



Dom Maklerski BDM S.A.

## BoomBit

### RAPORT ANALITYCZNY

Liczymy, że 2023 rok będzie dla spółki intensywnym okresem pod kątem wydawania nowych tytułów, w tym gier o większym potencjale monetyzacji (idle, merge czy sportowej). Ponadto zwracamy uwagę na najważniejszą obecnie grę BBT czyli „Hunt Royale”, która w ostatnich dniach grudnia’22 pierwszy raz w historii w rankingu „grossing games” w USA przebiła grę „Hunting Clash” od Ten Square Games (BoomBit pod koniec 2022r. rozpoczął skalowanie tego tytułu za pomocą zwiększania UA). Przypominamy również o zawartej pod koniec października’22 umowie BBT z ironSource, w związku z którą otrzyma on jednorazową płatność przekraczającą 10% przychodów za 1H’22 (ponad 14,8 mln PLN, czyli ok. 7% aktualnego MCap spółki). Zwracamy wreszcie uwagę, iż BBT daje unikalną na GPW ekspozycję inwestycyjną także na działalność gamingową w oparciu o wykorzystanie nowych trendów światowych czyli web3 / blockchain (w ramach grupy prowadzone są dwa projekty play-and-earn: BoomLand oraz PlayEmber). Pomimo iż, na obecnym etapie nie uwzględniamy przyszłych korzyści finansowych dla BBT z tego tytułu (za wyjątkiem zawarcia w analizie pozyskanych do końca 3Q’22 ok. 2,6 mln USD na ich rozwój), uważamy że potencjalny sukces komercyjny tych projektów może okazać się czarnym koniem dla przyszłych wyników BBT i w ogóle zmiany percepcji inwestorów dot. wartości wypracowanej wiedzy/technologii. Podsumowując, wymienione inicjatywy skłaniają nas do założenia, iż kolejne kwartały będą bardzo ciekawe dla Boombit pod względem wyników jak i projektowym. Dlatego utrzymujemy nasze zalecenie Kupuj i podnosimy jednocześnie cenę docelową do 23,4 PLN.

Pod koniec października’22 BoomBit zawarł umowę z ironSource (dom mediowy) na usługi mediacji reklamowych dla aktualnych mobilnych gier, dla których grupa BBT jest wydawcą, a także na przyszłe gry (na platformy iOS oraz Android). W związku z realizacją umowy spółka otrzyma jednorazową płatność. Kwota opłaty integracyjnej przekracza 10% przychodów grupy za 1H’22 (czyli ponad 14,8 mln PLN). BBT zobowiązał się do rozpoczęcia i zakończenia procesu integracji z SDK ironSource nie później niż do 1 marca’23. Mając powyższe na uwadze zakładamy, że pierwsze wpływy z tego tytułu pojawią się w 1Q’23. Spodziewamy się, że kwota ta zostanie proporcjonalnie rozłożona na okres 24msc., stad na przestrzeni 2023-25r. spółka będzie osiągała odpowiednio co najmniej: 6,2/ 7,4/ 1,2 mln PLN dodatkowych przychodów.

Zwracamy uwagę, iż BBT oferuje inwestorom na GPW unikalną ekspozycją na działalność gamingową w oparciu o wykorzystanie nowych trendów światowych czyli web3, blockchain (jakiś czas temu również HUUUGE informował o inwestycjach w ten obszar, jednak od kilku kwartałów nie wiemy nic o jego postępach w tym zakresie). Spółka kontynuuje inwestycje w dwa projekty Play-And-Earn: BoomLand oraz PlayEmber. W ramach pierwszego projektu uruchomiono platformę BoomLand, rozpoczęła się sprzedaż NFT, a soft launch gry „Hunters-on-chain” będzie miał miejsce na przestrzeni najbliższych tygodni (premiera w 1H’23). Jeżeli chodzi o PlayEmber, trwają testy na grach z grupy BBT oraz zewnętrznych twórców. Do końca 3Q’22 spółce udało się pozyskać 2,6 mln USD na rozwój tych projektów (0,6 mln USD – umowa na sprzedaż tokenów \$BOOM, 2,1 mln USD – umowa na sprzedaż tokenów \$EMBR). Pragniemy zauważyć, że w modelu obecnie nie uwzględniamy dodatniej kontrybucji z projektów play-and-earn, stąd każdy pozytywny scenariusz może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje.

Boombit, podobnie jak jego jeden z głównych akcjonariuszy ATM Grupa, w minionym roku zdecydował się na wypłatę dywidendy (dodatkowo wprowadzono formułę dywidendy zaliczkowej). Zakładamy w naszym modelu, że spółka w dotychczasowym modelu biznesowym generującym pozytywne strumienie CF na trwałe wprowadziła politykę dywidendową. Na rok 2023 spodziewamy się strumienia dywidend ok 0,9 PLN/akcję, co wskazuje na ok. 7% rentowność względem bieżącego kursu.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	49,7	140,2	239,0	293,0	358,5	420,5
EBITDA [mln PLN]	-2,1	22,3	35,0	23,3	41,9	51,3
EBITDA skoryg. [mln PLN]	-2,1	22,3	35,0	25,1	44,1	53,5
EBIT [mln PLN]	-11,0	9,7	22,4	10,8	26,4	32,1
Zysk netto n.j.d. [mln PLN]	-9,9	12,8	13,3	10,1	24,6	26,3
Zysk netto n.j.d. skoryg. [mln PLN]*	-9,9	12,8	13,3	11,9	26,8	28,6
P/BV	3,4	2,7	2,4	2,6	2,3	2,0
P/E	-	14,1	14,2	18,8	7,7	7,2
P/E skoryg.*	-	14,1	14,2	15,9	7,0	6,6
EV/EBITDA	-	7,2	4,5	6,7	3,8	3,1
EV/EBITDA skoryg.*	-	7,2	4,5	6,3	3,6	3,0
DPS	0,8	0,0	0,8	0,9	0,9	1,2
DY	6,2%	0,0%	5,6%	6,6%	6,7%	9,1%

\*- skoryg. o koszty programu motywacyjnego na lata 22-24

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

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

## KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 23,4 PLN

17 LUTY 2023, 11:35 CET

Wycena DCF [PLN]	20,7
Wycena porównawcza [PLN]	29,7
<b>6Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>23,4</b>
<b>Potencjał do wzrostu</b>	<b>73%</b>
Koszt kapitału	16,8%
Cena rynkowa [PLN]	13,5
Kapitalizacja [mln PLN]	182,8
Ilość akcji [mln. szt.]	13,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	14,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	9,5

Stopa zwrotu za 3 mc	16%
Stopa zwrotu za 6 mc	7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-8%

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

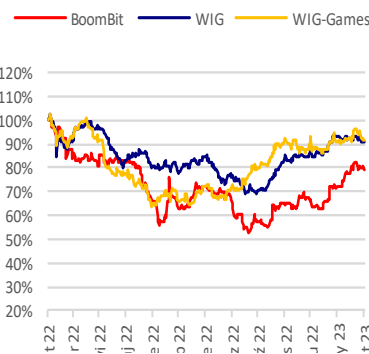
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

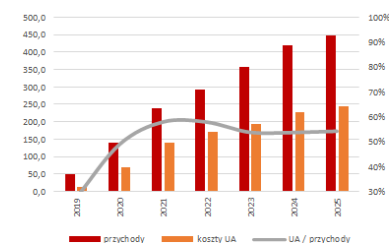
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
NOWE INICJATYWY .....	6
INWESTYCJA W PROJEKTY OPARTE O BLOCKCHAIN .....	6
PRZEGLĄD OPCJI STRATEGICZNYCH .....	9
WYCENA DCF .....	10
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	14
CZYNNIKI RYZYKA .....	15
OTOCZENIE RYNKOWE .....	16
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'22 .....	19
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	20
PROGNOZA WYNIKÓW ZA 4Q'22 .....	20
PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY .....	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ .....	24
DANE FINANSOWE .....	25

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

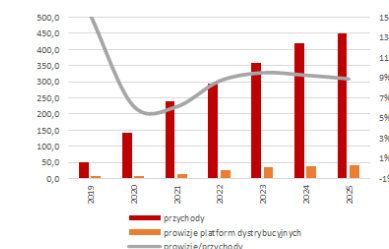
Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	<b>49,7</b>	<b>140,2</b>	<b>239,0</b>	<b>293,0</b>	<b>358,5</b>	<b>420,5</b>	<b>448,7</b>
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>4,6</b>	<b>24,9</b>	<b>30,0</b>	<b>23,8</b>	<b>43,5</b>	<b>50,0</b>	<b>56,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-2,1</b>	<b>22,3</b>	<b>35,0</b>	<b>23,3</b>	<b>41,9</b>	<b>51,3</b>	<b>61,1</b>
<b>EBITDA skoryg.**</b>	<b>-2,1</b>	<b>22,3</b>	<b>35,0</b>	<b>25,1</b>	<b>44,1</b>	<b>53,5</b>	<b>61,1</b>
EBIT	-11,0	9,7	22,4	10,8	26,4	32,1	40,0
Zysk brutto	-11,2	18,2	21,9	8,8	26,5	32,1	40,0
<b>Zysk netto</b>	<b>-9,9</b>	<b>14,6</b>	<b>17,8</b>	<b>7,4</b>	<b>22,8</b>	<b>27,6</b>	<b>34,5</b>
Zysk netto n.j.d.	-9,9	12,8	13,3	10,1	24,6	26,3	32,7
<b>Zysk netto n.j.d. skoryg.**</b>	<b>-9,9</b>	<b>12,8</b>	<b>13,3</b>	<b>11,9</b>	<b>26,8</b>	<b>28,6</b>	<b>32,7</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>9,3%</b>	<b>17,8%</b>	<b>12,6%</b>	<b>8,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,6%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>-4,2%</b>	<b>15,9%</b>	<b>14,7%</b>	<b>7,9%</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,2%</b>	<b>13,6%</b>
<b>Marża EBITDA skoryg.**</b>	<b>-4,2%</b>	<b>15,9%</b>	<b>14,7%</b>	<b>8,6%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,7%</b>	<b>13,6%</b>
Marża EBIT	-22,1%	6,9%	9,4%	3,7%	7,4%	7,6%	8,9%
Marża zysku netto	-19,9%	10,4%	7,4%	2,5%	6,4%	6,6%	7,7%
Marża zysku netto n.j.d.	-19,9%	9,2%	5,6%	3,4%	6,9%	6,3%	7,3%
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.**	-19,9%	9,2%	5,6%	4,1%	7,5%	6,8%	7,3%
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>48,0</b>	<b>47,7</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>58,8</b>	<b>64,6</b>	<b>70,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1,6	1,5	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Nakłady na prace rozwojowe	29,6	21,2	18,9	24,5	32,1	37,8	43,0
Wartość firmy	14,4	15,2	16,2	16,4	16,4	16,4	16,4
Pozostałe aktywa trwałe	2,4	9,8	11,3	8,5	8,5	8,5	8,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>18,7</b>	<b>42,7</b>	<b>71,9</b>	<b>71,1</b>	<b>81,2</b>	<b>83,9</b>	<b>96,9</b>
Należności handlowe	7,1	14,6	38,5	30,4	41,1	44,8	47,8
Aktywa kryptograficzne	0,0	0,0	0,0	8,5	8,5	8,5	8,5
Inne aktywa obrotowe	8,1	7,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5	40,5
<b>Aktywa razem</b>	<b>66,7</b>	<b>90,3</b>	<b>119,6</b>	<b>122,1</b>	<b>139,9</b>	<b>148,5</b>	<b>166,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>51,0</b>	<b>66,8</b>	<b>79,1</b>	<b>73,7</b>	<b>82,0</b>	<b>93,7</b>	<b>108,9</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>13,2</b>	<b>19,8</b>	<b>37,6</b>	<b>45,8</b>	<b>55,3</b>	<b>52,3</b>	<b>55,5</b>
Zobowiązania handlowe	9,4	15,7	34,4	32,6	44,0	48,0	51,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	3,8	4,2	3,2	13,3	11,3	4,3	4,3
<b>Pasywa razem</b>	<b>66,7</b>	<b>90,3</b>	<b>119,6</b>	<b>122,1</b>	<b>139,9</b>	<b>148,5</b>	<b>166,9</b>
<b>Cash Flow [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	3,0	23,7	30,2	28,3	37,1	40,1	55,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-23,6	-6,7	-9,9	-18,3	-25,0	-23,8	-24,8
Przepływy z działalności finansowej	21,4	-0,1	-7,7	-11,1	-12,7	-17,2	-21,1
Przepływy pieniężne netto	0,8	16,9	12,6	-1,4	-0,6	-1,0	10,0
Środki pieniężne na początek okresu	2,6	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5
Środki pieniężne na koniec okresu	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5	38,6
<b>Dynamiki [%]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Przychody	32,5%	182,0%	70,4%	22,6%	22,3%	17,3%	6,7%
EBITDA	-	-	57,1%	-33,5%	80,1%	22,4%	19,1%
EBIT	-	-	131,3%	-51,9%	145,5%	21,4%	24,8%
Zysk netto	-	-	21,8%	-58,2%	207,1%	21,0%	24,8%
Zysk netto n.j.d.	-	-	3,6%	-24,3%	144,4%	7,1%	24,0%
<b>Wybrane dane i wskaźniki*</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Liczba akcji (mln)	12,8	13,4	13,5	13,5	13,5	14,0	14,0
ROE	-19,4%	19,2%	16,8%	13,7%	30,0%	28,1%	30,0%
ROA	-14,8%	14,2%	11,1%	8,3%	17,6%	17,7%	19,6%
Dywidenda	6,2%	0,0%	5,6%	6,6%	6,7%	9,1%	11,1%
DPS w okresie (PLN)	0,8	0,0	0,8	0,9	0,9	1,2	1,5
Payout ratio	127%	0%	83%	93%	126%	70%	80%
P/E (x)	-	14,1	14,2	18,8	7,7	7,2	5,8
P/E skoryg. (x)**	-	14,1	14,2	15,9	7,0	6,6	5,8
P/BV (x)	3,4	2,7	2,4	2,6	2,3	2,0	1,7
EV/EBIT (x)	-	16,6	7,0	14,6	6,0	4,9	3,7
EV/EBITDA skoryg. (x)**	-	7,2	4,5	6,7	3,8	3,1	2,4
EV/EBITDA (x)	-	7,2	4,5	6,3	3,6	3,0	2,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 13,5 PLN; \*\* - skoryg. o koszty PM22-24.

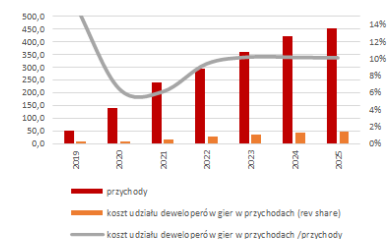
### BoomBit - przychody/marketing [mln PLN]



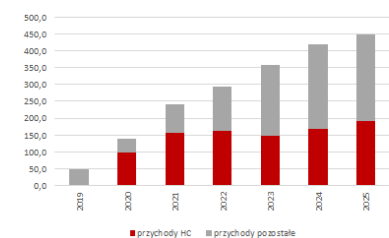
### BoomBit - udział prowizji platform w przychodach [%]



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



### BoomBit - udział HC w całości przychodów [mln PLN]



### Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

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

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki BoomBit opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym nadaliśmy wagę odpowiednio po 15%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 20,7 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 24,1 PLN, a do spółek zagranicznych 35,4 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 327,5 mln PLN, czyli **23,4 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	20,7
Wycena porównawcza	30%	29,7
Wycena porównawcza Polska	15%	24,1
Wycena porównawcza zagranica	15%	35,4
<b>Wycena 1 akcji BoomBit [PLN]</b>		<b>23,4</b>

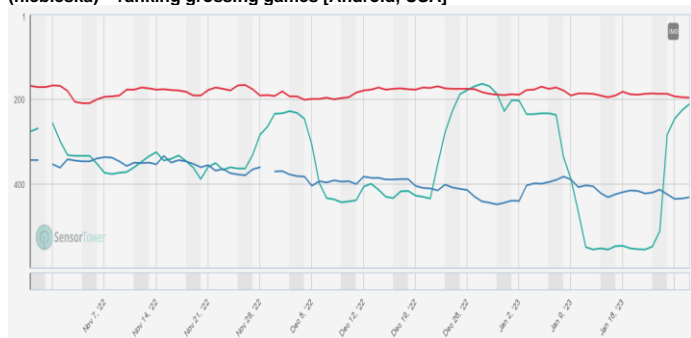
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Perspektywa mocnego początku roku jak i całego 2023r.

