9	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Wartość firmy	161,1	164,2	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1
Aktywa obrotowe	221,4	206,6	242,3	223,9	242,0	257,9	273,4
Należności	62,0	47,5	47,1	46,0	45,6	45,1	45,5
Inne aktywa obrotowe	19,8	32,5	32,4	31,5	31,5	31,5	31,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	139,6	126,6	162,8	146,4	165,0	181,3	196,5
Aktywa razem	520,3	520,7	458,1	428,7	438,4	446,5	458,0
Kapitał własny	351,1	342,5	291,0	257,5	268,2	283,3	294,8
Zobowiązania długoterminowe	65,0	68,2	29,5	28,7	27,2	20,5	20,5
Zobowiązania krótkoterminowe	104,2	110,0	137,6	142,6	142,9	142,8	142,7
Zobowiązania handlowe	6,8	13,1	10,4	11,4	11,7	11,6	11,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	97,4	96,9	127,2	131,2	131,2	131,2	131,2
Pasywa razem	520,3	520,7	458,1	428,7	438,4	446,5	458,0
Dług netto	-126,9	-117,4	-157,8	-142,8	-161,3	-177,6	-192,8
Dług netto/ Kapitał własny	-36,1%	-34,3%	-54,2%	-55,5%	-60,1%	-62,7%	-65,4%
Dług netto/ EBITDA	-0,7	-1,0	-3,2	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2

Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	200,4	137,9	121,5	109,4	93,0	85,6	79,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-222,0	-55,5	-26,6	-9,7	-13,1	-15,2	-12,4
Przepływy z działalności finansowej	-75,1	-95,2	-58,4	-116,1	-61,3	-54,0	-51,8
Przepływy pieniężne netto	-96,7	-12,8	36,5	-16,4	18,5	16,3	15,2

Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	4,1	11,1	43,8	7,1	8,1	8,4	9,2
P/BV	1,7	1,7	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0
EV/ EBITDA	2,6	4,2	10,2	3,9	4,2	4,4	4,5
EV/EBIT	2,7	6,4	144,6	4,7	5,1	5,3	5,5
EV/S	0,8	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,8
MC/S	0,9	1,1	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4
BVPS	54,7	53,4	39,7	40,2	41,8	44,2	46,0
EPS	22,0	8,2	2,1	12,7	11,2	10,8	9,9
DPS (w danym roku)	11,4	11,3	7,1	0,0	9,6	8,4	8,1

Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	9,7%	-15,1%	-19,0%	-2,3%	-0,9%	-1,1%	-1,0%
EBITDA zmiana r/r	1,5%	-36,9%	-55,4%	126,0%	-12,3%	-6,7%	-5,4%
EBIT zmiana r/r	-3,2%	-56,3%	-95,2%	2582,3%	-12,5%	-7,5%	-7,1%
Zysk netto zmiana r/r	-6,8%	-63,0%	-70,9%	437,3%	-11,9%	-4,1%	-8,2%
Marża EBITDA	28,0%	20,8%	11,5%	26,5%	23,5%	22,1%	21,2%
Marża EBIT	26,2%	13,5%	0,8%	22,1%	19,5%	18,3%	17,2%
Marża netto	22,3%	9,7%	3,5%	19,2%	17,0%	16,5%	15,3%
ROE	0,4	0,2	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2
ROA	0,3	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 90,8 PLN.



Główne założenia	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	436,1	426,2	422,5	417,7	413,4
Fishing Clash	274,2	264,4	251,1	238,3	226,3
- w tym Chiny	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Hunting Clash	110,5	98,8	104,8	100,9	98,3
Let's Fish	7,5	5,6	4,2	3,0	2,1
Wild Hunt	8,1	6,1	4,6	3,2	2,2
Inne	1,7	1,3	1,0	0,7	0,5
Rortos	41,6	50,0	56,8	71,6	84,0
- Airline Commander	9,5	8,5	7,9	7,2	6,8
- RFS	18,2	18,4	18,5	18,3	18,0
- Wings of Heroes	11,5	19,3	28,0	43,8	56,9
USD/PLN	4,025	3,997	4,015	3,948	3,884

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.

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 117 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 119 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 756,4 mln PLN, czyli 118 PLN/akcję.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	117
Wycena porównawcza	30%	119
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		118

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 5,7%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2024 roku zakładamy utrzymanie płatności z gry „Fishing Clash” na zbliżonym poziomie r/r (ok. 22 mln PLN/ miesiąc) przy wydatkach na UA w granicach ok. 3,5-4 mln PLN/ msc. Liczymy się ze spadkiem monetyzacji gry „Hunting Clash” do poziomu ok. 8 mln PLN/ miesiąc przy kosztach akwizycji w okolicach 3 mln PLN/ msc. Oczekujemy, że Rortos wygeneruje na przestrzeni 2024 roku blisko 49 mln PLN przychodów. W całym 2024 r. spodziewamy się delikatnego spadku przychodów r/r do ok. 426,2 mln PLN, przy równoczesnej regresji wyniku na poziomie skoryg. EBITDA = 114,3 mln PLN (-4% r/r).
- W związku z uruchomieniem sklepu TSG Store i dodaniem do niego flagowych tytułów oczekujemy dalszego spadku prowizji platform. Zakładamy, że na koniec 2024 r. średni udział płatności z „FC” przechodzących przez sklep wyniesie ok. 17% i będzie poprawiał się o ok. 0,5% na kwartał, aż do osiągnięcia poziomu ok. 22%. W „HC” spodziewamy się niższych dynamik. Na koniec tego roku oczekujemy udziału sklepu w tym tytule na poziomie ok. 6% oraz kwartalnej progresji na poziomie ok. 0,3-0,4%, aż do osiągnięcia poziomu ok. 14%.
- 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. 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 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 97% nabytych udziałów.
- W spółce aktualnie funkcjonują dwa programy motywacyjne na lata 2024-2025. 1) Pierwszy z nich kierowany jest do kluczowych pracowników i współpracowników grupy. Warunkiem otrzymania akcji jest spełnienie zarówno kryteriów

¹ Znacząc 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).

jakościowych indywidualnych dla uczestników, kryteriów finansowych oraz kryterium pozostawania zatrudnionym w ramach grupy. Łącznie uczestnicy będą mogli nabyć w trzech transzach do 32,4 tys. akcji. Po spełnieniu warunku programu, uczestnicy będą mogli nabyć akcje za cenę nominalną akcji równą 10 gr. za akcję. 2) Drugi natomiast skierowany jest do członków zarządu spółki. Warunkiem otrzymania akcji jest przedstawienie planu działania na 2024 rok (1 transza), osiągnięcie kryteriów finansowych (adj. EBITDA w 2024 na poziomie 135 mln PLN = 100% alokowanego przydziału) za lata 2024-2025 (2 i 3 transza) oraz kryterium pozostawania w zarządzie spółki. Łącznie uczestnicy będą mogli nabyć w trzech transzach do 37,5 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 akcji własnych. – uwzględniamy realizację w naszych założeniach.

- Uwzględniamy również wartość posiadanych pozostałych aktywów finansowych (12,2 mln PLN inwestycja w Gamesture, 8,2 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 stanu na koniec 2023 roku.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 6,4 mln szt. akcji (7,3 mln akcji aktualnie – 0,9 mln sztuk dot. umorzenia nabytych akcji).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 sierpnia 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 752,2 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 117 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	426,2	422,5	417,7	413,4	461,6	525,6	567,1	604,1	634,7	660,9
EBIT [mln PLN]	94,4	82,6	76,3	70,9	71,4	81,2	85,8	90,3	94,0	97,6
Stopa podatkowa	13,7%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,0	12,4	11,5	10,6	10,7	12,2	12,9	13,6	14,1	14,6
NOPLAT [mln PLN]	81,4	70,2	64,9	60,3	60,7	69,0	72,9	76,8	79,9	83,0
Amortyzacja [mln PLN]	18,6	16,6	16,1	16,5	18,7	19,7	20,0	20,1	20,0	19,8
CAPEX [mln PLN]	-7,7	-8,1	-8,5	-12,4	-13,7	-13,5	-13,8	-14,0	-14,3	-14,5
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	4,6	0,8	0,4	-0,5	0,7	0,3	0,5	0,2	0,5	0,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-3,0	-5,1	-6,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	94,0	74,4	66,2	63,9	66,4	75,6	79,7	83,1	86,1	88,8
DFCF [mln PLN]	90,0	62,8	49,2	41,9	38,3	38,5	35,7	32,8	30,0	27,2
Suma DFCF [mln PLN]	446,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	777,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	238,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	684,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]*	-67,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	752,2									
Ilość akcji [mln szt.]	6,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	117									
Przychody zmiana r/r	-2,3%	-0,9%	-1,1%	-1,0%	11,7%	13,9%	7,9%	6,5%	5,1%	4,1%
EBIT zmiana r/r	30,8%	-12,5%	-7,5%	-7,1%	0,6%	13,8%	5,6%	5,3%	4,1%	3,8%
FCF zmiana r/r	-7,8%	-20,9%	-11,0%	-3,4%	3,9%	13,9%	5,4%	4,2%	3,6%	3,2%
Marża EBITDA	26,5%	23,5%	22,1%	21,2%	19,5%	19,2%	18,7%	18,3%	18,0%	17,8%
Marża EBIT	22,1%	19,5%	18,3%	17,2%	15,5%	15,5%	15,1%	15,0%	14,8%	14,8%
Marża NOPLAT	19,1%	16,6%	15,5%	14,6%	13,1%	13,1%	12,9%	12,7%	12,6%	12,6%
CAPEX / Przychody	1,8%	1,9%	2,0%	3,0%	3,0%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	2,2%
CAPEX / Amortyzacja	41,2%	48,7%	52,5%	75,1%	73,0%	68,4%	68,8%	69,9%	71,5%	73,1%
Zmiana KO / Przychody	-1,1%	-0,2%	-0,1%	0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	47,0%	20,6%	8,0%	-12,2%	-1,4%	-0,5%	-1,3%	-0,6%	-1,6%	-2,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-uwzględnia pozostałe aktywa finansowe, środki przeznaczone na skup akcji oraz udzielone pożyczki