Spodziewamy się, że początek 2023 r. przyniesie intensywne działania spółki pod kątem wydawania nowych tytułów, w tym gier o większym potencjale monetyzacji. W ostatnich dniach zadebiutował pierwszy projekt tworzony we współpracy z Cherrypick Games czyli „Royal Merge”, która spotkała się z ciepłym przyjęciem i doczekała wsparcia promocyjnego ze strony App Store. Liczymy, że w zbliżających się tygodniach, zadebiutują kolejne gry m.in. idle czy kolejna gra sportowa. Uważamy, że debiuty te w istotny sposób przełożą się na poprawę przychodów segmentu mid-core. Ponadto spółka cały czas ma w produkcji wiele nowych gier typu hyper-casual (niedawno wydała nową grę „Ship Ramp Jumping”), stąd też liczymy, że w związku z nowymi premierami i dalszą dobrą, choć słabnącą monetyzacją starszego katalogu segment ten w dalszym ciągu będzie bardzo dobrze kontrybuował do wyników grupy. Mając jednak na uwadze jego słabsze odczyty w ostatnich miesiącach korygujemy w dół nasze założenia odnośnie jego monetyzacji w kolejnych okresach.

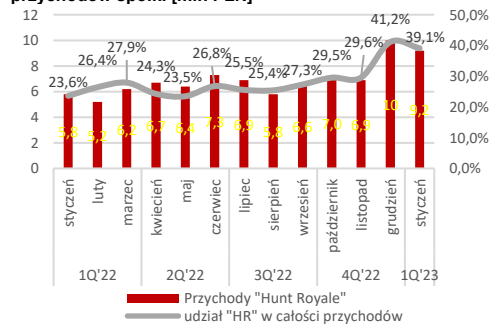
Zwracamy również uwagę na obecnie najważniejszy tytuł spółki, czyli „Hunt Royale” (odpowiadał za 27,6% całkowitych przychodów grupy w 2022r., generując 80,8 mln PLN), który dzięki najnowszym aktualizacjom oraz zwiększonym wydatkom marketingowym w ostatnich dniach grudnia'22 pierwszy raz w historii w rankingu „grossing games” w USA przebił grę „Hunting Clash” od Ten Square Games. Zwracamy również uwagę na specyfikę monetyzacji tego tytułu, w którym to pod koniec każdego miesiąca włączany jest „game pass”, który istotnie wpływa na jego przychody (na poniższym wykresie widać ten efekt w rosnącej pozycji gry w rankingu „grossing games”). Ponadto oczekujemy dalszego skalowania tej produkcji za pomocą zwiększania kampanii marketingowych, co naszym zdaniem w znaczący sposób przełoży się na poprawę wyników grupy w kolejnych miesiącach. Na wyróżnienie zasługuje również inna gra mid-coreowa czyli „Darts Club”, która w styczniu'23 wypracowała 3,2 mln PLN przychodów osiągając wzrost m/m na poziomie 39,1%. Liczymy, że będzie ona stanowiła istotne źródło dochodu w kolejnych okresach.

„Hunt Royale” (zielona linia), „Hunting Clash” (czerwona), „Traffic Puzzle” (niebieska) – ranking grossing games [Android, USA]



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

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Umowa z ironSource

Pod koniec października'22 BoomBit zawarł umowę z ironSource (dom mediowy) na usługi mediacji reklamowych dla aktualnych mobilnych gier, dla których grupa BBT jest wydawcą (za wyjątkiem gier stworzonych i/lub utrzymywanych w dowolnej technologii blockchain), a także na przyszłe gry (na platformy iOS oraz Android). W związku z realizacją umowy spółka otrzyma jednorazową płatność. Kwota opłaty integracyjnej przekracza 10% przychodów grupy za 1H'22 (czyli ponad 14,8 mln PLN). W zamian za wyżej wspomnianą opłatę BoomBit zobowiązuje się utrzymywać określony % przychodów uzyskiwanych z reklam za pośrednictwem mediacji ironSource minimum przez okres 24 msc. BBT zobowiązał się do rozpoczęcia i zakończenia procesu integracji z SDK (software development kit) ironSource nie później niż do 1 marca'23. Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że pierwsze wpływy z tego tytułu pojawią się w 1Q'23. Spodziewamy się, że kwota ta zostanie proporcjonalnie rozłożona na okres 24msc., stad na przestrzeni 2023-25r. spółka będzie osiągała odpowiednio co najmniej: 6,2/ 7,4/ 1,2 mln PLN dodatkowych przychodów. Korzyścią z tej umowy dla firmy ironSource, jest udział % od reklam, które wyświetla i dostarcza BBT.

### Projekty oparte o blockchain potencjalnym czarnym koniem

Zwracamy uwagę, iż BBT daje unikalną ekspozycję na GPW na działalność gamingową w oparciu o wykorzystanie nowych trendów światowych czyli web3, blockchain (jakiś czas temu również HUUUGE informował o inwestycjach w ten obszar, jednak od kilku kwartałów nie wiemy nic o jego postępach w tym zakresie). BoomBit kontynuuje inwestycje w dwa projekty Play-And-Earn: BoomLand oraz PlayEmber. Na przestrzeni 1-3Q'22 ich koszt rozwoju sięgnął 6,9 mln PLN (z czego 4,2 mln PLN pojawiło się w P&L). W ramach pierwszego projektu uruchomiono platformę BoomLand, rozpoczęła się sprzedaż NFT, a soft launch pierwszej gry „Hunters-on-chain” będzie miał miejsce na przestrzeni najbliższych tygodni (premiera w 1H'23). Jeżeli chodzi o PlayEmber (czyli połączenie tradycyjnych gier mobilnych web2 z blockchainem NEAR web3), trwają testy na grach z grupy BBT oraz zewnętrznych twórców. Do końca 3Q'22 spółce udało się pozyskać 2,6 mln USD na rozwój tych projektów (0,6 mln USD – umowa na sprzedaż tokenów \$BOOM, 2,1 mln USD – umowa na sprzedaż tokenów \$EMBR). Pragniemy zauważyć, że w modelu obecnie nie uwzględniamy dodatkowej kontrybucji z projektów play and earn (za wyjątkiem pozyskanych do końca 3Q'22 ok. 2,6 mln USD na ich rozwój), stąd każdy scenariusz pozytywny może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje. W związku z tym, iż PAE jest jednym ze sposobów na monetyzację gier, który w przyszłości może stanowić atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnych form takich jak reklamy i mikropłatności, doceniamy inicjatywę spółki w tym zakresie. Ponadto zwracamy uwagę na wyniki topowych gier NFT takich jak np. „Axie Infinity”, która według raportu firmy Nansen wygenerowała w 2021r. 1,3 miliarda USD przychodu, osiągając dzienny szczyt w wysokości 17,5 mln USD 6 sierpnia 2021r. Szerzej opisane w rozdziale „nowe inicjatywy”.

### Przegląd opcji strategicznych

Przypominamy o rozpoczętym w listopadzie'21 przez ATM Grupę przeglądzie opcji strategicznych w zakresie należących do niej akcji spółki BoomBit. Celem procesu jest podjęcie decyzji co do ewentualnej sprzedaży wszystkich posiadanych akcji (29,5%) w jednorazowej transakcji, której stroną będzie jeden inwestor finansowy lub branżowy, działający na podobnym jak BBT rynku. Uważamy, że istotną rolę w potencjalnej transakcji odgrywają projekty oparte o blockchain, których pierwsze realne efekty będziemy mogli obserwować w okolicach połowy 2023r. Liczymy, że potencjalny inwestor branżowy może być zainteresowany poszerzeniem swoich kompetencji w zakresie segmentu F2P (w tym gier hyper-casual i mid-core) oraz technologii blockchainowej. Szerzej opisane w rozdziale „przegląd opcji strategicznych”.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Uważamy że aktualna cena jest niedowartościowana, w związku z tym wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 23,4 PLN/akcję**, czyli 73% powyżej obecnej ceny rynkowej.

## NOWE INICJATYWY

### INWESTYCJA W PROJEKTY OPARTE O BLOCKCHAIN

W trakcie 2022 roku w ramach grupy zaawansowaniu uległy prace przygotowawcze nad projektami opartymi na technologii blockchain, które w przyszłości mają za zadanie monetyzować własne gry w modelu play-and-earn. Dlatego przypominamy, że spółka wyodrębniła nowy segment operacyjny. Tym samym od końca 2Q'22 w ramach grupy funkcjonują dwa segmenty:

- produkcja i wydawanie gier w modelu free-to-play oraz premium (na urządzenia mobilne, konsole, PC)
- produkcja i wydawanie gier w modelu play-and-earn, bazujących na technologii blockchain

#### W ramach segmentu play-and-earn równolegle rozwijane są dwa projekty:

BoomLand	PlayEmber
<ul style="list-style-type: none"> <li>- platforma blockchainowa/metaverse, na której będą wydawane gry w modelu play-and-earn;</li> <li>- pierwsza gra w metawersie, „Hunters On-Chain”, będzie zawierała NFT łowców, przedmiotów z ekwipunku i łądów. Łowca gracza to bilet do BoomLandu. Gra będzie dostępna w 1H'23na dowolnej przeglądarce internetowej i platformach mobilnych;</li> <li>- potencjalnie spółka będzie mogła monetyzować ten projekt w dwóch kanałach, to jest poprzez sprzedaż pakietów startowych i procentowy udział w transakcjach na tej platformie;</li> <li>- więcej szczegółów na stronie: <a href="http://www.boomland.io">www.boomland.io</a> ;</li> <li>- szczegóły odnośnie alokacji tokenów na stronie: <a href="https://wp.boomland.io/boomland/tokenomics/usdboom">https://wp.boomland.io/boomland/tokenomics/usdboom</a></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- narzędzie (SDK) pozwalające na połączenie tradycyjnych gier mobilnych free-to-play z platformą blockchain;</li> <li>- aktualnie odbywają się testy na grach z portfela grupy BoomBit oraz zewnętrznych twórców;</li> <li>- zakończono rundę pre-seed (prowadzoną przez Shima Capital), w której platforma zebrała 2,3 mln USD w ramach podpisanych umów;</li> <li>- potencjalnie spółka będzie mogła monetyzować ten projekt poprzez procentowy udział w transakcjach na tej platformie;</li> <li>- więcej pod linkiem: <a href="https://playember.com/">https://playember.com/</a></li> </ul>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Roadmap projektu BoomLand

Q3 2022	Q4 2022	H1 2023	H2 2023
<ul style="list-style-type: none"> <li>• NFT Sale Framework Kick-off</li> <li>• HOC Game Balancing</li> <li>• Boomland Platform v.1</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Launchpad Strategic Partnership with Magic Eden</li> <li>• Boomland Platform Soft Launch</li> <li>• Hunters On-Chain Soft Launch</li> <li>• Smart Contract Development</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• \$BOOM and \$BGM TGE</li> <li>• Hunters On-Chain Global launch</li> <li>• BoomLand Platform Global launch</li> <li>• BoomLand GAO #1 &amp; #2</li> <li>• Smart Contract Audit Completion</li> <li>• Land Expansion Whitepaper</li> <li>• Game 2 Whitepaper</li> <li>• Supernet Launch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Land Expansion</li> <li>• Game 2 &amp; 3 Launch</li> <li>• Multichain Integration</li> </ul>

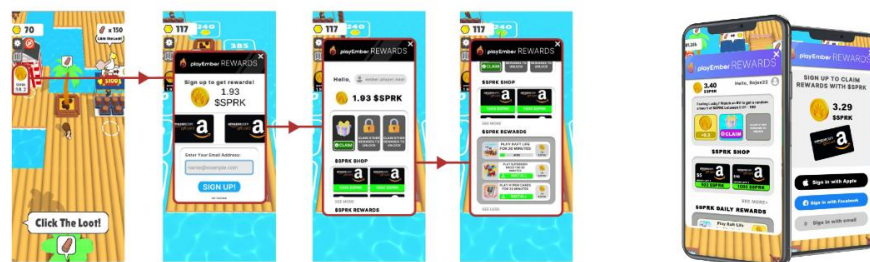
Źródło: boomland.io

#### Wizja BoomLand'u



Źródło: boomland.io

#### Przykład technologii tworzonej w ramach projektu PlayEmber



Download - Play - Claim Wallet - Get Rewards - Keep Playing

Źródło: spółka

W ciągu 2-3Q'22 spółka przyciągnęła uwagę branżowych podmiotów/inwestorów do swoich dwóch projektów blockchainowych, co pozwoliło jej pozyskać środki na ich dalszy rozwój. Pierwsza z zawartych umów SAFT (Simple Agreement for Future Tokens) dotyczy platformy BoomLand i została podpisana z Polygon Ecosystem Master Fund na sprzedaż tokenów \$BOOM za łączną kwotę 571 tys. USD. Tym samym spółka otrzymała płatność w formie tokenów USDC oraz USDT. Druga z umów dotyczy projektu PlayEmber i została zawarta z NEAR Foundation na łączną kwotę ok. 2,05 mln USD (płatność w tokenach USDC oraz NEAR) i dotyczy sprzedaży tokenów \$EMBR oraz współpracy tych podmiotów. W związku z otrzymanymi aktywami kryptograficznymi z tytułu zawartych umów SAFT (8,5 mln PLN na koniec 3Q'22), grupa rozpoznała zobowiązania z tytułu umów w łącznej wysokości 9 mln PLN.

#### Zobowiązania i aktywa poszczególnych segmentów [mln PLN]

	2Q'22		3Q'22	
	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”
<b>Aktywa segmentów</b>				
Nakłady na prace rozwojowe	19,0	1,6	19,6	2,7
Pozostałe aktywa trwałe	25,5	-	26,5	-
Aktywa trwałe	44,5	1,6	46,1	2,7
Środki pieniężne	39,0	-	33,5	-
Aktywa kryptograficzne	-	0,8	-	8,5
Pozostałe aktywa obrotowe	48,7	0,2	39,8	0,2
Aktywa obrotowe	87,7	0,9	73,4	8,7
<b>Aktywa razem</b>	<b>132,2</b>	<b>2,5</b>	<b>119,4</b>	<b>11,8</b>
<b>Zobowiązania segmentów</b>				
Zobowiązania długoterminowe	2,4	-	2,5	-
Zobowiązania krótkoterminowe	53,4	2,8	37,3	11,8
<b>Zobowiązania razem</b>	<b>55,7</b>	<b>2,8</b>	<b>39,8</b>	<b>11,8</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Aktywa kryptograficzne [tys. PLN]

	2Q'22	3Q'22
Kryptowaluty BUSD	680	-
Kryptowaluty USDC	96	7 551
Kryptowaluty NEAR	-	917
pozostałe	5	1
<b>Razem</b>	<b>778</b>	<b>8 469</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Na przestrzeni 2Q'23 spodziewamy się intensyfikacji działań operacyjnych w projekcie BoomLand, w tym m.in. globalnej premiery gry „Hunters On-Chain”. Mając na uwadze ostatnie wypowiedzi spółki, widzimy duży optymizm władz BBT związany z perspektywami dla tego projektu. Aktualnie w naszym modelu pozostajemy konserwatywni co do projekcji przyszłości tego przedsięwzięcia. W związku z tym, iż obecnie nie jesteśmy w stanie zdefiniować rzetelnie przyszłego strumienia przychodów z Boomland czekamy na pierwsze bardziej szczegółowe dane operacyjne z 2Q'23. Jednocześnie zwracamy uwagę, że scenariusze wskazujące na sukces komercyjny BoomLand mogą mieć w przyszłości istotny wpływ na nasze przyszłe projekcje finansowe.

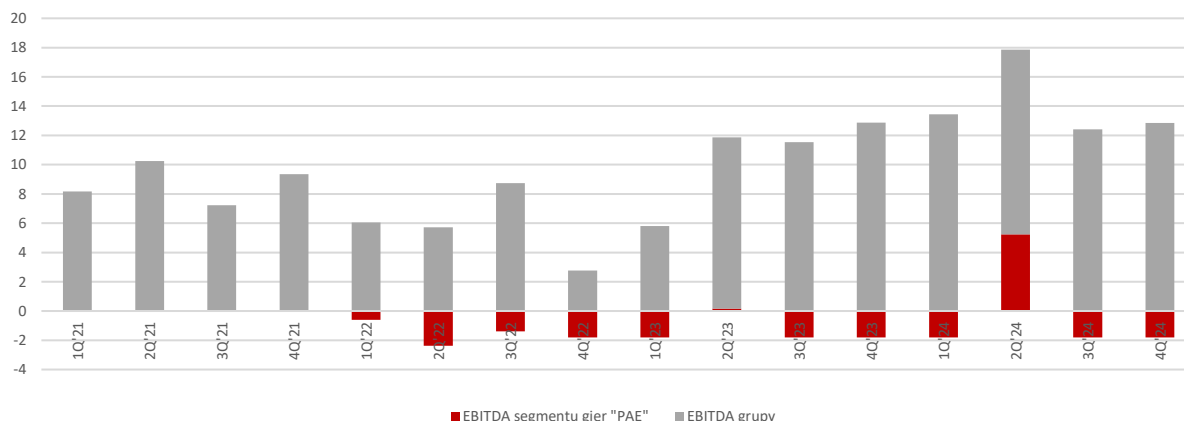
#### Wyniki finansowe poszczególnych segmentów [mln PLN]

	1H'22		3Q'22	
	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”	Gry mobilne	Gry „Play-and -Earn”
Sprzedaż zewnętrzna	148,1	-	73,6	-
Sprzedaż wewnątrz Grupy	-	-	-	-
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>148,1</b>	<b>-</b>	<b>73,6</b>	<b>-</b>
Wynik brutto ze sprzedaży	13,3	-1,6	7,7	-0,7
Wynik z działalności operacyjnej	8,4	-3,0	7,1	-1,4
Amortyzacja	-6,4	-	-3,1	-
<b>EBITDA</b>	<b>14,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>10,1</b>	<b>-1,4</b>
Przychody/koszty finansowe	-0,8	0,0	-1,1	0,0
<b>Wynik netto</b>	<b>7,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>4,9</b>	<b>-1,4</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W związku z kontynuacją rozbudowy zespołów pracujących nad projektami blockchainowymi zakładamy, że 4Q'22 przyniesie dalszy wzrost kosztów związanych z ich rozwojem (1,8 mln PLN w P&L vs 1,2 mln PLN). W następnych kwartałach przewidujemy, że wydatki te ustabilizują się na poziomie zbliżonym do ostatnich miesięcy 2022 r. i będą ponoszone przez spółkę do końca 2024 r. Jak już wyżej wspomnieliśmy, w związku z tym, iż obecnie nie jesteśmy w stanie zdefiniować rzetelnie przyszłego strumienia przychodów z tych projektów, nie zakładamy ich monetyzacji w naszym modelu. W 1H'23 oczekujemy globalnej premiery platformy „BoomLand” oraz debiutu pierwszej gry „Hunters On-Chain”, stąd też spodziewamy się, że spółka będzie mogła rozpoznać w tym okresie na poziomie przychodów pozyskane 0,6 mln USD na ten projekt (umowa z Polygon). W związku z mniejszą ilością udostępnianych informacji na temat „PlayEmber” zakładamy, że prace nad tym przedsięwzięciem są na mniej zaawansowanym etapie, w związku z czym prognozujemy rozpoznanie pozyskanych 2,05 mln USD (umowa z NEAR Foundation) dopiero w 2024r. **Łącznie przyjęte przez nas założenia implikują negatywny wpływ tych projektów na wycenę spółki (strata EBITDA w latach 2022-24 na poziomie ok. 12 mln PLN).** Doceniamy jednak rozwój BBT w nowych obszarach, które mogą w przyszłości przełożyć się na dodatkowe źródło przychodów. **Zwracamy również uwagę na to, że każdy scenariusz pozytywny może mieć istotny wpływ na nasze przyszłe aktualizacje.**

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.,

### Najważniejsze informacje o grach NFT:

1. Gaming NFT - Non-Fungible Tokens (NFT), to certyfikaty własności towarów cyfrowych wykonanych w ograniczonej liczbie. W przypadku gier mogą to być przedmioty w grze, przedmioty kolekcjonerskie i awatary.

2. Gry, w których używana jest technologia NFT (poniżej przedstawiamy największe i najciekawsze produkcje):

- „Axie Infinity” - to jedna z najpopularniejszych gier NFT, typu PAE, gameplemem podobna do Pokémon’ów;
- „Splinterlands” - gra karciana wykorzystująca niskoemisyjną kryptowalutę Wax;
- „Tom Clancy’s Ghost Recon: Breakpoint” - to gra typu AAA, która wykorzystuje własny łańcuch bloków Quartz firmy Ubisoft, jest zbudowana na niskoemisyjnym łańcuchu bloków Tezos;
- „Alien Worlds” - to społeczna gra metaverse, w której można zbudować cały wszechświat;
- „Farmer’s World” - pierwsza rolnicza gra NFT;
- „Upland” - gra polegająca na handlu nieruchomościami, która wykorzystuje rzeczywiste adresy;
- „Crazy Defence Horses” - gra typu tower defense, która łączy style gry Free-to-Play i Free-to-Earn.

3. Monetyzacja gier NFT - gry NFT zarabiają na graczach, pobierając opłaty za wejście, na przykład: gracz musi kupić startowy pakiet stworzeń „Axie”, aby wejść do gry „Axie Infinity”. Innym sposobem zarabiania przez firmy tworzące gry NFT jest pobieranie procentu z przedmiotów NFT kupowanych i sprzedawanych w grze.

4. Coraz więcej dużych firm gamingowych bada zastosowanie NFT w grach – w tym Ubisoft, Konami, Epic, Capcom i EA. Natomiast Square Enix zapowiedziało swoją pierwszą grę NFT „Symbiogenesis”.

5. Niektórzy gracze są nawet w stanie utrzymywać się wyłącznie z tego typu gier (np. w „Axie Infinity”, której DAU kształtuje się na poziomie 3 mln użytkowników: (<https://tinyurl.com/yws9uvk6>)). Dodatkowo warto zauważyć, że w jednej ze swoich wypowiedzi współzałożyciel „Axie Infinity”, Aleksander Leonard Larsen, ujawnił, że 50% jego graczy nigdy nie używało kryptowaluty przed rozpoczęciem gry. Nawet udane gry Play-to-Earn, mogą być trudnym wyzwaniem, aby poruszać się po portfelach kryptograficznych, opłatach za wpisowe, ukrytych kosztach itp. Jednak wyżej wspomniana informacja wskazuje, że pomimo pewnej „bariery wejścia” jaką stanowi poruszanie się w świecie kryptowalut, nie odstrasza to potencjalnych graczy.

6. Przedmiot kolekcjonerski NFT może być używany w wielu lub we wszystkich grach. NFT jest przechowywany w łańcuchu bloków, jego dane są monitorowane, co oznacza, że można go łatwo przenosić między grami korzystającymi z tego samego łańcucha bloków. Jednym z pierwszych globalnych deweloperów, który postanowił wykorzystać możliwości jakie daje połączenie NFT z portfelem swoich gier jest Ubisoft, ze swoim projektem „Ubisoft’s Quartz”.

#### „Axie Infinity”:

- produkcja została wydana w 2018 r. przez wietnamskie studio Sky Mavis;
- to jedna z najpopularniejszych gier NFT, typu PAE, gameplemem podobna do Pokémon’ów;
- pod koniec 2021r. DAU gry sięgało ok. 3 mln użytkowników dziennie, aktualnie kształtuje się na poziomie 200-400 tys.;
- według raportu firmy Nansen, „Axie Infinity” wygenerowała 1,3 miliarda USD przychodu w 2021r., osiągając dzienny szczyt w wysokości 17,5 miliona USD 6 sierpnia 2021r.;
- Sky Mavis generuje większość swoich przychodów poprzez opłatę w wysokości 4,25%, którą pobiera od wszystkich zakupów w grze;
- nowi gracze muszą najpierw zainwestować w trzy potwory, przy czym najtańsze potwory kosztują około 200 USD za sztukę. Dla graczy, których nie stać na ten początkowy wydatek, firma pożyczka im potwory. Kiedy dojdą do punktu, w którym stworzą i sprzedają własne potwory, Sky Mavis pobiera od nich 30% odsetek;
- w październiku’21 firmie Sky Mavis udało się pozyskać 152 mln USD od funduszu venture capital Andreessen Horowitz przy wycenie na poziomie 3 mld USD.

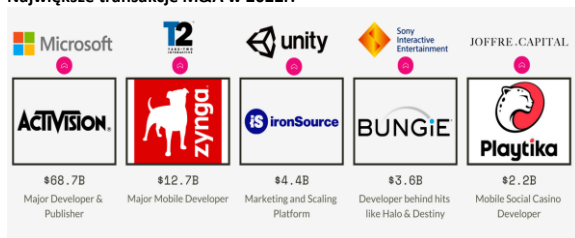


## PRZEGLĄD OPCJI STRATEGICZNYCH

**Przeгляд opcji strategicznych** - na początku listopada'21 ATM Grupa zdecydowała o rozpoczęciu procesu przeglądu wybranych opcji strategicznych dla spółki w zakresie dotyczącym należących do niej akcji spółki BoomBit. Celem procesu jest podjęcie decyzji co do ewentualnej sprzedaży wszystkich posiadanych akcji (29,5%) w jednorazowej transakcji, której stroną będzie jeden inwestor finansowy lub branżowy, działający na podobnym jak BoomBit rynku. W związku z tym postępowaniem ATM Grupa współpracuje ze światowymi doradcami. Uważamy, że istotną rolę w potencjalnej transakcji odgrywają projekty oparte o blockchain, których pierwsze realne efekty będziemy mogli obserwować w okolicach połowy 2023r. Liczymy, że potencjalny inwestor branżowy może być zainteresowany poszerzeniem swoich kompetencji w zakresie segmentu F2P (w tym gier hyper-casual i mid-core) oraz technologii blockchainowej.

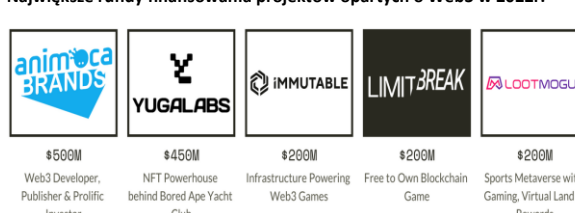
W 2022r. obserwowaliśmy spore ruchy na rynku przejęć w sektorze gamingowym. Poniżej przedstawiamy największe transakcje M&M, które miały miejsce w tym okresie.

Największe transakcje M&A w 2022r.



Źródło: QuantumTechPartners.com

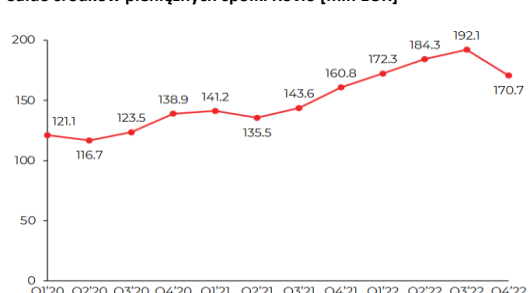
Największe rundy finansowania projektów opartych o Web3 w 2022r.



Źródło: QuantumTechPartners.com

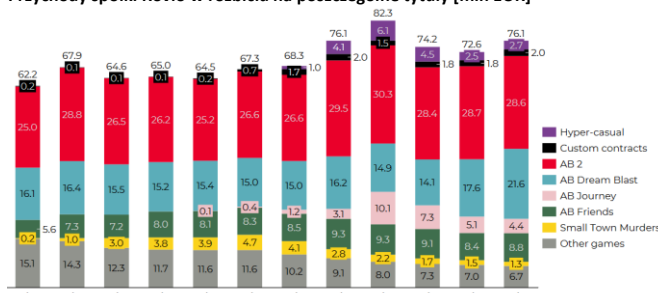
Również 2023 r. rozpoczyna się bardzo ciekawie pod kątem potencjalnych przejęć. W styczniu'23 Playtika zaferowała w zakup Rovio za 683 miliony EUR (737,5 mln USD). Oferta 9.05 EUR za akcję stanowi premię w wysokości około 60% w stosunku do zamknięcia notowań Rovio 19 stycznia. Fiński producent gier Rovio jest najbardziej znany ze swojej serii „Angry Birds”. To już drugi raz, kiedy izraelska deweloper gier mobilnych zaferowała przejęcie firmy. W listopadzie ubiegłego roku Playtika zaproponowała, że kupi Rovio po 8,5 EUR za akcję (czyli aktualnie jest w stanie zapłacić ok. 40 mln EUR więcej). Obecnie „nie zawarto żadnej umowy między Playtika a Rovio i nie ma pewności, że jakkolwiek transakcja dojdzie do skutku lub ostatecznie zostanie sfinalizowana. Na koniec 4Q'22 Rovio saldo środków pieniężnych spółki wynosiło 170,7 mln EUR. Cena na poziomie 9,05 EUR implikuje wycenę Rovio na 2023r. (konsensus Bloomberg) na poziomie ok. 10x EV/EBITDA.

Saldo środków pieniężnych spółki Rovio [mln EUR]



Źródło: Rovio

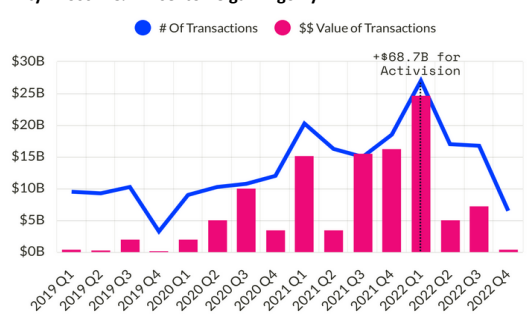
Przychody spółki Rovio w rozbiciu na poszczególne tytuły [mln EUR]



Źródło: Rovio

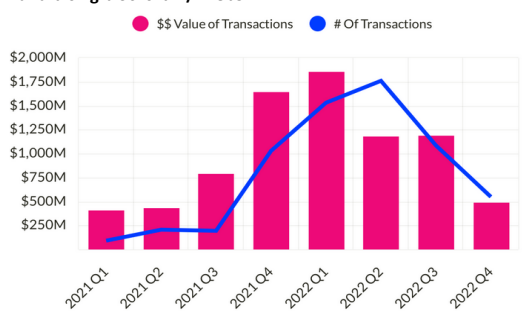
Podczas gdy rynek kryptowalut nadal znajdował się pod presją, inwestorzy nadal wykazywali duże zainteresowanie firmami z branży gier blockchain. Połowa całkowitej zebranej kwoty i 40% wszystkich rund finansowania dla prywatnych firm zajmujących się grami to inwestycje w gry oparte o blockchain.