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
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	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
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	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

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	126	128	130	133	135	139	142	146	151
	1,0	120	121	123	126	128	131	134	137	141
	1,1	114	116	117	119	121	124	126	129	132
	1,2	109	111	112	114	115	117	119	122	124
	1,3	105	106	107	109	110	112	114	115	118
	1,4	101	102	103	104	106	107	108	110	112
	1,5	98	98	99	100	101	103	104	105	107

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%	130	133	135	138	141	145	149	154	159
	5,5%	119	120	122	125	127	129	132	136	139
	6,5%	109	111	112	114	115	117	119	122	124
	7,5%	102	103	104	105	106	108	109	111	113
	8,5%	95	96	97	98	99	100	101	102	103
	9,5%	90	90	91	92	92	93	94	95	96
	10,5%	85	85	86	86	87	88	88	89	90

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%	157	152	149	145	142	139	137	134	132
	5,5%	139	136	132	129	127	125	122	121	119
	6,5%	126	123	120	117	115	113	111	110	109
	7,5%	115	112	110	108	106	104	103	101	100
	8,5%	106	104	102	100	98	97	96	95	94
	9,5%	98	96	95	93	92	91	90	89	88
	10,5%	92	90	89	88	87	86	85	84	83

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

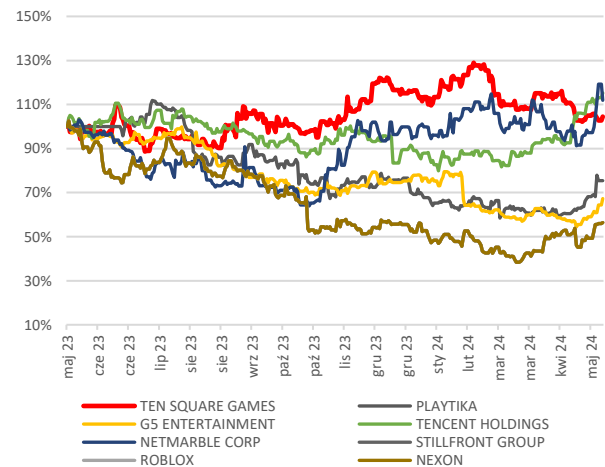
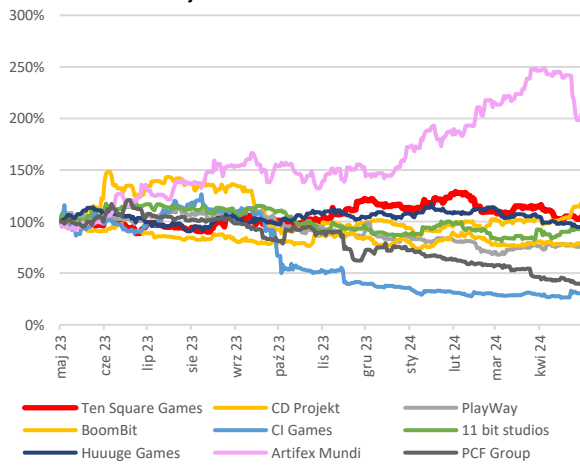
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier mobilnych. Wycena porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **119 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
PLAYTIKA HOLDING CORP	12,6	11,4	11,2	5,8	5,3	4,3
G5 ENTERTAINMENT AB	10,5	10,3	10,1	3,4	3,3	3,2
TENCENT HOLDINGS LTD	19,3	17,0	15,3	15,3	13,3	12,6
NETMARBLE CORP	55,4	44,9	31,2	22,8	19,9	17,3
STILLFRONT GROUP AB	8,1	6,4	5,4	4,5	3,8	3,3
ROBLOX	-	-	-	34,4	23,6	16,3
NEXON	22,8	18,9	17,7	13,7	10,3	9,4
ARTIFEX MUNDI	8,8	4,4	4,0	5,9	3,0	2,4
HUUUGE GAMES	5,5	6,0	6,7	2,6	2,8	3,1
MEDIANA	11,6	10,8	10,6	5,9	5,3	4,3
Ten Square Games	7,0	7,9	8,4	3,8	4,2	4,4
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	-39,3%	-26,6%	-20,5%	-35,1%	-20,9%	2,1%
Wycena wg wskaźnika	149,6	123,8	114,3	129,1	109,3	90,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		129			110	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	119					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od maja 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

FINANSE I PROGNOZY

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23

Wyniki za 4Q'2023 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	4Q'23P BDM	odchyl.	4Q'23P kons.	odchyl.	2022	2023	zmiana r/r
Przychody	131,0	108,1	-17,5%	108,3	-0,2%	107,5	0,6%	537,8	436,1	-18,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	111,6	91,4	-18,1%	89,6	2,1%	-	-	467,7	363,4	-22,3%
EBITDA	24,4	-11,9	-149,0%	7,1	-267,5%	-	-	87,5	23,3	-73,4%
EBITDA skoryg.	35,1	35,3	0,6%	33,0	7,1%	28,9	22,3%	140,1	118,6	-15,4%
EBIT	4,1	-16,7	-512,6%	2,1	-886,2%	0,1	-	72,0	3,5	-95,1%
Zysk (strata) brutto	-6,8	-0,2	-97,3%	-0,5	-63,1%	-	-	62,7	17,0	-72,8%
Zysk (strata) netto	-7,3	-1,7	-77,1%	-3,5	-52,5%	1,3	-	51,6	15,2	-70,5%
Marża brutto ze sprzedaży	85,2%	84,6%		82,7%		-		87,0%	83,3%	
Marża EBITDA	18,6%	-11,0%		6,6%		-		16,3%	5,3%	
Marża EBITDA skoryg.	26,8%	32,7%		30,5%		26,9%		26,1%	27,2%	
Marża EBIT	3,1%	-15,5%		2,0%		0,1%		13,4%	0,8%	
Marża zysku netto	-5,5%	-1,5%		-3,2%		1,2%		9,6%	3,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki spółki za 4Q'23 na poziomie skoryg. EBITDA (35,3 mln PLN; +5,0% q/q) okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu, co odebraliśmy pozytywnie. Na początku stycznia Ten Square Games informował o płatnościach w tym okresie na poziomie 108,3 mln PLN. Finalnie efekt odroczonej przychodów w czasie (0,3 mln PLN) obniżył poziom przychodów do 108,1 mln PLN (+2,4% q/q). W dalszym ciągu spółka kontynuowano optymalizację strony kosztowej, identyfikując kolejne wydatki możliwe do ograniczenia, w tym m.in. te związane z usługami podwykonawców (3,8 mln PLN, spadek o 28,8% q/q), wynagrodzeniami (-4,3% q/q do 3,1 mln PLN) oraz kosztami spółek zależnych (-9,5% q/q do 1,0 mln PLN). W efekcie marżowość spółki uległa wyraźniejszej poprawie niż tego oczekiwaliśmy (przy poziomie wydatków na UA zgodnym z naszymi prognozami). Omawiany kwartał, był okresem wielu odpisów, które znacząco zaburzyły obraz tego jak w rzeczywistości wyglądał 4Q'23 w TEN. Oczyszczając wynik o wyżej wspomniane wydarzenia (wpływ na poziomie 47,3 mln PLN, z czego 41,2 mln PLN dotyczy odpisu wartości Rortos, 5,4 mln PLN odpisu wartości Gamesture) spółka na poziomie skoryg. EBITDA wypracowała 35,3 mln PLN (+5,0% q/q), co jest odczytem przekraczającym nasze oczekiwania i konsensus, a co odbieramy pozytywnie. Liczymy również, że po dokonaniu wspomnianych odpisów, spółka zamknie rozdział „nieudanych inwestycji” i weszła w 2024 r. z „czystą kartą”. Na solidnym poziomie prezentowały się przepływy z działalności operacyjnej, które wyniosły 30,5 mln PLN (+36,7% r/r), a na koniec grudnia'23 spółka posiadała 162,8 mln PLN środków pieniężnych (+29,0 mln PLN q/q).