Aktywność M&A w sektorze gamingowym



Źródło: QuantumTechPartners.com

Fundraising blockchain/ Web3



Źródło: QuantumTechPartners.com

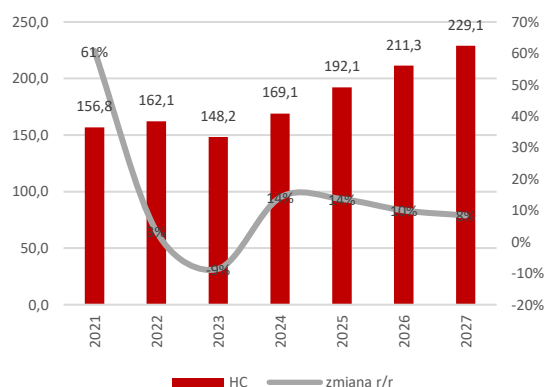
## WYCENA DCF

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

### Główne założenia modelu:

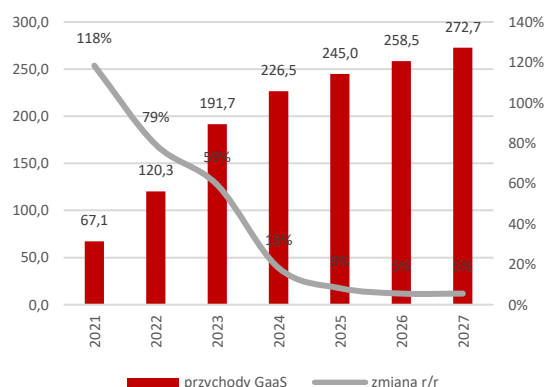
- W 2022 roku oczekujemy, że spółka wypracuje 293,0 mln PLN przychodów, 25,1 mln PLN adj. EBITDA oraz 11,9 mln PLN adj. zysku netto n.j.d.. Szacujemy, że za 55% przychodów odpowiadał segment gier HC, generując 162,1 mln PLN, za resztą Non-HC = 130,9 mln PLN.
- W 2023 roku spodziewamy się, że przychody z segmentu gier hyper-casual wygenerują 148,2 mln PLN (-9% r/r), gry Non HC urosną o ok. 54% do 202,2 mln PLN. Zakładamy, że koszt UA oraz koszt udziału deweloperów gier w przychodach (rev share) wyniosą w tym okresie 229,6 mln PLN (+16% r/r). W całym 2023 roku prognozujemy 358,5 mln PLN przychodów, 44,1 mln PLN adj. EBITDA oraz 26,8 mln PLN adj. zysku netto n.j.d.
- W związku z ostatnimi słabszymi odczytami przychodowymi segmentu gier hyper-casual (powodem m.in. brak nowych tytułów, spadek CPI i słabszy USD) i bardzo dobrym 2022r. oczekujemy, że rok 2023 r. przyniesie (ok. 9% r/r) spowolnienie dynamik monetaryzacji gier tego typu. W kolejnych latach zakładamy jednak ich powrót do wzrostów.
- W segmencie Non-HC, w związku z rozpoczętym skalowaniem najważniejszej gry „Hunt Royale” oraz planowanymi premierami kolejnych gier (merge, idle, sportowej) zakładamy znaczący wzrost przychodów w 2023r. i dodatnie dynamiki w kolejnych latach (w związku z pogorszeniem się r/r wyników segmentu non-GaaS/legacy – prognozujemy jego delikatne spadki w kolejnych latach).

Przychody gier hyper-casual [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

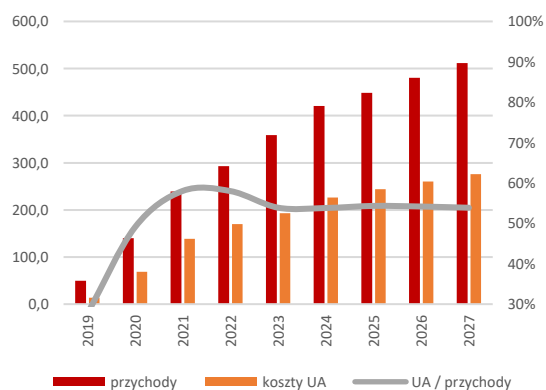
Przychody gier Non-HC (bez non-GaaS/legacy) [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

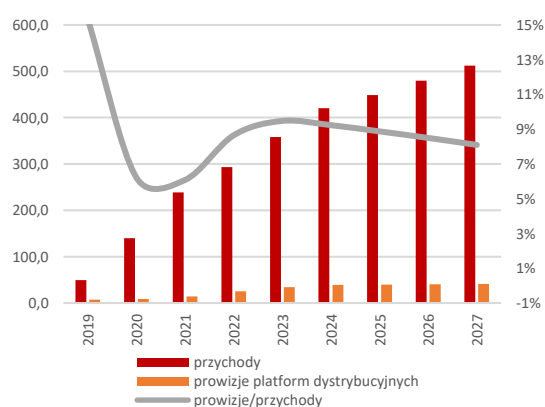
- Szacujemy, że w kolejnych latach koszt UA będzie kształtował się w granicach 52-54% przychodów (spadek w latach 23-25 spowodowany m.in. ujęciem przychodów z ironSource oraz umów z PAE), a koszt prowizji platform dystrybucyjnych ok. 8-9% (wzrost przez zakładany większy udział gier GaaS w przychodach).

Udział UA w przychodach [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

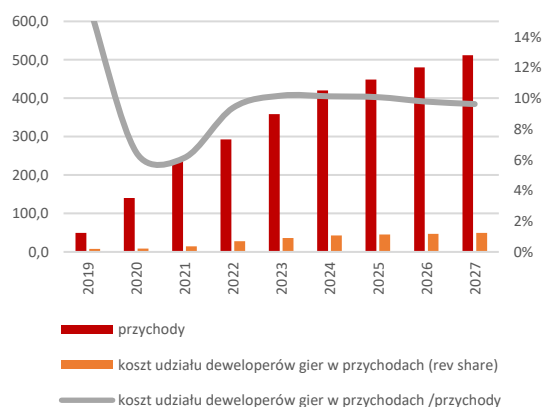
Udział prowizji platform w przychodach [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

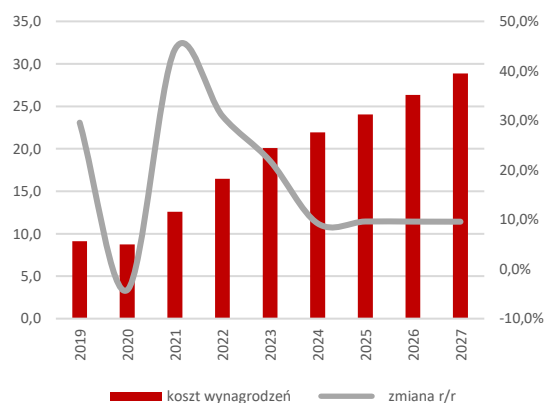
- Innym istotnym kosztem dla działalności BoomBita jest rev. share z producentami gier, których są wydawcą (głównie dotyczy segmentu GaaS). W związku z zakładanym przez nas rosnącym udziałem tego typu gier GaaS/ mid-core w naszych prognozach zakładamy wzrost proporcji kosztu udziału deweloperów gier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

Udział rev share w przychodach [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Koszty wynagrodzeń [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), umożliwia zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. W związku ze skomplikowanym modelem przychodowym spółki (deweloper i wydawca wielu gier) prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie ok. 14-15%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Spółka wypłaciła za 2021 łącznie 0,79 PLN dywidendy na akcję (10,7 mln PLN) z zysku netto osiągniętego w minionym roku (3,2 mln PLN zaliczki w 2021 r. i resztę w lipcu'22). Łączna stopa dywidendy za 2021r. wyniosła ok. = 5,1%, payout ratio na poziomie = 83%. W grudniu'22 spółka wypłaciła zaliczkę na dywidendę w wysokości 0,28 PLN na akcję (3,8 mln PLN). Spodziewamy się kontynuacji wypłat dywidendy w kolejnych okresach.
- Udział mniejszości – uwzględniamy kapitał przypadający na udziały niekontrolujące na koniec 3Q'22 i dodajemy do niego zdyskontowane przepływy przynależne akcjonariuszom mniejszościowym.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 14,0 mln akcji (13,5 mln + 505 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 czerwca 2023 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 289,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 20,7 PLN.**

**Model DCF**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	358,5	420,5	448,7	480,1	512,0	545,4	576,4	609,2	643,9	680,0
EBIT [mln PLN]	26,4	32,1	40,0	45,8	52,1	54,9	57,3	58,2	60,0	63,0
Stopa podatkowa	13,7%	13,9%	13,9%	14,0%	14,1%	14,1%	14,1%	14,2%	14,2%	14,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,6	4,5	5,6	6,4	7,3	7,8	8,1	8,3	8,5	8,9
NOPLAT [mln PLN]	22,8	27,6	34,4	39,4	44,7	47,2	49,2	50,0	51,5	54,1
Amortyzacja [mln PLN]	15,5	19,2	21,1	22,7	24,7	26,8	28,8	32,3	35,7	37,8
CAPEX [mln PLN]	-19,1	-21,6	-23,1	-25,2	-27,6	-30,0	-32,8	-35,9	-39,3	-42,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	19,9	25,5	32,7	37,1	42,1	44,2	45,4	46,6	48,1	49,3
DFCF [mln PLN]	18,4	20,2	22,2	21,5	20,9	18,8	16,5	14,5	12,8	11,3
Suma DFCF [mln PLN]	177,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	383,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	87,5									
Wartość firmy EV [mln PLN]	264,6									
Udział mniejszości [mln PLN]	11,8									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-36,5									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>289,3</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	14,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>20,7</b>									

Przychody zmiana r/r	22,3%	17,3%	6,7%	7,0%	6,6%	6,5%	5,7%	5,7%	5,7%	5,6%
EBIT zmiana r/r	145,5%	21,4%	24,8%	14,6%	13,6%	5,5%	4,3%	1,6%	3,1%	5,1%
FCF zmiana r/r	73,3%	27,9%	28,4%	13,5%	13,3%	5,0%	2,8%	2,6%	3,3%	2,5%
Marża EBITDA	11,7%	12,2%	13,6%	14,3%	15,0%	15,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%
Marża EBIT	7,4%	7,6%	8,9%	9,5%	10,2%	10,1%	9,9%	9,6%	9,3%	9,3%
Marża NOPLAT	6,4%	6,6%	7,7%	8,2%	8,7%	8,6%	8,5%	8,2%	8,0%	8,0%
CAPEX / Przychody	5,3%	5,1%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%
CAPEX / Amortyzacja	123,4%	112,4%	109,2%	111,1%	111,8%	112,1%	113,8%	111,2%	110,2%	113,3%
Zmiana KO / Przychody	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,2%	-0,4%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>	<b>16,8%</b>

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	22,3	22,6	22,9	23,2	23,6	24,0	24,4	24,8	25,3
	1,0	21,3	21,6	21,8	22,1	22,4	22,7	23,1	23,5	23,9
	1,1	20,4	20,6	20,8	21,1	21,4	21,6	21,9	22,3	22,6
	1,2	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,7	20,9	21,2	21,5
	1,3	18,8	19,0	19,1	19,3	19,5	19,8	20,0	20,2	20,5
	1,4	18,1	18,2	18,4	18,6	18,7	18,9	19,1	19,3	19,6
	1,5	17,4	17,6	17,7	17,9	18,0	18,2	18,4	18,5	18,7

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%	23,0	23,4	23,7	24,1	24,5	24,9	25,4	25,9	26,4
	5,5%	21,2	21,4	21,7	21,9	22,2	22,6	22,9	23,3	23,7
	6,5%	19,6	19,8	20,0	20,2	20,4	20,7	20,9	21,2	21,5
	7,5%	18,2	18,3	18,5	18,7	18,9	19,1	19,3	19,5	19,7
	8,5%	17,0	17,1	17,3	17,4	17,5	17,7	17,9	18,0	18,2
	9,5%	16,0	16,1	16,2	16,3	16,4	16,5	16,7	16,8	16,9
	10,5%	15,1	15,2	15,2	15,3	15,4	15,5	15,6	15,7	15,8

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%	26,1	25,7	25,3	24,9	24,5	24,2	23,9	23,6	23,4
	5,5%	23,7	23,3	22,9	22,6	22,2	22,0	21,7	21,4	21,2
	6,5%	21,7	21,3	21,0	20,7	20,4	20,1	19,9	19,7	19,5
	7,5%	20,0	19,6	19,3	19,1	18,8	18,6	18,4	18,2	18,0
	8,5%	18,5	18,2	17,9	17,7	17,5	17,3	17,1	16,9	16,8
	9,5%	17,3	17,0	16,7	16,5	16,3	16,2	16,0	15,9	15,7
	10,5%	16,2	15,9	15,7	15,5	15,4	15,2	15,1	14,9	14,8

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 **24,1 PLN**, natomiast do globalnych **35,4 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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 bit studios	14,5	9,3	8,5	11,2	6,1	4,7
Artufex Mundi	9,2	8,6	-	4,3	3,0	-
Big Cheese Studio	10,0	6,9	-	7,8	5,0	-
CD Projekt	34,6	55,2	61,8	23,1	33,6	26,5
Creepy Jar	20,6	8,3	7,0	15,6	5,1	4,0
Huuuge Games	10,9	11,2	10,8	3,6	3,1	3,0
PCF Group	26,4	14,0	-	19,6	7,4	-
PlayWay	15,3	15,2	-	10,5	10,2	-
Ten Square Games	8,7	8,7	8,5	5,6	5,4	5,2
<b>Mediana grupy</b>	<b>14,5</b>	<b>9,3</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>5,4</b>	<b>4,7</b>
BoomBit	7,7	7,2	5,8	3,8	3,1	2,4
Premia/dyskonto dla BoomBit	-47,1%	-22,8%	-32,1%	-64,1%	-43,2%	-48,4%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>25,5</b>	<b>17,5</b>	<b>19,9</b>	<b>35,2</b>	<b>23,0</b>	<b>23,4</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>21,0</b>			<b>27,2</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>24,1</b>				

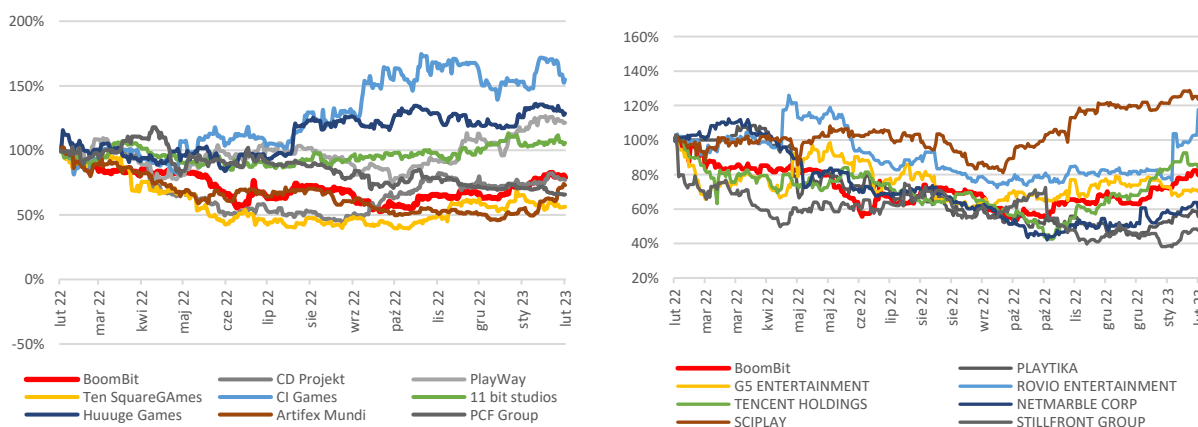
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PLAYTIKA HOLDING CORP	11,0	9,6	8,4	5,2	4,3	-
G5 ENTERTAINMENT AB	10,2	9,0	8,6	4,5	3,9	3,3
ROVIO ENTERTAINMENT OY	22,7	21,0	18,4	9,3	8,7	7,9
TENCENT HOLDINGS LTD	25,0	21,4	18,1	18,3	16,0	11,4
NETMARBLE CORP	93,6	45,3	20,8	24,6	19,3	11,5
SCIPLAY CORP-CLASS A	46,5	34,1	52,2	7,6	6,5	-
STILLFRONT GROUP AB	7,9	6,8	6,6	5,4	4,9	4,3
<b>Mediana</b>	<b>22,7</b>	<b>21,0</b>	<b>18,1</b>	<b>7,6</b>	<b>6,5</b>	<b>7,9</b>
BoomBit	7,7	7,2	5,8	3,8	3,1	2,4
Premia/dyskonto dla BoomBit	-66,2%	-65,9%	-67,9%	-50,8%	-52,4%	-69,3%
Wycena wg wskaźnika	40,0	39,5	42,1	26,3	27,0	37,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>40,5</b>			<b>30,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>35,4</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od lutego 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## CZYNNIKI RYZYKA

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

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

### 2. Ryzyko związane z grami hyper-casual

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

### 3. Ryzyko związane z grami GaaS

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

### 4. Ryzyko związane z opóźnieniami w produkcji gier

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

### 5. Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej

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

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

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

### 7. Ryzyko związane z deficytem wykwalifikowanych pracowników na rynku

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

### 8. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

### 9. Ryzyko związane z utratą kluczowych członków zespołu

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

### 10. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

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

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

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

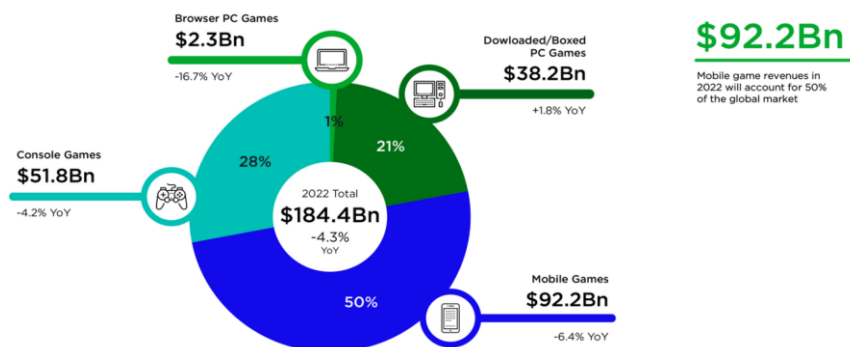
## OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Po raz pierwszy odkad firma analityczna Newzoo zaczęła śledzić globalne przychody z rynku gier, przewiduje spadek rynku z roku na rok. Na podstawie naszej obszernej analizy wyników finansowych ponad 150 notowanych na giełdzie spółek z branży gier (za pierwsze sześć miesięcy roku kalendarzowego 2022) szacuje obecnie, że rynek gier wygeneruje w 2022 roku 184,4 mld USD, co oznacza spadek o 4,3% r/r.

Według portalu Newzoo rynek gier na PC wygeneruje 40,5 mld USD w 2022 roku, co oznacza wzrost o +0,5% r/r. Gry przeglądarkowe na komputery PC pozostają sektorem schyłkowym, mimo że rok 2020 przyniósł krótkie odrodzenie tych gier. Segment spadnie o kolejne -16,7% r/r do 2,3 mld USD, ponieważ więcej osób migruje do gier mobilnych, a pozostali wydają średnio mniej. Jednak wzrost o 1,8% r/r w segmencie komputerów będzie więcej niż wystarczający, aby to zrekompensować, napędzając połączony rynek gier na komputery PC do wzrostu.

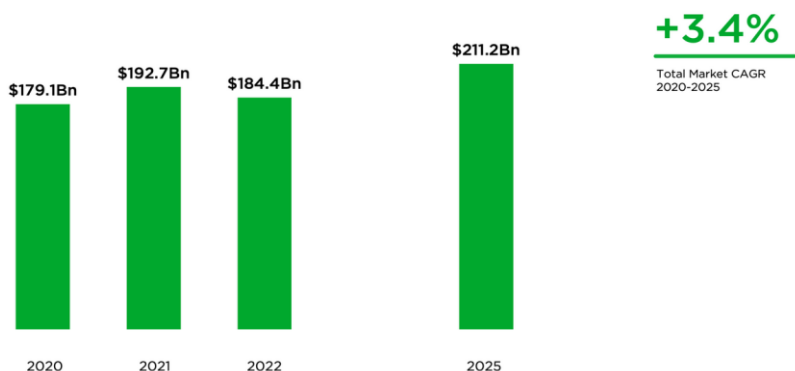
Firma prognozuje, że rynek gier mobilnych wygeneruje 92,2 mld USD w 2022 r., co oznacza spadek o 6,4% r/r. Jej szacunki dla rynku gier mobilnych zmieniły się istotnie w stosunku do poprzedniej prognozy. Chociaż spodziewała się, że zmiany IDFA i presja inflacyjna zmniejszy wydatki na gry mobilne, 1Q'22 był nadal stosunkowo dobry. Jednak wydatki w 2Q'22 były znacznie niższe niż w zeszłym roku, a oznaki wskazują, że nie poprawiły się w 3Q'22. Druga połowa 2021 roku była szczególnie mocnym okresem dla rynku gier mobilnych, a Newzoo nie przewiduje, aby rynek był w stanie powtórzyć te wyniki, nie mówiąc już o wzroście.

Podział rynku gamingowego w 2022 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



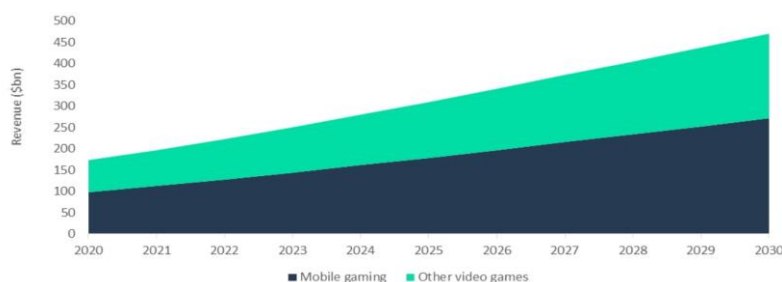
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2020-2025



Źródło: Newzoo

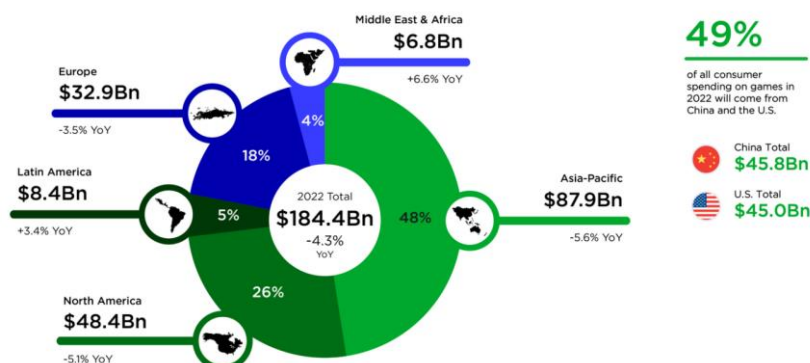
Globalne przychody z rynku gier wideo 2020-2030 [mln USD]



Źródło: GlobalData Thematic Research

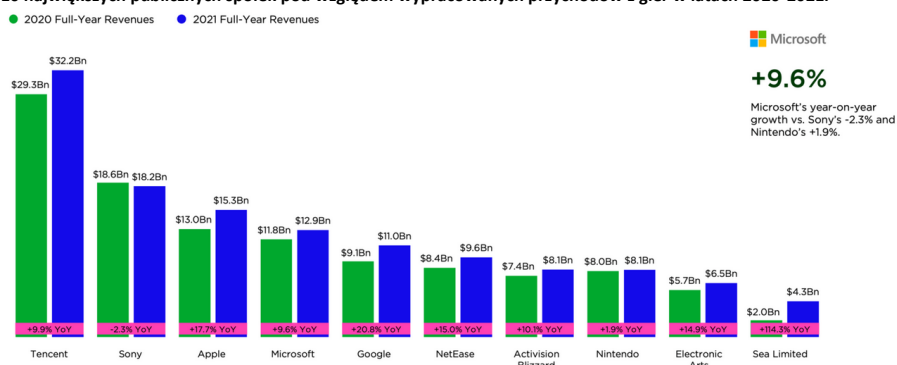


### Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

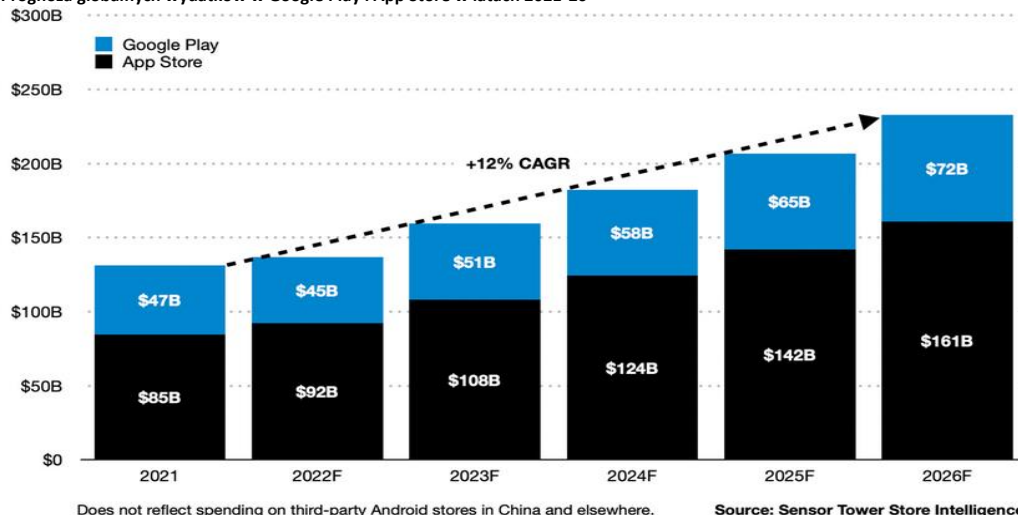
### 10 największych publicznych spółek pod względem wypracowanych przychodów z gier w latach 2020-2021.



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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

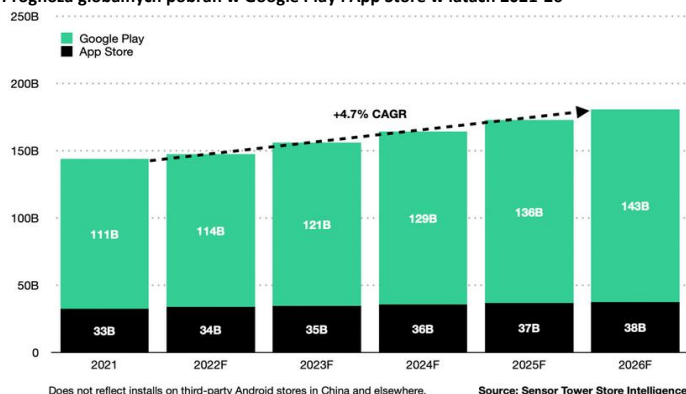
### Prognoza globalnych wydatków w Google Play i App Store w latach 2021-26



Źródło: sensortower.com

Pomimo spowolnienia od gwałtownego wzrostu w 2020 r., pierwsze pobrania będą nadal ustanawiać nowe rekordy w ciągu najbliższych pięciu lat, rosnąc w tempie 4,7% CAGR do 181 miliardów w 2026 r. Wzrost popularności aplikacji w App Store wyniesie 2,9% CAGR, osiągając 37,8 mld w ciągu najbliższych pięciu lat, podczas gdy Google Play przewyższy łączny CAGR, wznosząc się o 5,2% do 143,1 mld.

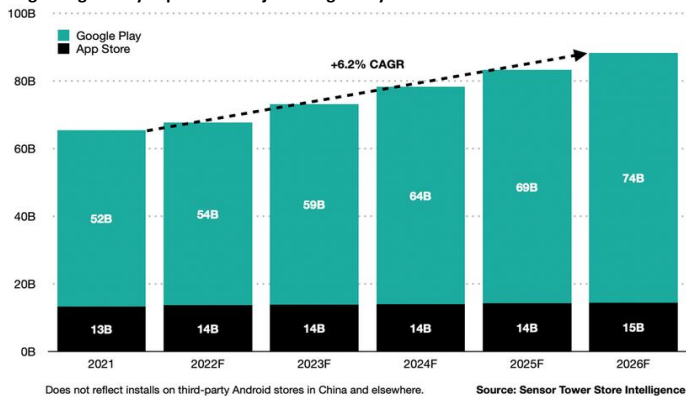
### Prognoza globalnych pobrań w Google Play i App Store w latach 2021-26



Źródło: sensortower.com

Podczas gdy Ameryka Północna będzie liderem wzrostu wydatków konsumenckich w ciągu najbliższych pięciu lat, a przychody w tym regionie wzrosną o 113%, Azja odnotuje największy wzrost popularności aplikacji. Region odnotuje 6,2% CAGR i osiągnie 88,3 miliarda pobrań po raz pierwszy do 2026 r., głównie dzięki Google Play. Rynek Apple osiągnie 1,7% CAGR w ciągu najbliższych pięciu lat, osiągając 14,5 miliarda, podczas gdy Google Play wyprzedzi łączny CAGR o 7,2% i osiągnie 73,8 miliarda w 2026 roku.

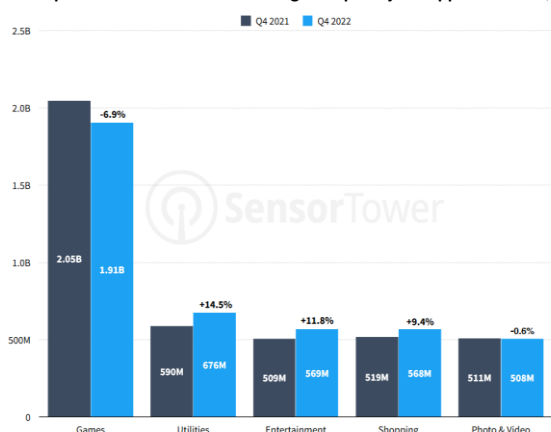
### Prognoza globalnych pobrań w Azji w Google Play w latach 2021-26



Źródło: sensortower.com

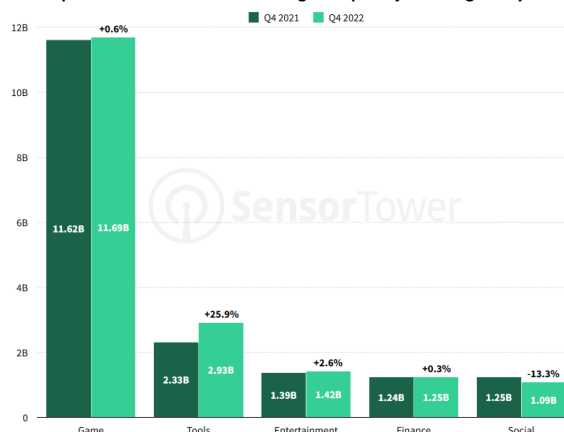
Według danych Sensor Tower, pobrania gier w sklepie App Store w 4Q'22 spadły r/r o 6,9% do poziomu 1,9 mld. Natomiast w Google Play urosły o 0,6% do 11,7 mld.