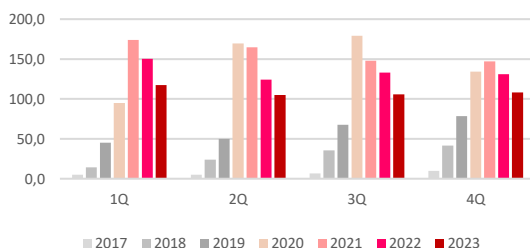
Przychody za styczeń i luty z flagowych gier („FC” – 19,0/19,5 mln PLN; „HC” – 7,9/ 7,2 mln PLN) okazały się zgodne z miesięcznymi odczytami z portalu Sensor Tower, który wskazywały na pogorszenie się płatności w pierwszych miesiącach 2024 r., stąd nie powinny one stanowić większego zaskoczenia. Spadek przychodów to przede wszystkim efekt sezonowego ograniczania UA pod koniec roku oraz umocnienia PLN. Spółka skupia się na dalszym rozwoju flagowych gier, a wdrożone zmiany z ostatnich tygodni powinny być już widoczne w wynikach 2Q'24. Dzięki intensywnym pracom nad „Wings of Heroes” stopniowo poprawiają się kluczowe KPIs, co przekłada się na progresję monetyzacji tego tytułu.

Na przestrzeni 2024 r. spółka zamierza powrócić do rozwijania niewielkimi siłami nowych projektów i przetestować kilka prototypów. Decyzja o pracach rozwojowych zostanie poprzedzona testami rynkowymi i dogłębną analizą otoczenia rynkowego i konkurencyjnego. Co ważne, na tym etapie nie wiążą się z tym planem dodatkowe nakłady finansowe, ani wzrost zatrudnienia. Plany te prawdopodobnie oznaczają oddelegowanie grupę kilkunastu osób do prac nad nowymi projektami (zespół/ zespoły na kształt podsów od Huuuge Games). Rozwój będzie się odbywał niskim nakładem sił, jednocześnie dając perspektywę szansy odnalezienia nowych źródeł przychodów.

- **Przychody** Ten Square Games za 4Q'23 wyniosły 108,1 mln PLN (na początku stycznia informowano o płatnościach na poziomie 108,3 mln PLN, przychody odroczone w czasie obniżyły raportowaną sprzedaż o 0,3 mln PLN). Największy udział w płatnościach miała gra „Fishing Clash”, która wypracowała 688,7 mln PLN (udział 63,6%, -1,4% q/q, -20,8% r/r), dalej był „Hunting Clash” – 26,4 mln PLN (udział 24,4%, -3,4% q/q, -19,3% r/r), „Airline Commander” wypracował 2,0 mln PLN (-19,1% q/q, -33,6% r/r), „Real Flight Simulator” 4,8 mln PLN (+1,9% q/q, +4,7% r/r), „Wings of Heroes” = 1,9 mln PLN (+9,7% q/q, -57,1% r/r), a resztę dały od siebie Let's Fish (1,9 mln PLN, +17,1% q/q), Wild Hunt (2,0 mln PLN, +8,5% q/q) i inne gry (0,7 mln PLN, -56,2% q/q, -23,8% r/r).
- **Koszty sprzedaży** wyniosły 54,3 mln PLN (-3,7% q/q, -31,5% r/r), z czego marketing stanowił 34,3% czyli 18,6 mln PLN (vs 18,8 mln PLN nasze założenia), to jest -6,1% q/q i -42,0% r/r (10,1 mln PLN – FC, 7,9 mln PLN – HC, Wings of Heroes – 0,7 mln PLN), prowizje = 29,9 mln PLN (+1,2% q/q, -21,8% r/r) – nastąpił wzrost prowizji w relacji do mikropłatności do poziomu 27,9% z 27,1% w 3Q'23, wynagrodzenia/usługi podwykonawców = 3,8 mln PLN (-28,8% q/q, -35,4% r/r).

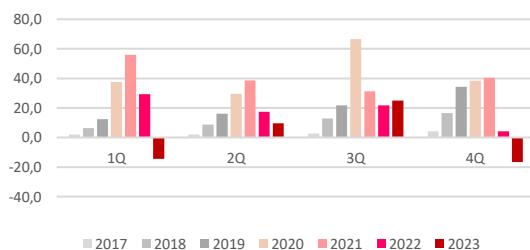
- **Koszty ogólnego zarządu** w 4Q'23 wyniosły 7,2 mln PLN (+9,6% q/q, -47,5% r/r). Koszt wynagrodzeń spadł o 4,3% q/q i 31,1% r/r do poziomu 3,1 mln PLN. Koszty spółek zależnych wyniosły 1,0 mln PLN (-9,5% q/q). W omawianym okresie koszty MSOP wyniosły 0,3 mln PLN – 3/4 kosztów retencyjnego planu motywacyjnego, pozostałe koszty sięgnęły 2,0 mln PLN.
- **Pozostała działalność operacyjna** wyniosła -46,6 mln PLN (41,2 mln PLN dotyczy odpisu wartości Rortos, 5,4 mln PLN odpisu wartości Gamesture).
- **EBITDA skorygowana** za 4Q'23 wyniosła 35,3 mln PLN (+5,0% q/q, +0,6% r/r).
- **Na poziomie działalności finansowej** spółka rozpoznała 19,7 mln PLN, z czego 24,3 mln PLN dotyczyło aktualizacji wartości zobowiązania z tyt. zakupu spółki Rortos, 1,4 mln PLN przychodów z odsetek, -4,3 mln PLN różnic kursowych, -1,3 mln PLN odsetek dot. rozwinięcia dyskonta zobowiązania z tyt. zakupu spółki Rortos).
- Spółka wykazała 3,3 mln PLN straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (Gamesture).
- Spółka w 4Q'23 wygenerowała 1,7 mln PLN straty netto (vs 7,3 mln PLN straty w 4Q'22).
- W 4Q'23 przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 30,5 mln PLN (+36,7% r/r), przepływy z działalności inwestycyjnej sięgnęły -0,3 mln PLN, a z działalności finansowej -1,4 mln PLN. Na koniec grudnia'23 spółka posiadała 162,8 mln PLN środków pieniężnych (+29,0 mln PLN q/q) i 23,1 mln PLN pozostałych aktywów finansowych (-9,6 mln PLN q/q).
- **Outlook na 2024 r.** - spółka zamierza skupiać się przede wszystkim na dalszym rozwoju głównych produktów oraz projektów wspierających ich efektywność biznesową. Jednocześnie zmiany wprowadzone w funkcjonowaniu zespołów produktowych w minionym roku wraz z poprawą wskaźników głównych tytułów grupy pozwalają rozważyć rozpoczęcie prac nad nowymi tytułami w przyszłości. W tym celu TEN bierze pod uwagę przetestowanie kilku prototypów gier w 2024 roku, aby sprawdzić ich potencjał rozwojowy. Krok ten nie oznacza jeszcze, że grupa zamierza rozpocząć prace rozwojowe nad nowym produktem. Taka decyzja zostanie poprzedzona testami rynkowymi i dogłębną analizą otoczenia rynkowego i konkurencyjnego. Na tym etapie nie wiążą się z tym planem dodatkowe nakłady finansowe, ani wzrost zatrudnienia.
- **MAU gry „Fishing Clash”** utrzymywało się na stabilnym poziomie q/q 2,6 mln.
- **MAU gry „Hunting Clash”** urosło zarówno q/q jak i r/r odpowiednio o 28,4% i 80,2% do poziomu 2,6 mln.
- **Gra „Fishing Clash”** – na przestrzeni stycznia i lutego wygenerowała odpowiednio 19,0/ 19,5 mln PLN przychodów (vs 22,8 mln PLN w grudniu'23).
- **„Hunting Clash”** – na przestrzeni stycznia i lutego gra wygenerowała odpowiednio 7,9/ 7,2 mln PLN przychodów (vs 9,7 mln PLN w grudniu'23). Najważniejszym projektem realizowanym przez zespół Hunting Clash w 4Q'23 była zmiana w systemach odpowiadających za efektywność rywalizacji w grze. Została ona wprowadzona do gry już w 1Q'24. Celem wprowadzonej zmiany jest poprawa zaangażowania graczy oraz monetyzacja. Pierwsze efekty powinny być widoczne począwszy od 2Q'24.
- **Gra „Wings of Heroes”** – na przestrzeni stycznia i lutego gra wygenerowała odpowiednio 0,94/ 0,93 mln PLN przychodów. Dzięki intensywnej pracy zespołu i wprowadzonym zmianom w grze udało się poprawić główne wskaźniki gry pomimo radykalnego ograniczenia wydatków reklamowych. Pozytywne efekty prac widoczne są w rosnących płatanościach z gry.
- **TSG Store** - w przypadku „Fishing Clash” dzienny udział płatności generowanych przez TSG Store to ok. 14%.