### Liczba pobrań w rozróżnieniu na kategorie aplikacji na App Store w 4Q'22



Źródło: sensortower.com

### Liczba pobrań w rozróżnieniu na kategorie aplikacji na Google Play w 4Q'22



Źródło: sensortower.com

## OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'22

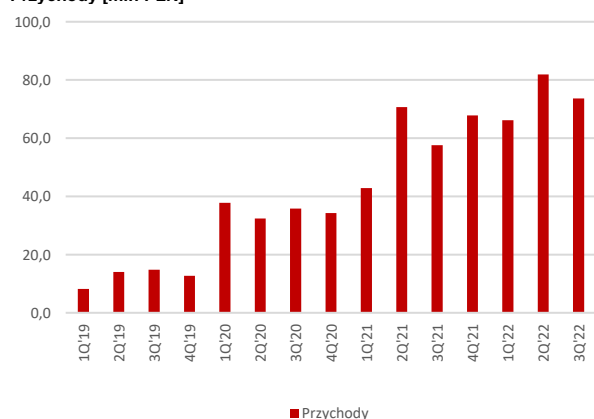
### Wyniki za 3Q'2022 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	4Q'20-3Q'21	4Q'21-3Q'22	zmiana r/r
Przychody	57,6	73,6	27,8%	205,5	289,5	40,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,0	7,0	15,9%	27,4	26,1	-4,9%
<i>Gry mobilne</i>	6,0	7,7	28,3%	12,6	28,4	125,4%
<i>Gry „Play-and-Earn”</i>	-	-0,7	-	-	-2,3	-
<b>EBITDA raportowana</b>	<b>7,2</b>	<b>8,7</b>	<b>20,8%</b>	<b>25,8</b>	<b>29,9</b>	<b>15,8%</b>
<i>Gry mobilne</i>	<b>7,2</b>	<b>10,1</b>	<b>40,1%</b>	<b>25,8</b>	<b>34,2</b>	<b>32,8%</b>
<i>Gry „Play-and-Earn”</i>	-	-1,4	-	-	-4,4	-
EBITDA skoryg.*	7,2	8,7	20,8%	25,8	29,9	15,8%
EBITDA skoryg.**	6,7	6,1	-9,5%	31,0	22,6	-27,0%
EBIT	4,1	5,7	38,7%	12,6	17,4	37,8%
<i>Gry mobilne</i>	4,1	7,1	72,3%	12,6	21,7	72,6%
<i>Gry „Play-and-Earn”</i>	-	-1,4	-	-	-4,4	-
Zysk netto	3,3	3,5	3,1%	17,0	12,7	-25,2%
Zysk netto skoryg.*	3,3	4,4	32,6%	15,5	12,8	-17,4%
Zysk netto n.j.d.	2,6	4,2	62,1%	12,2	13,2	8,1%
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	2,6	5,4	109,3%	12,2	14,4	18,1%
Marża brutto na sprzedaży	10,4%	9,5%		13,3%	9,0%	
Marża EBITDA	12,6%	11,9%		12,5%	10,3%	
Marża EBIT	12,6%	11,9%		6,1%	6,0%	
Marża zysku netto n.j.d.	7,1%	7,7%		5,9%	4,6%	
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.*	5,8%	4,7%		5,9%	5,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*skoryg. – wycena udziałów w Superscale Sp. z o.o. do wartości godziwej oraz odpisanie pożyczki i należności handlowych od Moondrip Sp. z o.o.; \*\*- skoryg. o pozostałą działalność operacyjną.

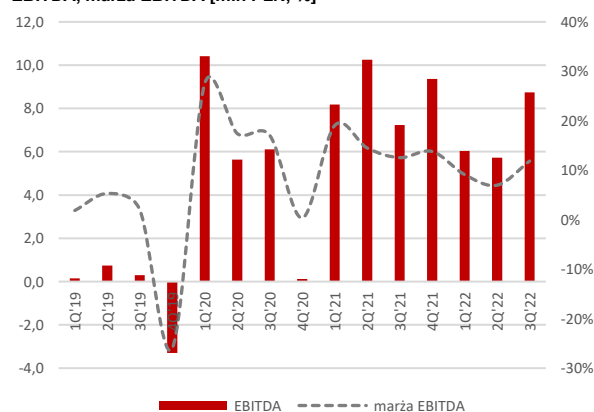
Spółka od 2020 r. wykazuje wysoką dynamikę wzrostu przychodów. W samym 3Q'22 zanotowała progresję na poziomie 27,8% r/r generując 73,6 mln PLN. Pociąga ona jednak za sobą również wzrost kosztów. W omawianym okresie koszt własny sprzedaży wyniósł 66,7 mln PLN, a jego wyraźne zwiększenie (+29,2% r/r) wynika m.in. z intensywniejszego skalowania za pomocą UA portfela gier, wyższych prowizji platform oraz inwestycji w nowe projekty „PAE” (-0,7 mln PLN – w porównywanym okresie spółka nie ponosiła tego wydatku). Wyraźnie r/r (61,8%) również urosły koszty ogólnego zarządu do poziomu 4,0 mln PLN (i -1,0 mln PLN q/q). Zwracamy jednak uwagę, iż w kosztach bieżącego okresu BBT rozpoznał rezerwę dotyczącą uruchomionych w spółce w 2022 roku programów motywacyjnych. Łączna kwota z tego tytułu, obciążająca w całości koszty ogólnego zarządu wyniosła 0,6 mln PLN. W omawianym kwartale na poziomie pozostałej działalności spółka zaraportowała 3,0 mln PLN pozostałych przychodów operacyjnych (wymiana aktywów kryptograficznych na waluty fiducjarne lub regulacja zobowiązań grupy), natomiast pozostałe koszty operacyjne wyniosły 0,3 mln PLN (dotyczy odpisów z tytułu utraty wartości rynkowej kryptowalut). Łączna kwota inwestycji spółki w realizację projektów opartych na technologii blockchain wyniosła w 3Q'22 2,3 mln PLN, z czego w rachunku zysków i strat ujęte zostało 1,2 mln PLN (w porównywalnym okresie nie wystąpiły wydatki z tego tytułu). W analizowanym okresie na poziomie wyniku EBITDA spółka wypracowała 8,7 mln PLN (+20,8% r/r), z czego 10,1 mln PLN dotyczyło segmentu gier mobilnych (+40,1% r/r), a -1,4 mln PLN gier „PaE”. W 3Q'22 zysk netto skorygowany o zdarzenia jednorazowe (1,2 mln PLN związane z wyceną udziałów Superscale do wartości godziwej oraz odpisanie pożyczki i należności handlowych od Moondrip Sp. z o.o., z czego 1,2 mln PLN przypada na pożyczkę) ukształtował się na poziomie 4,4 mln PLN (+32,6% r/r). Z czego 4,9 mln PLN dotyczyło segmentu gier mobilnych, a -1,4 mln PLN gry „PaE”. Natomiast zysk netto n.j.d. skoryg. wyniósł 5,4 mln PLN i był o 109,3% wyższy r/r. Na przestrzeni omawianego kwartału CF operacyjny wyniósł 7,7 mln PLN, CF inwestycyjny był równy -4,7 mln PLN, a CF finansowy sięgnął -8,5 mln PLN (z czego 7,4 mln PLN stanowiła wypłata dywidendy). Na koniec września'22 spółka posiadała 33,5 mln PLN środków pieniężnych (-5,4 mln PLN q/q).

Przychody [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA, marża EBITDA [mln PLN, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### PROGNOZA WYNIKÓW ZA 4Q'22

#### Prognozy wyników na 4Q'2022

	4Q'21	4Q'22P	zmiana r/r	2021	2022P	zmiana r/r
Przychody	67,8	71,4	5,2%	239,0	293,0	22,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	7,4	5,1	-31,2%	30,0	23,8	-20,8%
EBITDA	9,4	2,8	-70,4%	35,0	23,3	-33,5%
EBITDA skoryg.*	9,4	4,7	-49,5%	35,0	26,5	-24,3%
<i>Gry mobilne</i>	9,4	6,5	-30,3%	35,0	31,3	-10,7%
<i>Gry „Play-and-Earn”</i>	0,0	-1,8	-	0,0	-6,2	-
EBIT	6,3	-0,3	-	22,4	10,8	-51,9%
Zysk netto	5,0	-0,2	-	17,8	7,4	-58,2%
Zysk netto n.j.d.	4,5	1,4	-69,8%	13,3	10,1	-24,3%
Marża brutto na sprzedaży	10,9%	7,1%		12,6%	8,1%	
Marża EBITDA	13,8%	3,9%		14,7%	7,9%	
Marża EBITDA skoryg.*	13,8%	6,6%		14,7%	9,0%	
Marża EBIT	9,3%	-0,4%		9,4%	3,7%	
Marża zysku netto n.j.d.	6,6%	1,9%		5,6%	3,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*-skoryg. o koszty PM22-24 oraz zakładanych przez nas różnic kursowych w 4Q'22 na poziomie -1,4 mln PLN

Spółka podała szacunki przychodów za 4Q'22, które wyniosły 71,4 mln PLN, czyli urosły o 5,2% r/r, wydatki na UA sięgnęły 38,4 mln PLN (-4,9% r/r) a koszty prowizji platform 7,6 mln PLN (+72,2% r/r – wzrost wynikający z większego udziału w przychodach gier mid-core). Za ok. 50,0% przychodów odpowiadały gry z segmentu hyper-casual generując 35,7 mln PLN drugie 50,0% (35,7 mln PLN) non-HC. W związku z wyższymi kosztami prowizji platform oraz rev. share, które są pochodną wzrostu przychodów z gier mid-core, jak i ponoszonymi przez spółkę wydatkami na projekty PAE spodziewamy się spadku wyników grupy r/r. Prognozujemy, że w całym 4Q'22 BoomBit osiągnął 4,7 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 6,5 mln PLN a „PAE” za -1,8 mln PLN), -0,3 mln PLN EBIT oraz 1,4 mln PLN zysku netto na jednostkę dominującą. Zwracamy uwagę, iż wyniki spółki za 2022 r. zawierają koszty nowych projektów PAE, które w naszym poprzedni raporcie uwzględnialiśmy z znacząco mniejszym wymiarze (wpływ na EBITDA 2022r. na poziomie ok. 2,5 mln PLN vs aktualnie 6,2 mln PLN). Dlatego też, na słabszy wynikowo 4Q'22 trzeba patrzeć przez pryzmat poczynionych przez BBT inwestycji w tym okresie.

„**Hunt Royale**” – zwracamy uwagę na obecnie najważniejszy tytuł spółki, czyli „Hunt Royale” (odpowiadał za 27,6% całkowitych przychodów grupy w 2022r., generując 80,8 mln PLN), który dzięki najnowszym aktualizacjom w ostatnich dniach grudnia'22 pierwszy raz w historii w rankingu „grossing games” w USA przebiła grę „Hunting Clash” od Ten Square Games. Przypominamy, że BBT zaczął skalowanie tego tytułu, za pomocą zwiększania UA, co może w znaczący sposób przełożyć się na poprawę wyników grupy w kolejnych miesiącach.

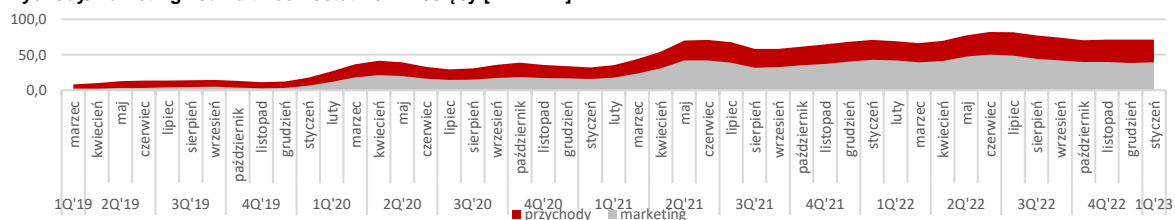
**Umowa z ironSource** - pod koniec października'22 BoomBit zawarł umowę z ironSource (dom mediowy) na usługi mediacji reklamowych dla aktualnych mobilnych gier, dla których grupa BBT jest wydawcą (za wyjątkiem gier stworzonych i/lub utrzymywanych w dowolnej technologii blockchain), a także na przyszłe gry (na platformy iOS oraz Android). W związku z realizacją umowy spółka otrzyma jednorazową płatność. Kwota opłaty integracyjnej przekracza 10% przychodów grupy za 1H'22(czyli ponad 14,8 mln PLN). Zakładamy, że wpływ tej umowy będzie już widoczny w wynikach spółki za 1Q'23.

**Nowe gry** - spodziewamy się, że początek 2023 r. przyniesie intensywne działania spółki pod kątem wydawania nowych tytułów, w tym gier o większym potencjale monetyzacji. Liczymy, że w zbliżających się tygodniach, zadebiutują m.in. projekty typu: idle, merge (tworzona we współpracy z Cherrypick Games), czy kolejna gra sportowa. Ponadto spółka cały czas ma w produkcji wiele nowych gier typu hyper-casual.

**Dywidenda** – spółka w grudniu'22 wypłaciła zaliczkę na poczet dywidendy za 2022r. w wysokości 0,28 PLN na akcję (łącznie na ten cel przeznaczono 3,78 mln PLN).

**Projekty oparte o Blockchain** - BoomBit kontynuuje inwestycje w dwa projekty Play-And-Earn: BoomLand oraz PlayEmber. Na przestrzeni 1-3Q'22 ich koszt rozwoju sięgnął 6,9 mln PLN (z czego 4,2 mln PLN pojawiło się w P&L). W ramach pierwszego projektu uruchomiono platformę BoomLand, rozpoczęła się sprzedaż NFT, a soft launch pierwszej gry „Hunters-on-chain” będzie miał miejsce na przestrzeni najbliższych tygodni (premiera w 1H'23). Jeżeli chodzi o PlayEmber, trwają testy na grach z grupy BBT oraz zewnętrznych twórców. Do końca 3Q'22 spółce udało się pozyskać 2,6 mln USD na rozwój tych projektów.

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

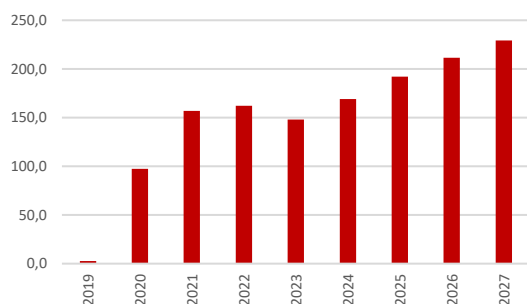


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY

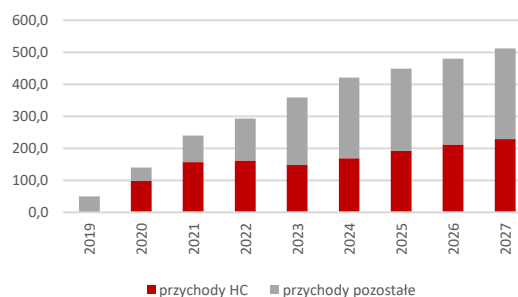
**Hyper-casual** - spółka wydała w 2022 roku ok. 20 gier hyper-casual na platformach iOS oraz Android, co jest podobnym poziomem r/r. Udział tego segmentu w przychodach BBT na przestrzeni całego minionego roku kształtował się na poziomie ok. 55%. W 1-3Q'22 za 94% przychodów tego segmentu odpowiadały reklamy, a resztę stanowiły mikropłatności (6%). Spółka aktualnie posiada kilkadziesiąt gier ma na etapie testów. Zakładamy utrzymanie publikacji ok. 20 tytułów rocznie. W związku z ostatnimi słabszymi odczytami przychodowymi segmentu gier hyper-casual (powodem m.in. brak nowych tytułów, spadek CPI i słabszy USD) i bardzo dobrym 2022r. oczekujemy, że rok 2023 r. przyniesie (ok. 9% r/r) spowolnienie dynamik monetyzacji gier tego typu. W kolejnych latach zakładamy jednak ich powrót do wzrostów.