Przychody [mln PLN]



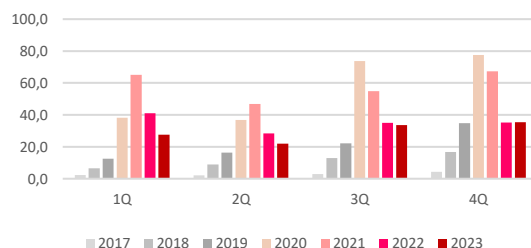
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



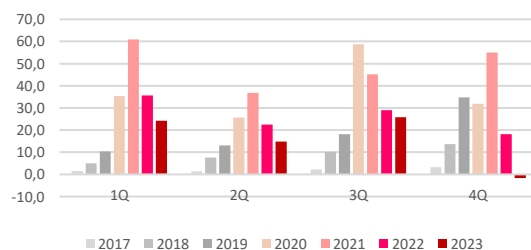
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA adj. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto adj. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZA NA 1Q'24

Prognozy wyników na 1Q'2024 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24P	zmiana r/r
Przychody	117,4	99,8	-15,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	98,1	83,4	-15,0%
EBITDA	17,1	27,2	58,7%
EBITDA adj.*	27,6	27,5	-0,4%
EBIT	-14,4	22,5	-
Zysk brutto	-16,0	22,7	-
Zysk netto	-12,8	20,5	-
Marża zysku brutto ze sprzedaży	83,5%	83,6%	
Marża EBITDA	14,6%	27,2%	
Marża EBITDA adj.	23,5%	27,6%	
Marża EBIT	-12,3%	22,5%	
Marża zysku netto	-10,9%	20,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-skoryg. o wydarzenia jednorazowe i koszty PM

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 1Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie), które wyniosły 99,8 mln PLN, co stanowi spadek q/q i r/r odpowiednio o 7,7%/ 15,0%. Kwota 61,3 mln PLN (-10,8% q/q, -15,5% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 61% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 23,7 mln PLN (-10,2% q/q, -26,8% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (24%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 1Q'24 ok. 10 mln PLN (z czego ok. 2,8 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

W związku ze spadkiem kosztów pozyskiwania użytkowników (CPI) oraz powrotem do skalowania „Wings of Heroes” zakładamy wzrost budżetów marketingowych w tym okresie do poziomu ok. 19,7 mln PLN (+6% q/q, -27% r/r). Szacujemy, że poprawa w zakresie udziału TSG Store w płatnościach w dalszym ciągu przekładała się na obniżenie stosunku kosztu prowizji platform (ok. 18 mln PLN) do przychodów. W naszych prognozach zakładamy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,3 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 1Q'23 na poziomie pozostałych kosztów spółka uwzględniła odpis dot. gier „Fishing Masters” i „Undead Clash” w wysokości 26,6 mln PLN.

Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing zakładamy utrzymanie wyniku skoryg. EBITDA na solidnym poziomie równym 27,5 mln PLN (-0,4% r/r). W związku ze zmianami dot. Gamesture, które miały miejsce na przestrzeni ostatnich tygodni spodziewamy się, że TEN zanotuje w 1Q'24 znacznie niższą q/q stratę z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (ok. -0,3 mln PLN). Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 20,5 mln PLN.

Miniony kwartał odbieramy neutralnie. Mimo regresji przychodów i wzrostu wydatków na marketing spółce udało się utrzymać solidny poziom wyniku skoryg. EBITDA. Oczekujemy, że kolejne okresy za sprawą dużych zmian w flagowych tytułach spółki, które zadziały się w ostatnich tygodniach oraz dalszemu skalowaniu „Wings of Heroes” przyniosą poprawę ścieżki wynikowej.

Główne produkty:

- „Fishing Clash” – dalszym kierunkiem rozwoju gry będzie urozmaicenie rozgrywki, co otworzy drogę do wzrostu przychodów.
- „Hunting Clash” – w lutym wdrożono bardzo ważną zmianę (systemu walki). Spółka wiąże duże nadzieje z tą modyfikacją. Liczy, że jej efekty będą dostrzegalne na przestrzeni kolejnych 1-3 miesięcy, a zmiana ta pozwoli na lepsze skalowanie gry na przestrzeni 2024 r.
- „Wings of Heroes” – w 1Q'24 podniesiono budżety UA o 50%. Jeżeli wyniki gry będą zmierzały we właściwym kierunku, to spółka będzie dalej podnosiła nakłady na marketing. LTV tego tytułu na iOS w ostatnich msc. urosło o ponad 40%.

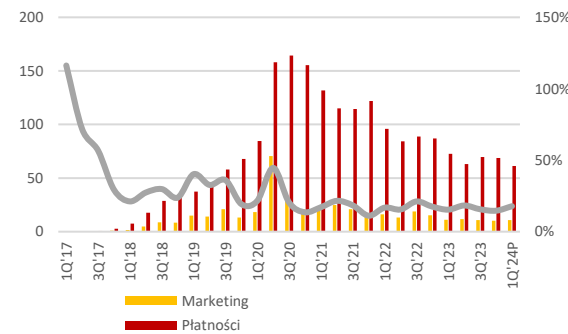
Inne:

- **TSG Store** – aktualnie 10% płatności przechodzi przez sklep. Spółka uważa, że jest jeszcze dużo miejsca na poprawę płatności z tego kanału.
- **Gamesture** – jeżeli spółka skupi się na grach social wars, to ma szansę osiągnąć rentowność na przestrzeni najbliższych miesięcy.
- **Nowe projekty** – u sterów nowych projektów będą stały bardzo doświadczone osoby. Spółka stawia na szybkość dowożenia gier na rynek. Gry będą tworzone małymi zespołami. Spółka jest zainteresowana grami hobbystycznymi.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

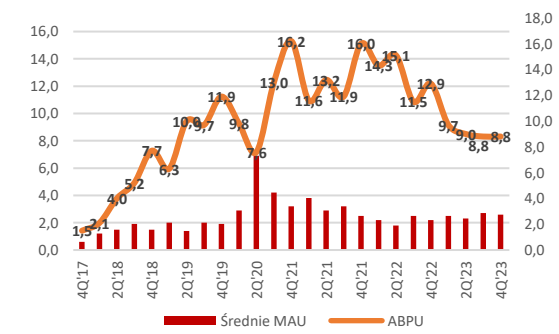
- 1Q'24 przyniósł głębszą niż zakładaliśmy regresję przychodów z flagowych gier spółki. W tym okresie płatności z „Fishing Clash” spadły do poziomu 61,3 mln PLN (-11% q/q, -16% r/r), a „Hunting Clash” do 23,7 mln PLN (-10% q/q; -27% r/r). Tak duży spadek wynikał m.in. z sezonowości prowadzonego biznesu (niższa aktywność graczy na początku roku) oraz umocnienia PLN. Jednakże duże zmiany wdrożone do gier przełoży się już w marcu na widoczną poprawę odczytów.
- Mimo anomalii obserwowanej od początku kwietnia dotyczącej kosztów pozyskiwania użytkownika, płatności z „FC” utrzymują się na stabilnym poziomie. Aktualnie priorytetem dla spółki w rozwoju tego tytułu jest urozmaicenie rozgrywki, co powinno być istotnym elementem zwiększającym jego atrakcyjnego, jak i przekładającym się na poprawę KPIs. W naszych prognozach na 2024 r. zakładamy utrzymanie płatności w „FC” w okolicach 22 mln PLN/ msc. przy UA na poziomie 16,4%. W całym 2024 r. szacujemy 264,4 mln PLN przychodów z tego tytułu przy UA równym 43,4 mln PLN.

Kwartalna struktura płatności gry „Fishing Clash” vs marketing [PLN, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

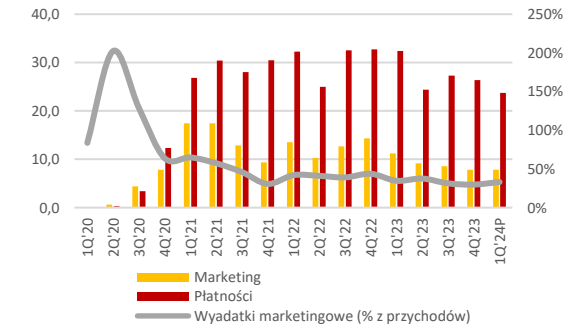
Fishing Clash – średnie MAU [mln] i kwartalne ABPU [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

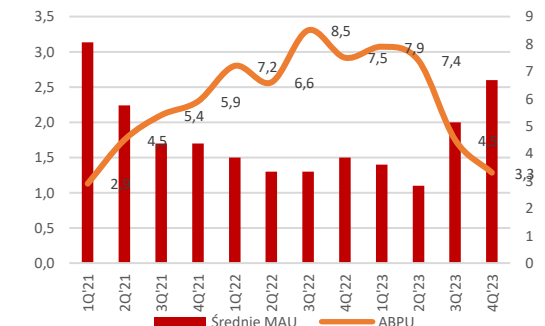
- W lutym „Hunting Clash” doczekała się największej zmiany od momentu uruchomienia gry (przebudowa systemu walki). Uważamy że działania związane z produkcją nowej gry, wiązały się z oddelegowaniem części zespołu „HC” do nowego projektu. Zmiany te prawdopodobnie przekładają się na zmniejszoną systematyczność w dodawaniu nowego contentu, tym samym przesuwają w czasie efekt przychodowy tej modyfikacji. W całym 2024 r. spodziewamy spadku przychodów z tego źródła o 11% r/r do ok. 98,8 mln PLN, przy UA na poziomie 33,3 mln PLN. Jednocześnie liczymy, że dzięki wyżej wspomnianej największej aktualizacji, monetyzacja „HC” w 2025 r. ulegnie poprawie r/r.

Kwartalna struktura płatności gry „Hunting Clash” vs marketing [PLN, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

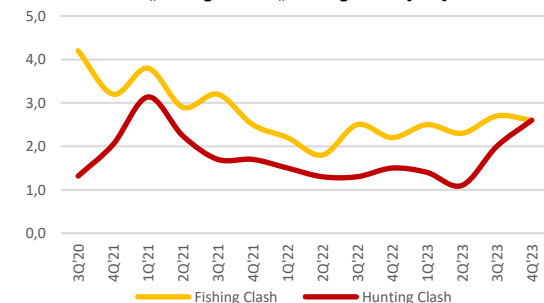
Hunting Clash – średnie MAU [mln] i kwartalne ABPU [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

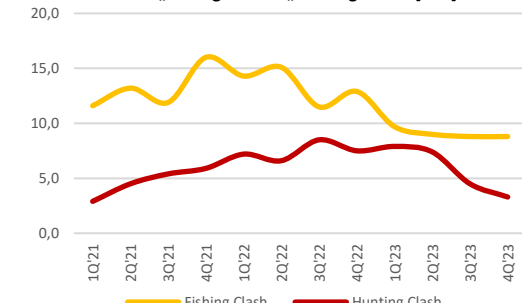
- Pragniemy zauważyć, iż dzienna ilość graczy „HC” tego tytułu przebiła MAU „FC” (ponad 2,6 mln). Wzrost ten jest efektem dodania kilku nowych funkcjonalności. W trendzie spadkowym natomiast pozostaje ABPU. Liczymy jednak, że m.in. za sprawą przebudowy systemu walki, uda się go odwrócić.

Porównanie MAU „Fishing Clash” i „Hunting Clash” [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie ABPU „Fishing Clash” i „Hunting Clash” [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Po serii nieudanych inwestycji Ten Square Games powraca do pracy nad nowymi projektami. Naszym zdaniem decyzja ta wynika, z konkretnego pomysłu na nowy produkt. Uważamy, że inspiracją dla twórców mógł okazać się debiutujący w 2H'23 konkurencyjny tytuł z niszy łowieckiej, czyli „Hunting Sniper”, który w samym kwietniu'24 wypracował ok. 2,6 mln USD przychodów (vs 1,2 mln USD „HC” i 3,0 mln USD „FC”). Biorąc pod uwagę duże zainteresowanie, jakim cieszy się „HC” (MAU przekraczające 2,6 mln), sądzimy, że projekt ten nie ma większego negatywnego wpływu na monetyzację flagowej gry spółki (prawdopodobnie poza ewentualnym podniesieniem cen reklam). Przepuszczamy więc, że „HS” skierowany jest w innego grona odbiorców, charakteryzującego się wysokimi wskaźnikami monetyzacji (co można zauważyć zestawiając pobrania z przychodami).

Porównanie przychodów i pobrań z gier „Hunting Clash” oraz „Hunting Sniper” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody kwiecień 2024 [mln USD]		Pobrania kwiecień 2024 [mln]		Przychód na pobranie [mln USD]
		Android	iOS	Android	iOS	
1. Hunting Sniper	Sparks Info	1,3	1,3	0,4	0,2	4,33
2. Hunting Clash	Ten Square Games	0,7	0,5	2,0	0,1	0,57

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

Obrazy z gry „Hunting Sniper”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; youtube.com

Zestawiając oba projekty, widać, że „Hunting Clash” jest produkcją ze znacznie bardziej rozbudowanym gameplayem, atrakcyjniejszą szatą graficzną jak i elementami społecznościowymi (klany, wspólne punkty itd.). Na przykładzie „Hunting Sniper” widać jednak, że spore grono graczy ceni sobie prostszą rozgrywkę, przy jednocześnie łatwiejszej ścieżce progresji.

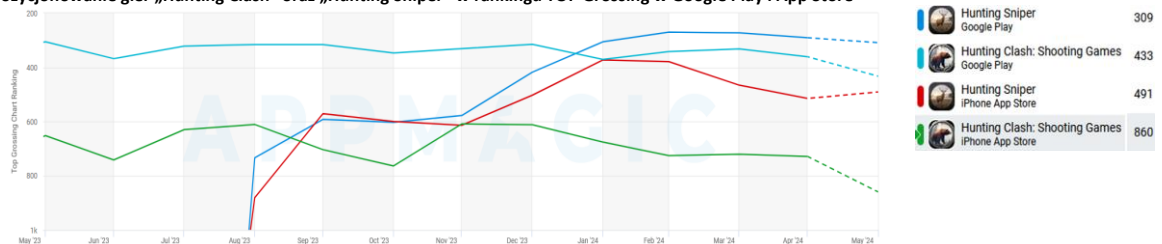
Obrazy z gry „Hunting Clash”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; youtube.com

Zważając na fakt, iż spółka dysponuje gotowymi narzędziami i mechanikami oraz sporym know-how w obszarze gier łowieckich, uważamy, że stworzenie i dostarczenie produktu do pierwszych testów na rynku to prawdopodobnie kwestia najbliższych tygodni/ miesięcy. Zakładając scenariusz konfrontacji lidera z pretendentem, jak i równy podział wpływów z tej sub-niszy, poziom generowanych wpływów z nowej gry może być zbliżony do tych z „Hunting Clash”. Warto podkreślić, iż nieliczne studia, znają tak dobrze jak Ten Square Games ten rodzaj gracza (zainteresowanego tematyką łowiectwa) i dysponują tak duża bazą użytkowników, co może okazać się ważnym atutem w próbie konkurencji z firmą Sparks Info. Pragniemy zaznaczyć, iż w naszym modelu podchodzimy konserwatywnie nie zakładając potencjalnych wpływów z tej gry, stąd też każdy pozytywny scenariusz może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje. Mając powyższe na uwadze, uważamy, że spółka stoi przed szansą stworzenia produktu, który może przywrócić wiarę inwestorów w umiejętność studia do tworzenia nowych gier, jak i znacząco poprawić jej wyniki.