**Przychody – segment HC [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

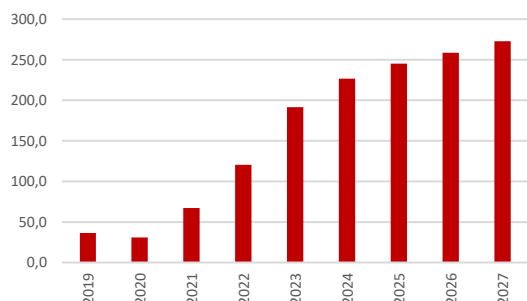
**Udział HC w całości przychodów [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

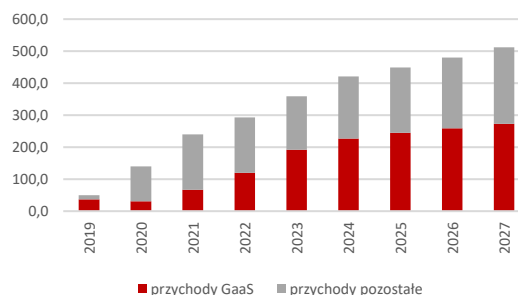
**Non - HC** – od początku tego roku spółka wydała trzy nowe gry mid-core oraz łącznie ok. 31 gier w modelu premium na platformach Nintendo Switch i Steam. Udział tego segmentu w przychodach spółki w 2022r. kształtował się na poziomie ok. 45%. W 1-3Q'22 za 55% odpowiadały mikropłatności, a resztę stanowiły reklamy (45%). Dwie najważniejsze gry wygenerowały ok. 78% przychodów tego filaru w 2022r., to jest 1) „Hunt Royle” – 80,8 mln PLN oraz 2) „Darts Club” – 22,6 mln PLN. W związku z rozpoczętym skalowaniem najważniejszej gry „Hunt Royale” pod koniec 2022r. oraz planowanymi premierami kolejnych tytułów tego typu (merge, idle, sportowej) zakładamy znaczący wzrost przychodów tego segmentu w 2023r. i jego dodatnie dynamiki w kolejnych latach.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

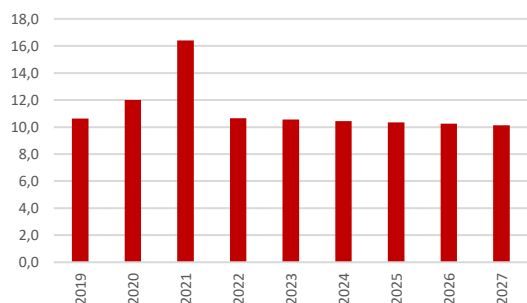
**Udział Non-HC (bez non-GaaS/legacy) w całości przychodów [mln PLN]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

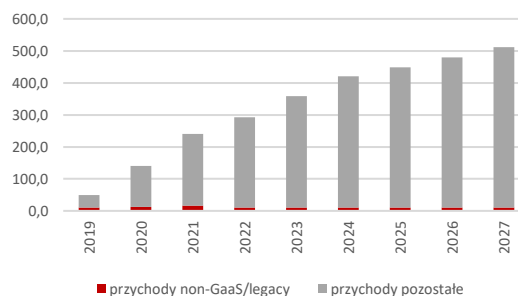
**Non-GaaS/legacy** – na przestrzeni ostatnich kwartałów, spółka przestała raportować osobno gry GaaS i Non-GaaS/Legacy, ujmując je w jednym segmencie Non-HC. BoomBit kontynuuje wydawanie gier w modelu premium na platformach Nintendo Switch i Steam (w 2022 zadebiutowało ok. 31 tytułów) jak i wspiera dotychczasowy portfel gier w gatunkach, w których posiada pozycję wiodącego producenta, tj. Driving Simulator i Bridge. W związku z pogorszeniem się r/r wyników segmentu non-GaaS/legacy prognozujemy jego delikatne spadki w kolejnych latach.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Program motywacyjny na lata 2022-24

W kwietniu'22 akcjonariusze BoomBit przyjęli poniższe programy motywacyjny na lata 2022-24:

**Program 1** – skierowany dla członków zarządu spółki na lata 2022-2024, zakładającego emisję nie więcej niż 100 000 warrantów subskrypcyjnych. Warranty będą emitowane nieodpłatnie, natomiast cena emisyjna akcji będzie wynosiła 0,5 PLN za każdą akcję. Realizacja Programu 1 będzie uzależniona od podjęcia przez Walne Zgromadzenie Spółki uchwał w sprawie podziału zysku za rok obrotowy 2022, 2023 lub 2024 w taki sposób, że część lub całość zysku zostanie przeznaczona na wypłatę dywidendy oraz pozostawania przez uczestnika członkiem zarządu od dnia wpisania go na listę uczestników Programu 1 w danym roku do ostatniego dnia roku obrotowego poprzedzającego zaoferowanie warrantów.

**Program 2** – skierowany dla pracowników i współpracowników spółki oraz spółek z Grupy Kapitałowej BoomBit na lata 2022-2024, zakładającego emisję nie więcej niż 405 000 warrantów subskrypcyjnych. Warranty będą emitowane nieodpłatnie, natomiast cena emisyjna akcji będzie wynosiła 0,5 PLN za każdą akcję. Realizacja Programu 2 będzie uzależniona od osiągnięcia łącznego (skumulowanego) skonsolidowanego zysku netto przypadającego na akcjonariuszy Spółki w latach obrotowych 2022 - 2024, skorygowanego o koszt programu, na poziomie wyższym niż 53 mln PLN oraz od spełnienia kryterium lojalnościowego przez poszczególnych uczestników Programu 2.

Szacujemy, że łączny koszt PM może kształtować się na poziomie ok. 6,3 mln PLN – uważamy PM za ambitny ale realny do zrealizowania, w związku ze spodziewanym osiągnięciem nakreślonych celów ujmujemy go w naszym modelu.

#### Program motywacyjny na lata 2022-2024 [mln PLN]

Skumulowany skorygowany zysk netto n.j.d.	Cel	Realizacja/ prognoza BDM	różnica
2022-2024	53,0	67,3	27,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Dofinansowanie NCBiR** – w 2020 roku spółka otrzymała dofinansowanie w kwocie 3,8 mln PLN na projekt dotyczący opracowania systemu opartego o algorytm sztucznej inteligencji modyfikującego parametry gry w trakcie trwania rozgrywki w celu maksymalizacji przychodów twórców gier wykorzystujących silnik Unity oraz zwiększenia ich oszczędności w procesie dostosowania gier do potrzeb graczy. Całkowity koszt projektu szacowany jest na 7,2 mln PLN. Realizacja projektu rozpoczęła się w 3Q'20 i potrwa do 2Q'23 – pomniejsza CAPEX kwartalnie o ok. 300 tys. PLN.

**Dywidenda** - spółka za 2021 r. wypłaciła łącznie 0,79 PLN dywidendy na akcję (10,7 mln PLN) z zysku netto osiągniętego w minionym roku (3,2 mln PLN zaliczki w 2021 r. i resztę w lipcu'22). Łączna stopa dywidendy za 2021r. wyniosła ok. = 5,1%, payout ratio na poziomie = 83%. W grudniu'22 spółka wypłaciła zaliczkę na dywidendę w wysokości 0,28 PLN na akcję (3,8 mln PLN). Spodziewamy się kontynuacji wypłat dywidendy w kolejnych okresach.

**SuperScale** - na koniec kwietnia'22 BBT posiadał 13,9% udziałów w kapitale zakładowym spółki SuperScale Sp. z o.o., tj. 238 udziałów o łącznej wartości nominalnej 11,9 tys. PLN.

**Aktywa finansowe pozostałe** – według raportu za 3Q'22 dotyczą pożyczki do SuperScale w wysokości (452 tys. EUR – spłata do 17.08.2025r.). Wcześniej pozycja ta obejmowała również pożyczki do spółki Moondrip (1,1 mln PLN), jednak zostały one w 100% odpisane w 3Q'22.

**Zobowiązania finansowe pozostałe** - według raportu za 3Q'22 dotyczą m.in. 1) kwoty 9,0 mln związanej z podpisanymi umowami SAFT. Wpłaty SAFT dokonane zostały w aktywach kryptograficznych – w USDC oraz NEAR; 2) zobowiązań finansowych z tytułu uzyskanych pożyczek w wysokości 625 tys. PLN. Pożyczki zostały udzielone w celu sfinansowania kampanii marketingowych promujących projekt oraz spółkę BoomLand FZ-LLC. Pożyczki zostały udzielone w aktywach kryptograficznych – BUSD i USDT.

#### Aktywa kryptograficzne:

- na koniec 3Q'22 spółka posiada 8,5 mln PLN aktywów kryptograficznych (7,6 mln PLN kryptowaluta USDC, 0,9 mln PLN kryptowaluta NEAR);
- zgodnie z MSR 8.10, w związku z brakiem MSSF mającego bezpośrednie zastosowanie do ujmowania i wyceny aktywów kryptograficznych, grupa opracowała i przyjęła do stosowania własne zasady rachunkowości w tym zakresie;
- grupa klasyfikuje nabyte lub otrzymane kryptowaluty/tokeny jako aktywa kryptograficzne. Aktywa kryptograficzne są klasyfikowane jako aktywa obrotowe, ponieważ grupa wykorzystuje je na bieżąco, przeliczając na walutę fiducyjną lub regulując zobowiązania powstające w normalnym cyklu operacyjnym;
- w ocenie grupy, aktywa kryptograficzne nie mają zdefiniowanego okresu użyteczności, zatem nie podlegają amortyzacji oraz są testowane pod kątem możliwej utraty wartości co roku lub częściej, jeśli zdarzenia bądź zmiany okoliczności wskazują na możliwą utratę wartości.

**Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]**

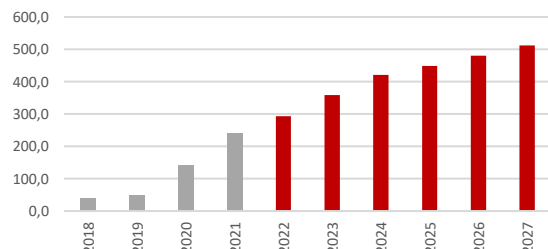
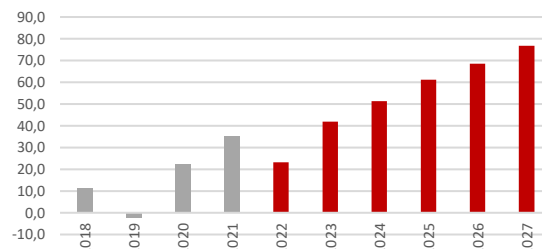
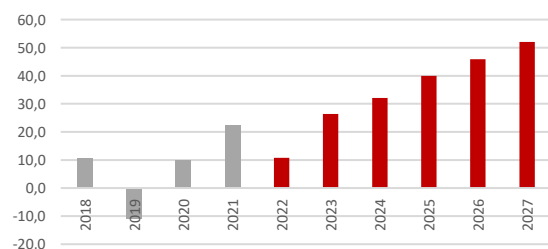
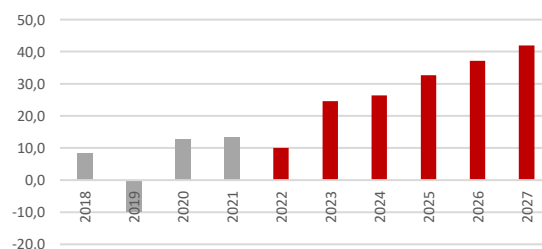
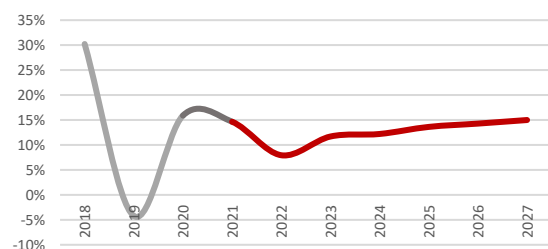
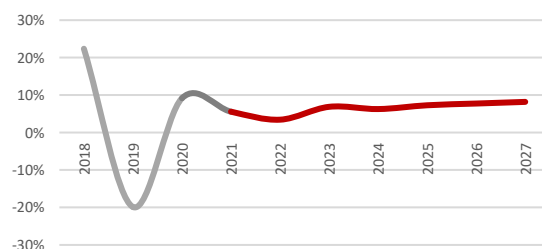
	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	42,9	70,7	57,6	67,8	66,2	81,9	73,6	71,4	78,9	90,4	92,8	96,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,5	10,1	6,0	7,4	5,2	6,5	7,0	5,1	5,9	13,3	12,0	12,3
EBITDA	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	5,7	8,7	2,8	5,8	11,7	11,5	12,9
EBITDA skoryg.*	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	6,4	9,3	3,3	6,4	12,3	12,1	13,4
EBIT	5,0	7,0	4,1	6,3	2,9	2,5	5,7	-0,3	2,6	8,1	7,4	8,4
Zysk brutto	5,0	6,5	4,1	6,3	2,9	1,7	4,5	-0,3	2,6	8,1	7,4	8,4
Zysk netto	3,9	5,5	3,3	5,0	2,3	2,0	3,5	-0,2	2,2	7,0	6,4	7,2
Zysk netto n.j.d.	4,0	2,2	2,6	4,5	2,2	2,3	4,2	1,4	2,7	7,4	6,9	7,7
Marża brutto	15,2%	14,3%	10,4%	10,9%	7,9%	8,0%	9,5%	7,1%	7,5%	14,7%	13,0%	12,8%
Marża EBITDA	19,1%	14,5%	12,6%	13,8%	9,1%	7,0%	11,9%	3,9%	7,4%	12,9%	12,4%	13,3%
Marża EBIT	11,6%	9,9%	7,1%	9,3%	4,4%	3,1%	7,7%	-0,4%	3,3%	8,9%	8,0%	8,7%
Marża zysku netto	9,1%	7,8%	5,8%	7,4%	3,4%	2,4%	4,7%	-0,3%	2,8%	7,7%	6,9%	7,5%
Marża zysku netto n.j.d.	9,3%	3,2%	4,5%	6,6%	3,4%	2,8%	5,7%	1,9%	3,4%	8,2%	7,4%	7,9%