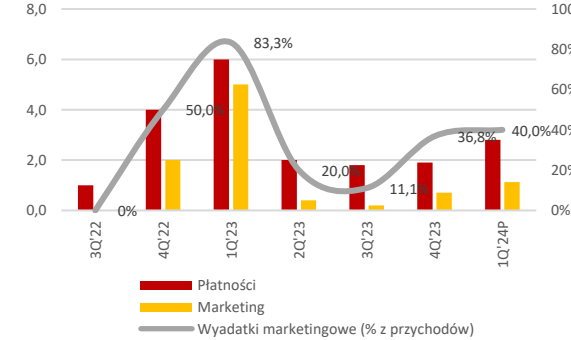
Pozycjonowanie gier „Hunting Clash” oraz „Hunting Sniper” w rankingu TOP Grossing w Google Play i App Store



Źródło: appmagic.rocks

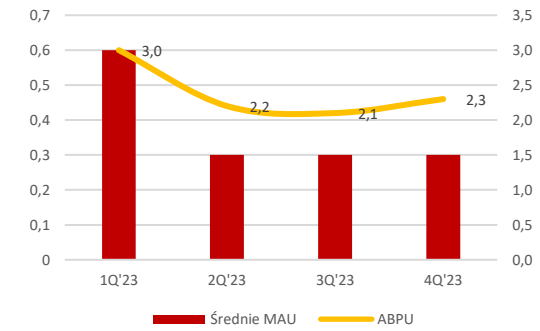
- Uwagę zwracają coraz lepsze wyniki gry „Wings of Heroes”, która dzięki intensywnej rozbudowie głębi znacząco poprawiła swoje KPIs. Osiągnięcia spółki w zakresie kluczowych wskaźników, stworzyły przestrzeń do zwiększenia inwestycji w pozyskiwanie użytkowników. Spodziewamy się, że dzięki ponownemu wejściu na ścieżkę stopniowego skalowania, przychody tego tytułu powinny dynamicznie się poprawiać w kolejnych miesiącach. Oczekujemy, że przychody z tego tytułu będą w stanie poprawić się w następnych latach ok. 3x vs aktualnie rekordowe poziomy osiągnięte w styczniu’23 (do ok. 6 mln PLN/ msc).

Kwartalna struktura płatności gry „Wings of Heroes” vs marketing [PLN, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wings of Heroes – średnie MAU [mln] i kwartalne ABPU [PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Porównanie przychodów z gier podobnych do „Wings of Heroes” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody kwiecień 2024 [mln USD]	
		Android	iOS
1. Sky Warriors: Airplane Games	Wildlife Studios	0,1	0,2
2. X-Plane Flight Simulator	Laminar Research	0,01	0,05
3. Wings of Heroes	Rortos	0,05	0,1

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

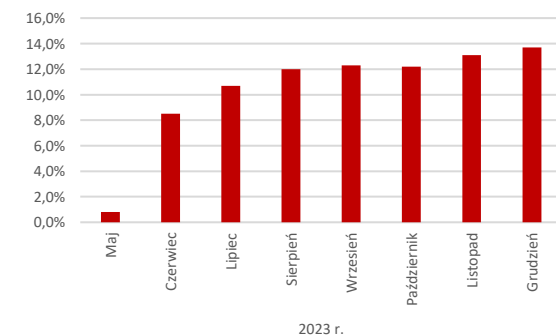
Pozycjonowanie gier podobnych do „Wings of Heroes” w rankingu TOP Grossing w Google Play i App Store



Źródło: appmagic.rocks

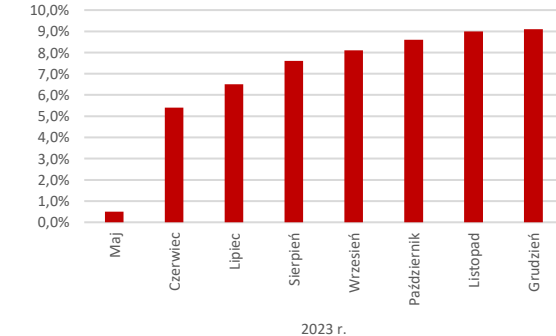
- W związku z uruchomienie sklepu TSG Store i dodaniem do niego flagowych tytułów oczekujemy dalszego spadku prowizji platform. Zakładamy, że na koniec 2024 r. średni udział płatności z „FC” przechodzących przez sklep wyniesie ok. 17% i będzie poprawiał się o ok. 0,5% na kwartał, aż do osiągnięcia poziomu ok. 22%. W „HC” spodziewamy się niższych dynamik. Na koniec tego roku oczekujemy udziału sklepu w tym tytule na poziomie ok. 6% oraz kwartalnej progresji na poziomie ok. 0,3-0,4%, aż do osiągnięcia poziomu ok. 14%.

Udział TSG Store w płatnościach „Fishing Clash” [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Udział TSG Store w płatnościach gier grupy [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

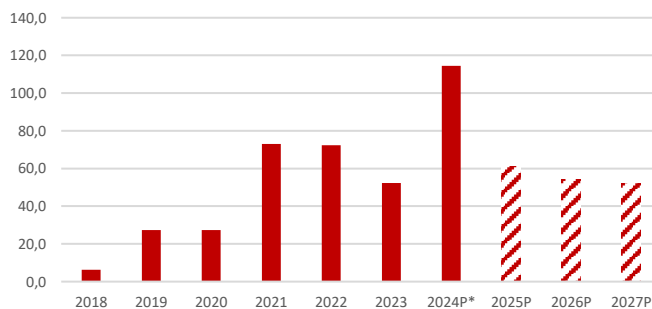
- Spółka Gamesture skupia się obecnie na grach social wars oraz osiągnięciu rentowności. W naszych prognozach na 2024 r. i na kolejne lata zakładamy jego neutralną kontrybucję do wyników Ten Square Games.
- Uważamy, że obecny konsensus rynkowy jest konserwatywny, co stwarza przestrzeń do potencjalnych pozytywnych zaskoczeń wynikowych ze strony wrocławskiego dewelopera gier mobilnych. Po słabszym starcie 2024 r. pod względem monetyzacji flagowych tytułów, oczekujemy, że kolejne kwartały za sprawą dużych zmian w rozwoju gier przyniosą poprawę przychodów, co przy stabilnym poziomie kosztów osobowych jak i konserwatywnym podejściu do wydatków marketingowych przełoży się również na progresję niższych linii wynikowych. Zakładamy, że w całym 2024 r. spółka będzie w stanie wypracować 426,2 mln PLN przychodów, 114,3 mln PLN adj. EBITDA oraz 81,7 mln PLN zysku netto.

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

	2024P	2025P	2026P
Przychody BDM	426,2	422,5	417,7
Przychody konsensus	408,8	403,0	387,0
Różnica	4,3%	4,8%	7,9%
EBITDA BDM	114,3	100,4	92,4
EBITDA konsensus	103,2	92,9	86,4
Różnica	10,7%	8,1%	7,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- 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.
- Na początku 2024 r. spółka kupiła 954,2 tys. akcji własnych za 115 mln PLN, co było ekwiwalentem wypłaty dywidendy. Oczekujemy, że również w kolejnych latach Ten Square Games będzie kontynuował dzielenie się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-skup akcji

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

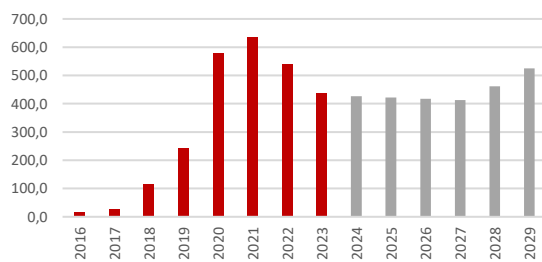
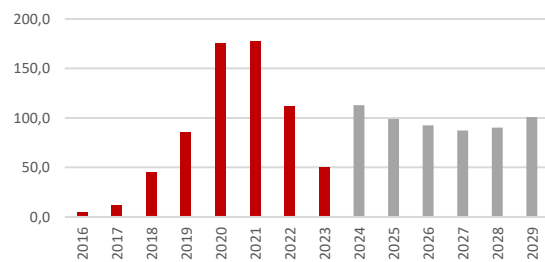
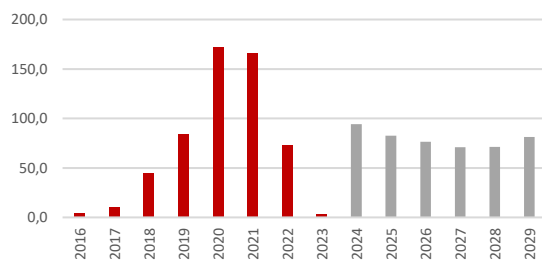
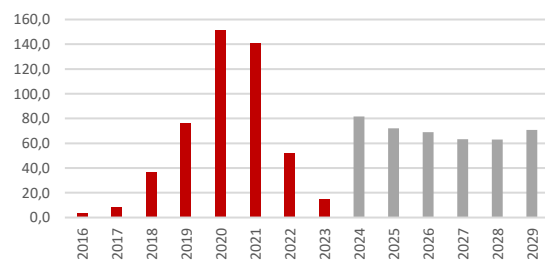
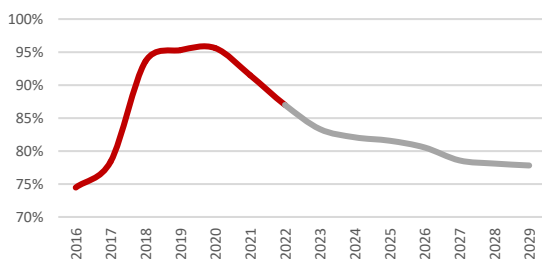
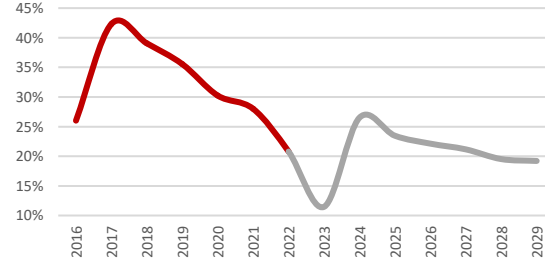
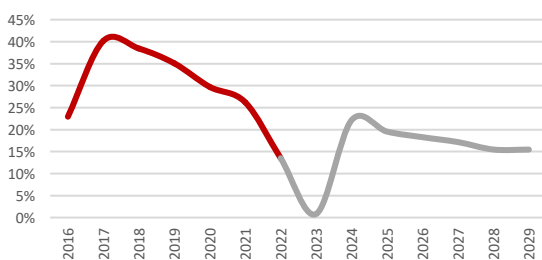
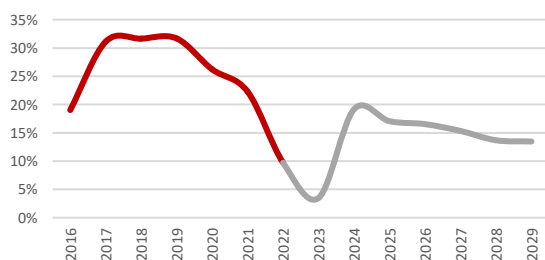
	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	150,3	124,1	132,9	131,2	117,4	104,9	105,6	108,1	99,8	105,0	110,4	111,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	134,5	106,5	115,7	111,7	98,1	86,0	87,8	91,4	83,4	85,6	90,2	90,6
EBITDA	32,1	29,6	25,7	24,5	17,1	14,8	30,0	-11,9	27,2	27,4	29,1	29,3
EBITDA skoryg.	41,1	28,4	35,0	35,3	27,6	21,9	33,7	35,3	27,5	27,7	29,4	29,6
EBIT	29,4	17,4	21,6	4,2	-14,4	9,6	25,0	-16,7	22,5	22,7	24,4	24,7
Zysk brutto	31,0	18,3	20,9	-6,7	-16,0	10,0	23,2	-0,2	22,7	22,6	24,5	25,0
Zysk netto	25,6	14,9	19,1	-7,3	-12,8	7,6	22,1	-1,7	20,5	19,2	20,8	21,3
Zysk netto skoryg.	35,6	22,4	29,0	18,2	24,2	14,8	25,8	45,6	20,8	19,5	21,1	21,6
Marża brutto ze sprzedaży	89,5%	85,8%	87,1%	85,2%	83,5%	82,0%	83,1%	84,6%	83,6%	81,5%	81,7%	81,7%
Marża EBITDA	21,4%	23,9%	19,4%	18,7%	14,6%	14,1%	28,4%	-11,0%	27,2%	26,1%	26,4%	26,4%
Marża EBITDA skoryg.	27,4%	22,9%	26,3%	26,9%	23,5%	20,9%	31,9%	32,7%	27,6%	26,4%	26,7%	26,7%
Marża EBIT	19,6%	14,1%	16,3%	3,2%	-12,3%	9,2%	23,7%	-15,5%	22,5%	21,6%	22,1%	22,3%
Marża zysku netto	17,0%	12,0%	14,3%	-5,5%	-10,9%	7,2%	21,0%	-1,5%	20,5%	18,3%	18,8%	19,2%
Marża zysku netto skoryg.	23,7%	18,0%	21,8%	13,8%	20,6%	14,1%	24,4%	42,2%	20,8%	18,6%	19,1%	19,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	115,3	241,1	578,2	634,0	538,6	436,1	426,2	422,5	417,7	413,4	461,6	525,6
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	107,9	229,8	552,8	580,1	468,5	363,4	349,8	344,6	336,4	324,8	360,5	409,0
EBITDA	45,0	85,7	174,9	177,6	112,0	50,0	113,0	99,1	92,4	87,5	90,1	101,0
EBITDA skoryg.	45,0	86,3	229,6	234,2	139,8	118,6	114,3	100,4	92,4	87,5	90,1	101,0
EBIT	44,3	84,6	171,8	166,2	72,7	3,5	94,4	82,6	76,3	70,9	71,4	81,2
Zysk brutto	44,8	84,6	170,9	162,0	63,4	17,0	94,7	84,7	81,2	74,6	74,3	83,3
Zysk netto	36,5	76,4	151,6	141,3	52,3	15,2	81,7	72,0	69,1	63,4	63,2	70,8
Marża brutto ze sprzedaży	93,6%	95,3%	95,6%	91,5%	87,0%	83,3%	82,1%	81,6%	80,5%	78,6%	78,1%	77,8%
Marża EBITDA	39,1%	35,6%	30,2%	28,0%	20,8%	11,5%	26,5%	23,5%	22,1%	21,2%	19,5%	19,2%
Marża EBITDA skoryg.	38,4%	35,1%	29,7%	26,2%	13,5%	0,8%	22,1%	19,5%	18,3%	17,2%	15,5%	15,5%
Marża EBIT	31,6%	31,7%	26,2%	22,3%	9,7%	3,5%	19,2%	17,0%	16,5%	15,3%	13,7%	13,5%
Marża zysku netto	93,6%	95,3%	95,6%	91,5%	87,0%	83,3%	82,1%	81,6%	80,5%	78,6%	78,1%	77,8%

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

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.11.2023 wynika m.in. z:

- 1) Z gorszej od naszych oczekiwań monetyzacji gier „Fishing Clash”, „Hunting Clash” oraz „Airline Commander”.
- 2) Niższych wydatków na akwizycję graczy.
- 3) Oczekiwanej wolniejszej ścieżki progresji „Wings of Heroes”.
- 4) Obniżenia prognozowanego przez nas ernout wypłacanego firmie Rortos.
- 5) Wyższego udziału płatności przechodzących przez TSG Store, tym samym niższej prowizji.
- 6) Niższych kosztów wynagrodzeń, amortyzacji i nakładów inwestycyjnych.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.11.2023 [mln PLN]