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

**Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]**

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	
Przychody	37,5	49,7	140,2	239,0	293,0	358,5	420,5	448,7	480,1	512,0	
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	17,8	4,6	24,9	30,0	23,8	43,5	50,0	56,6	64,2	72,2	
EBITDA	11,3	-2,1	22,3	35,0	23,3	41,9	51,3	61,1	68,6	76,8	
EBITDA skoryg.*	11,3	-2,1	22,3	35,0	25,1	44,1	53,5	61,1	68,6	76,8	
EBIT	10,5	-11,0	9,7	22,4	10,8	26,4	32,1	40,0	45,8	52,1	
Zysk brutto	10,4	-11,2	18,2	21,9	8,8	26,5	32,1	40,0	45,9	52,1	
Zysk netto n.j.d.	8,4	-9,9	12,8	13,3	10,1	22,8	27,6	34,5	39,5	44,8	
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	8,4	-9,9	12,8	13,3	11,9	24,6	26,3	32,7	37,2	41,9	
Marża brutto		47,4%	9,3%	17,8%	12,6%	8,1%	12,1%	11,9%	12,6%	13,4%	14,1%
Marża EBITDA		30,2%	-4,2%	15,9%	14,7%	7,9%	11,7%	12,2%	13,6%	14,3%	15,0%
Marża EBITDA skoryg.*		30,2%	-4,2%	15,9%	14,7%	8,6%	12,3%	12,7%	13,6%	14,3%	15,0%
Marża EBIT		28,1%	-22,1%	6,9%	9,4%	3,7%	7,4%	7,6%	8,9%	9,5%	10,2%
Marża zysku netto n.j.d.		22,4%	-19,9%	9,2%	5,6%	3,4%	6,4%	6,6%	7,7%	8,2%	8,7%
Marża zysku netto n.j.d. skoryg.*		22,4%	-19,9%	9,2%	5,6%	4,1%	6,9%	6,3%	7,3%	7,7%	8,2%

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

**Przychody [mln PLN]**

**EBITDA [mln PLN]**

**EBIT [mln PLN]**

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

**Rentowność EBITDA [%]**

**Rentowność netto n.j.d. [%]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W związku ze wzrostem osiągniętych przychód w segmencie Gaas (w szczególności w grach „Hunt Royale” oraz „Darts Club”) wyższym od naszych założeń, podnosimy nasze prognozy odnośnie tego obszaru co do kolejnych okresów. Jednocześnie mając na uwadze gorsze dynamiki gier hyper-casual i Non-Gaas vs nasze oczekiwania, obniżamy prognozy przychodowe odnośnie tych segmentów. Ponadto, w związku z zakładanym przez nas wyższym udziałem gier Gaas/ mid-core w wynikach BBT podwyższeniu uległa proporcja kosztu udziału deweloperów gier w przychodach (rev share) oraz koszty prowizji platform (większy udział przychodów z mikrotransakcji). Dodatkowo rewizji w górę ulegają zakładane przez nas koszty dotyczące inwestycji grupy w projekty „PAE”. Na przestrzeni 2022/2023r. obciążają one P&L grupy odpowiednio na poziomie 6,2 mln PLN/ 7,2 mln PLN oraz CAPEX w wysokości 4,0 mln PLN/ 6,3 mln PLN. Jednocześnie w 2023 r. i 2024 r. na poziomie przychodów uwzględniamy pozyskane przez spółkę ok. 2,6 mln USD z umów pozyskanych na rozwój tych projektów.

### Zmiana prognoz wyników za 2Q'22-4Q'22 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.09.2022 [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22P
<b>POPZEDNIA REKOMENDACJA</b>								
Przychody [mln PLN]	42,9	70,7	57,6	67,8	66,2	82,2	82,8	83,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,5	10,1	6,0	7,4	5,2	6,3	10,2	10,2
EBITDA	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	6,9	10,4	8,9
EBIT	5,0	7,0	4,1	6,3	2,9	3,7	7,6	5,9
Zysk brutto	5,0	6,5	4,1	6,3	2,9	3,7	7,6	5,9
Zysk netto	3,9	5,5	3,3	5,0	2,3	3,2	6,5	5,1
Zysk netto n.j.d.	4,0	2,2	2,6	4,5	2,2	2,9	5,8	4,5
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>								
Przychody	42,9	70,7	57,6	67,8	66,2	81,9	73,6	71,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,5	10,1	6,0	7,4	5,2	6,5	7,0	5,1
EBITDA	8,2	10,2	7,2	9,4	6,0	5,7	8,7	2,8
EBIT	5,0	7,0	4,1	6,3	2,9	2,5	5,7	-0,3
Zysk brutto	5,0	6,5	4,1	6,3	2,9	1,7	4,5	-0,3
Zysk netto	3,9	5,5	3,3	5,0	2,3	2,0	3,5	-0,2
Zysk netto n.j.d.	4,0	2,2	2,6	4,5	2,2	2,3	4,2	1,4
<b>ZMIANA %</b>								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	-11,1%	-14,2%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,5%	-31,7%	-50,3%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-17,0%	-16,0%	-68,9%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-32,1%	-25,4%	-105,1%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-55,4%	-40,4%	-104,9%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-38,8%	-46,9%	-104,9%
Zysk netto n.j.d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-21,7%	-27,5%	-69,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.09.2022 [mln PLN]

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>POPZEDNIA REKOMENDACJA</b>					
Przychody [mln PLN]	239,0	314,3	348,7	383,2	406,6
Gry hyper-casual	156,8	183,6	206,3	235,6	262,5
Gry GaaS	67,1	114,1	125,7	130,7	127,0
Gry Non-GaaS	16,4	16,6	16,7	16,9	17,2
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>					
Przychody [mln PLN]	239,0	293,0	358,5	420,5	448,7
Gry hyper-casual	156,8	162,1	148,2	169,1	192,1
Gry GaaS	67,1	120,3	191,7	226,5	245,0
Gry Non-GaaS	16,4	10,7	10,6	10,4	10,3
<b>ZMIANA %</b>					
Przychody [mln PLN]	0,0%	-6,8%	2,8%	9,7%	10,4%
Gry hyper-casual	0,0%	-11,7%	-28,2%	-28,2%	-26,8%
Gry GaaS	0,0%	5,4%	52,5%	73,3%	92,9%
Gry Non-GaaS	0,0%	-35,8%	-36,8%	-38,2%	-39,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.09.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	314,3	293,0	-6,8%	348,7	358,5	2,8%	383,2	420,5	9,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	31,9	23,8	-25,5%	38,2	43,5	13,9%	42,3	50,0	18,2%
EBITDA	32,2	23,3	-27,7%	38,9	41,9	7,7%	45,6	51,3	12,5%
EBIT	20,0	10,8	-46,2%	23,8	26,4	11,0%	26,7	32,1	20,1%
Wynik brutto	20,1	8,8	-56,2%	23,8	26,5	11,1%	26,7	32,1	20,2%
Wynik netto	17,0	7,4	-56,3%	20,4	22,8	11,9%	22,7	27,6	21,7%
Wynik netto n.j.d.	15,5	10,1	-35,0%	17,3	24,6	42,3%	19,2	26,3	37,2%
marża brutto	10,2%	8,1%		10,9%	12,1%		11,0%	11,9%	
marża EBITDA	10,3%	7,9%		11,2%	11,7%		11,9%	12,2%	
marża EBIT	6,4%	3,7%		6,8%	7,4%		7,0%	7,6%	
marża netto	5,4%	2,5%		5,8%	6,4%		5,9%	6,6%	
marża netto n.j.d.	4,9%	3,4%		5,0%	6,9%		5,0%	6,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



## DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>48,0</b>	<b>47,7</b>	<b>47,8</b>	<b>51,0</b>	<b>58,8</b>	<b>64,6</b>	<b>70,1</b>	<b>76,1</b>	<b>82,5</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	1,6	1,5	1,3	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
Nakłady na prace rozwojowe	29,6	21,2	18,9	24,5	32,1	37,8	43,0	48,8	55,0
Wartość firmy	14,4	15,2	16,2	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Pozostałe aktywa trwałe	2,4	9,8	11,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>18,7</b>	<b>42,7</b>	<b>71,9</b>	<b>71,1</b>	<b>81,2</b>	<b>83,9</b>	<b>96,9</b>	<b>110,0</b>	<b>125,2</b>
Należności handlowe	7,1	14,6	38,5	30,4	41,1	44,8	47,8	51,2	54,6
Aktywa kryptograficzne	0,0	0,0	0,0	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Inne aktywa obrotowe	8,1	7,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5	40,5	50,3	62,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>66,7</b>	<b>90,3</b>	<b>119,6</b>	<b>122,1</b>	<b>139,9</b>	<b>148,5</b>	<b>166,9</b>	<b>186,1</b>	<b>207,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>51,0</b>	<b>66,8</b>	<b>79,1</b>	<b>73,7</b>	<b>82,0</b>	<b>93,7</b>	<b>108,9</b>	<b>124,5</b>	<b>142,5</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>2,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>13,2</b>	<b>19,8</b>	<b>37,6</b>	<b>45,8</b>	<b>55,3</b>	<b>52,3</b>	<b>55,5</b>	<b>59,1</b>	<b>62,7</b>
Zobowiązania handlowe	9,4	15,7	34,4	32,6	44,0	48,0	51,2	54,8	58,4
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	3,8	4,2	3,2	13,3	11,3	4,3	4,3	4,3	4,3
<b>Pasywa razem</b>	<b>66,7</b>	<b>90,3</b>	<b>119,6</b>	<b>122,1</b>	<b>139,9</b>	<b>148,5</b>	<b>166,9</b>	<b>186,1</b>	<b>207,7</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody ze sprzedaży	49,7	140,2	239,0	293,0	358,5	420,5	448,7	480,1	512,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	4,6	24,9	30,0	23,8	43,5	50,0	56,6	64,2	72,2
EBITDA	-2,1	22,3	35,0	23,3	41,9	51,3	61,1	68,6	76,8
EBITDA skoryg.**	-2,1	22,3	35,0	25,1	44,1	53,5	61,1	68,6	76,8
Amortyzacja	6,6	12,6	12,7	12,5	15,5	19,2	21,1	22,7	24,7
EBIT	-11,0	9,7	22,4	10,8	26,4	32,1	40,0	45,8	52,1
Saldo działalności finansowej	-0,2	8,6	-0,5	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	-11,2	18,2	21,9	8,8	26,5	32,1	40,0	45,9	52,1
Zysk (strata) netto	-9,9	14,6	17,8	7,4	22,8	27,6	34,5	39,5	44,8
Zysk (strata) netto n.j.d.	-9,9	12,8	13,3	10,1	24,6	26,3	32,7	37,2	41,9
Zysk (strata) netto n.j.d. skoryg.**	-9,9	12,8	13,3	11,9	26,8	28,6	32,7	37,2	41,9
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	3,0	23,7	30,2	28,3	37,1	40,1	55,8	62,4	69,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-23,6	-6,7	-9,9	-18,3	-25,0	-23,8	-24,8	-26,4	-28,3
Przepływy z działalności finansowej	21,4	-0,1	-7,7	-11,1	-12,7	-17,2	-21,1	-26,1	-29,7
Przepływy pieniężne netto	0,8	16,9	12,6	-1,4	-0,6	-1,0	10,0	9,8	11,8
Środki pieniężne na początek okresu	2,6	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5	38,6	50,3
Środki pieniężne na koniec okresu	3,5	20,7	33,3	32,1	31,5	30,5	38,6	50,3	62,1

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

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	32,5%	182,0%	70,4%	22,6%	22,3%	17,3%	6,7%	7,0%	6,6%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-33,5%	80,1%	22,4%	19,1%	12,2%	12,0%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-51,9%	145,5%	21,4%	24,8%	14,6%	13,6%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	-58,2%	207,1%	21,0%	24,8%	14,4%	13,5%
Zysk netto n.j.d. zmiana r/r	-	-	-	-24,3%	144,4%	7,1%	24,0%	13,7%	12,8%
Marża brutto ze sprzedaży	9,3%	17,8%	12,6%	8,1%	12,1%	11,9%	12,6%	13,4%	14,1%
Marża EBITDA	-4,2%	15,9%	14,7%	7,9%	11,7%	12,2%	13,6%	14,3%	15,0%
Marża EBIT	-22,1%	6,9%	9,4%	3,7%	7,4%	7,6%	8,9%	9,5%	10,2%
Marża netto	-19,9%	10,4%	7,4%	2,5%	6,4%	6,6%	7,7%	8,2%	8,7%
Marża netto n.j.d.	-19,9%	9,2%	5,6%	3,4%	6,9%	6,3%	7,3%	7,7%	8,2%
ROE	-19,4%	19,2%	16,8%	13,7%	30,0%	28,1%	30,0%	29,8%	29,4%
ROA	-14,8%	14,2%	11,1%	8,3%	17,6%	17,7%	19,6%	20,0%	20,2%
Dług netto	-3,5	-20,7	-33,3	-32,1	-31,5	-30,5	-40,5	-50,3	-62,1
Dług netto / kapitał własny	-6,9%	-31,0%	-42,1%	-43,6%	-38,4%	-32,6%	-37,2%	-40,4%	-43,6%
Dług netto / EBITDA	1,7	-0,9	-1,0	-1,4	-0,8	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8
Dług netto / EBIT	0,3	-2,1	-1,5	-3,0	-1,2	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2
EV	166,8	157,7	153,0	154,2	154,8	155,8	145,8	136,0	124,3
CAPEX / Przychody	-39,1%	-7,1%	-4,0%	-5,6%	-5,3%	-5,1%	-5,1%	-5,3%	-5,4%
CAPEX / Amortyzacja	-293,1%	-79,1%	-75,1%	-131,0%	-123,4%	-112,4%	-109,2%	-111,1%	-111,8%
Amortyzacja / Przychody	13,3%	9,0%	5,3%	4,3%	4,3%	4,6%	4,7%	4,7%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	2,6%	-0,4%	-2,1%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	-4,0%	1,0%	11,6%	1,2%	0,4%	0,8%	0,8%	0,8%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
MC/S*	3,5	1,3	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
P/E*	-	14,1	14,2	18,8	7,7	7,2	5,8	5,1	4,5
P/E skoryg**	-	14,1	14,2	15,9	7,0	6,6	5,8	5,1	4,5
P/BV*	3,4	2,7	2,4	2,6	2,3	2,0	1,7	1,5	1,3
P/CE*	-	8,4	5,4	4,2	10,5	11,7	10,9	10,0	9,1
EV/EBITDA*	-	7,2	4,5	6,7	3,8	3,1	2,4	2,0	1,7
EV/EBITDA skoryg**	-	7,2	4,5	6,3	3,6	3,0	2,4	2,0	1,7
EV/EBIT*	-	16,6	7,0	14,6	6,0	4,9	3,7	3,0	2,4
EV/S*	3,4	1,1	0,7	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
BVPS	4,0	5,0	5,6	5,3	5,9	6,7	7,8	8,9	10,2
EPS	-	1,0	1,0	0,7	1,8	1,9	2,3	2,7	3,0
CEPS	-	1,6	2,5	3,2	1,3	1,2	1,2	1,4	1,5
Dywidenda	10,6	0,0	10,7	12,4	12,7	17,2	21,1	26,1	29,7
DPS	0,8	0,0	0,8	0,9	0,9	1,2	1,5	1,9	2,1
Dywidend	6,2%	0,0%	5,6%	6,6%	6,7%	9,1%	11,1%	13,8%	15,7%
Payout ratio	126,8%	0,0%	83,0%	93,4%	125,9%	70,0%	80,0%	80,0%	80,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 13,5 PLN; \*\*- skoryg. o koszty PM 22-24

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**
**Maciej Bobrowski**

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

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto: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](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
gry komputerowe

**Anna Tobiasz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**
**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.ilczyszyn@bdm.pl](mailto:tomasz.ilczyszyn@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA - wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto - zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV - suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S - stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA - stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT - stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S - stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E - stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV - stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE - stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj - uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (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 1Q'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	4	67%	0	0%
Akumuluj	2	33%	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: 2023-02-17.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-02-17 (11:35 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-02-24 (11:35 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 uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrumenty lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek 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 premialne. Dodatkowo wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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

**Na dzień 2023-02-17:**

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.