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
POPRZEDNIA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	538,6	441,6	497,1	487,7	487,8	475,9
Fishing Clash	356,0	277,3	290,0	271,6	254,2	231,8
Let's Fish	10,4	7,4	5,6	4,2	2,9	2,1
Wild Hunt	10,6	7,8	5,9	4,4	3,1	2,2
Hunting Clash	122,5	108,2	122,1	124,0	126,2	128,5
Rortos	39,5	41,6	54,0	64,3	82,6	93,1
Wydatki marketingowe [mln PLN]	118,9	87,1	103,9	107,7	109,5	99,1
AKTUALNA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	538,6	436,1	426,2	422,5	417,7	413,4
Fishing Clash	356,0	274,2	264,4	251,1	238,3	226,3
Let's Fish	10,4	7,5	5,6	4,2	3,0	2,1
Wild Hunt	10,6	8,1	6,1	4,6	3,2	2,2
Hunting Clash	122,5	110,5	98,8	104,8	100,9	98,3
Rortos	39,5	41,6	50,0	56,8	71,6	84,0
Wydatki marketingowe [mln PLN]	118,9	86,9	83,9	88,5	89,8	85,3
ZMIANA %						
Przychody [mln PLN]	0%	-1%	-14%	-13%	-14%	-13%
Fishing Clash	0%	-1%	-9%	-8%	-6%	-2%
Let's Fish	0%	2%	1%	1%	2%	1%
Wild Hunt	0%	4%	3%	4%	3%	4%
Hunting Clash	0%	2%	-19%	-15%	-20%	-24%
Rortos	0%	0%	-7%	-12%	-13%	-10%
Wydatki marketingowe [mln PLN]	0%	0%	-19%	-18%	-18%	-14%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.11.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	497,1	426,2	-14,3%	487,7	422,5	-13,4%	487,8	417,7	-14,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	405,2	349,8	-13,7%	391,6	344,6	-12,0%	387,3	336,4	-13,1%
EBITDA	126,5	113,0	-10,7%	107,8	99,1	-8,1%	102	92,4	-9,4%
EBITDA skoryg.	126,5	114,3	-9,6%	107,8	100,4	-6,8%	102,0	92,4	-9,4%
EBIT	106,8	94,4	-11,6%	88,9	82,6	-7,1%	83,2	76,3	-8,3%
Wynik brutto	107,4	94,7	-11,8%	89,5	84,7	-5,3%	87,1	81,2	-6,7%
Wynik netto	91,3	81,7	-10,5%	76,1	72,0	-5,4%	74,0	69,1	-6,7%
marża brutto	81,5%	82,1%		80,3%	81,6%		79,4%	80,5%	
marża EBITDA	25,4%	26,5%		22,1%	23,5%		20,9%	22,1%	
marża EBIT	25,4%	26,8%		22,1%	23,8%		17,1%	22,1%	
marża netto	25,4%	22,1%		22,1%	19,5%		15,2%	18,3%	
USD/PLN	4,044	3,997	-1,2%	3,979	4,015	0,9%	3,979	3,948	-0,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	298,9	314,1	215,8	204,8	196,3	188,7	184,6	179,5	173,3
Rzeczowe aktywa trwałe	15,2	21,4	12,7	8,5	7,7	7,1	9,4	10,8	11,4
Wartości niematerialne	106,4	102,6	64,5	57,7	50,0	42,9	36,5	30,0	23,2
Pozostałe aktywa trwałe	16,2	25,9	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6	27,6
Wartość firmy	161,1	164,2	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1	111,1
Aktywa obrotowe	221,4	206,6	242,3	223,9	242,0	257,9	273,4	279,6	295,3
Należności	62,0	47,5	47,1	46,0	45,6	45,1	45,5	46,2	47,6
Inne aktywa obrotowe	19,8	32,5	32,4	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5	31,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	139,6	126,6	162,8	146,4	165,0	181,3	196,5	201,9	216,1
Aktywa razem	520,3	520,7	458,1	428,7	438,4	446,5	458,0	459,1	468,5
Kapitał własny	351,1	342,5	291,0	257,5	268,2	283,3	294,8	294,6	302,3
Zobowiązania długoterminowe	65,0	68,2	29,5	28,7	27,2	20,5	20,5	20,5	20,5
Zobowiązania krótkoterminowe	104,2	110,0	137,6	142,6	142,9	142,8	142,7	144,0	145,8
Zobowiązania handlowe	6,8	13,1	10,4	11,4	11,7	11,6	11,5	12,8	14,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	97,4	96,9	127,2	131,2	131,2	131,2	131,2	131,2	131,2
Pasywa razem	520,3	520,7	458,1	428,7	438,4	446,5	458,0	459,1	468,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	634,0	538,6	436,1	426,2	422,5	417,7	413,4	461,6	525,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	580,1	468,5	363,4	349,8	344,6	336,4	324,8	360,5	409,0
EBITDA	177,6	112,0	50,0	113,0	99,1	92,4	87,5	90,1	101,0
EBITDA skoryg.	234,2	139,8	118,6	114,3	100,4	92,4	87,5	90,1	101,0
Amortyzacja	8,0	16,5	20,2	18,6	16,6	16,1	16,5	18,7	19,7
EBIT	166,2	72,7	3,5	94,4	82,6	76,3	70,9	71,4	81,2
Saldo działalności finansowej	-4,2	-6,5	19,3	0,7	2,2	4,9	3,6	2,9	2,1
Zysk (strata) brutto	162,0	63,4	17,0	94,7	84,7	81,2	74,6	74,3	83,3
Zysk (strata) netto	141,3	52,3	15,2	81,7	72,0	69,1	63,4	63,2	70,8
Zysk (strata) netto skoryg.	197,9	105,1	110,5	83,0	73,3	69,1	63,4	63,2	70,8
CF [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	200,4	137,9	121,5	109,4	93,0	85,6	79,4	82,5	90,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-222,0	-55,5	-26,6	-9,7	-13,1	-15,2	-12,4	-13,7	-13,5
Przepływy z działalności finansowej	-75,1	-95,2	-58,4	-116,1	-61,3	-54,0	-51,8	-63,4	-63,2
Przepływy pieniężne netto	-96,7	-12,8	36,5	-16,4	18,5	16,3	15,2	5,5	14,2
Środki pieniężne na początek okresu	236,6	139,6	126,6	162,8	146,4	165,0	181,3	196,5	201,9
Środki pieniężne na koniec okresu	139,6	126,6	162,8	146,4	165,0	181,3	196,5	201,9	216,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-15,1%	-19,0%	-2,3%	-0,9%	-1,1%	-1,0%	11,7%	13,9%
EBITDA zmiana r/r	-36,9%	-55,4%	126,0%	-12,3%	-6,7%	-5,4%	3,0%	12,0%
EBITDA skoryg. zmiana r/r	-40,3%	-15,2%	-3,6%	-12,1%	-7,9%	-5,4%	3,0%	12,0%
EBIT zmiana r/r	-56,3%	-95,2%	2582,3%	-12,5%	-7,5%	-7,1%	0,6%	13,8%
Zysk netto zmiana r/r	-63,0%	-70,9%	437,3%	-11,9%	-4,1%	-8,2%	-0,4%	12,1%
Zysk netto skoryg. zmiana r/r	-46,9%	5,1%	-24,9%	-11,7%	-5,8%	-8,2%	-0,4%	12,1%
Marża brutto na sprzedaży	87,0%	83,3%	82,1%	81,6%	80,5%	78,6%	78,1%	77,8%
Marża EBITDA	20,8%	11,5%	26,5%	23,5%	22,1%	21,2%	19,5%	19,2%
Marża EBITDA skoryg.	26,0%	27,2%	26,8%	23,8%	22,1%	21,2%	19,5%	19,2%
Marża EBIT	13,5%	0,8%	22,1%	19,5%	18,3%	17,2%	15,5%	15,5%
Marża netto	9,7%	3,5%	19,2%	17,0%	16,5%	15,3%	13,7%	13,5%
Marża netto skoryg.	19,5%	25,3%	19,5%	17,4%	16,5%	15,3%	13,7%	13,5%
ROE	15,3%	5,2%	31,7%	26,9%	24,4%	21,5%	21,4%	23,4%
ROA	10,1%	3,3%	19,1%	16,4%	15,5%	13,8%	13,8%	15,1%
Dług netto	-117,4	-157,8	-142,8	-161,3	-177,6	-192,8	-198,3	-212,5
Dług netto / kapitał własny	-34,3%	-54,2%	-55,5%	-60,1%	-62,7%	-65,4%	-67,3%	-70,3%
Dług netto / EBITDA	-1,0	-3,2	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2	-2,2	-2,1
Dług netto / EBIT	-1,6	-44,9	-1,5	-2,0	-2,3	-2,7	-2,8	-2,6
EV	465,2	508,6	439,7	421,2	404,9	389,7	384,2	370,0
CAPEX / Przychody	2,3%	-0,1%	1,2%	1,7%	1,8%	2,7%	3,3%	1,5%
CAPEX / Amortyzacja	75,6%	-1,1%	28,4%	44,5%	46,4%	67,8%	82,3%	40,0%
Amortyzacja / Przychody	3,1%	4,6%	4,4%	3,9%	3,9%	4,0%	4,1%	3,8%
Zmiana KO / Przychody	2,9%	1,9%	1,1%	0,2%	0,1%	-0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,4%	8,0%	47,0%	20,6%	8,0%	-12,2%	-1,4%	-0,5%
Wskaźniki rynkowe	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	1,1	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,3	1,1
P/E*	11,1	43,8	7,1	8,1	8,4	9,2	9,2	8,2
P/E skoryg.*	5,5	6,0	7,0	7,9	8,4	9,2	9,2	8,2
P/BV*	1,7	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9
P/CE*	37,6	8,5	50,7	39,7	34,6	29,3	28,4	29,8
EV/EBITDA*	4,2	10,2	3,9	4,2	4,4	4,5	4,3	3,7
EV/EBITDA skoryg.*	3,3	4,3	3,8	4,2	4,4	4,5	4,3	3,7
EV/EBIT*	6,4	144,6	4,7	5,1	5,3	5,5	5,4	4,6
EV/S*	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7
BVPS	53,4	39,7	40,2	41,8	44,2	46,0	45,9	47,1
EPS	8,2	2,1	12,7	11,2	10,8	9,9	9,8	11,0
CEPS	2,4	10,7	1,8	2,3	2,6	3,1	3,2	3,1
Dywidenda	72,3	52,3	0,0	61,3	54,0	51,8	63,4	63,2
DPS	11,3	7,1	0,0	9,6	8,4	8,1	9,9	9,8
Dywidend	12,4%	7,9%	0,0%	10,5%	9,3%	8,9%	10,9%	10,8%
Payout ratio	51,2%	99,9%	0,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 90,8 PLN

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 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	118	kupuj	138	15.05.2024	08:00 CEST	90,8	87 797
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 (zasięg 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 2Q'24*:		, 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	6	60%	0	0%
Akumuluj	2	20%	0	0%
Trzymaj	2	20%	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: 2024-05-15.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-05-15 (08:00 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-05-22 (08:00 CEST).

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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia 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 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 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 premiiowe. 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 2024-05-15:

- 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.