

**RAPORT ANALITYCZNY**

Ostatni kwartał 2023 r. przyniósł satysfakcjonujące wyniki jak i generowany przez spółkę poziom przepływów pieniężnych. W efekcie, na koniec grudnia '23 Huuuge był w posiadaniu 152,1 mln USD środków pieniężnych i ekwiwalentów (+24,4 mln USD q/q), co stanowi 34% jego aktualnej kapitalizacji. Tak dobra sytuacja finansowa, pozwoliła spółce na decyzję o ponownej redystrybucji zysków (70 mln USD) do akcjonariuszy w formie skupu akcji (10,6% kapitału zakładowego). Poziom ten mógł okazać się delikatnym rozczarowaniem. Pragniemy zauważyć jednak, że motywacją do utrzymania wyższego „buforu bezpieczeństwa” była zmiana strategii, która wymaga większych inwestycji, jednocześnie dając nową perspektywę monetyzacji flagowych tytułów. Od wielu kwartałów konsensus rynkowy wycenia scenariusz stopniowego spadku przychodów i wyników HUG w kolejnych latach. Przy takich założeniach, wspomniane zmiany zwiększają prawdopodobieństwo do pozytywnych zaskoczeń. Naszym zdaniem decyzja dotycząca zwiększania nakładów na pozyskiwanie użytkowników przełoży się w krótkim okresie na wzrost przychodów i spadek rentowności. W dłuższej perspektywie natomiast, dzięki zwiększonej bazie i systematycznym zmianom w ekonomii gier, zapewni lepsze przepływy z tych projektów niż miałyby to miejsce w scenariuszu dalszej optymalizacji UA. Mając powyższe na uwadze korygujemy w górę nasze założenia wynikowe na kolejne lata. Liczymy, że wysoka zdolność spółki do generowania gotówki, będzie przekładała się na dalszą dystrybucję zysków do akcjonariuszy. Mając na uwadze wyżej wspomniane czynniki podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do walorów Huuuge Games. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż ostatni wzrost stopy wolnej od ryzyka i dalsze umocnienie PLN negatywnie przekłada się na naszą wycenę, skutkując obniżeniem ceny docelowej do poziomu 35,2 PLN, czyli 33% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Wyniki Huuuge Games na poziomie skoryg. EBITDA za 4Q'23 (26,1 mln PLN) okazały się wyższe od naszych oczekiwań, jak i delikatnie zdołały przebić konsensus rynkowy, co odebraliśmy lekko pozytywnie. Na przestrzeni minionego kwartału spółka wygenerowała satysfakcjonujący poziom przepływów pieniężnych (OCF = 24,8 mln PLN), kończąc 2023 r. ze środkami pieniężnymi równymi 152,1 mln USD (+24,4 mln USD q/q), co stanowi 34% jego aktualnej kapitalizacji.

Tak dobra sytuacja finansowa, pozwoliła spółce na decyzję o ponownej redystrybucji zysków (70 mln USD) do akcjonariuszy w formie skupu akcji (10,6% kapitału zakładowego) po cenie 9,80 USD za sztukę. Powyższa kwota mogła okazać się delikatnym rozczarowaniem. Jednakże pragniemy zauważyć, że motywacją do utrzymania wyższego „buforu bezpieczeństwa” była zmiana strategii, która wymaga większych inwestycji, jednocześnie dając nową perspektywę monetyzacji flagowych tytułów. Mając na uwadze wysoką zdolność spółki do generowania gotówki, oczekujemy kontynuacji dystrybucji zysków do akcjonariuszy w kolejnych okresach. Pragniemy zauważyć, że w przeciągu roku Huuuge wypłaci w formie buybacku 49% aktualnej wartości spółki (220 mln USD).

Decyzja odnośnie zwiększenia nakładów na pozyskiwanie użytkowników flagowych gier odnajduje swoje uzasadnienie w progresji KPIs (ARPPU – efekt systematycznej aktualizacji mechanizmów i ekonomii) oraz poprawie oczekiwanych poziomach zwrotu z wydatków na UA (payback), co jest wynikiem dodania efektywniejszych kanałów marketingowych. Oczekujemy, że w krótkim terminie zwiększone wydatki marketingowe przełożą się na wzrost przychodów i spadek rentowności. W dłuższej perspektywie natomiast, dzięki zwiększonej bazie i systematycznym zmianom w ekonomii gier (poprawie KPIs), zapewnią lepsze przepływy z tych projektów niż miałyby to miejsce w scenariuszu dalszej optymalizacji UA. Mając powyższe na uwadze korygujemy w górę nasze założenia wynikowe na kolejne lata. Oczekujemy, że w całym 2024 r. spółce uda się wypracować 276,6 mln USD przychodów (-2% r/r), 93,2 mln USD skoryg. EBITDA (-14% r/r) oraz 72,1 mln USD skoryg. zysku netto (-20% r/r).

W naszym przekonaniu decyzja o zaangażowaniu Huuuge Games w Bananas Studios, właściciela gry „Slots Cash”, wynikała w głównej mierze z chęci budowy kompetencji w obszarze dynamicznie rosnącej niszy „Skill Gamingu”. Pragniemy zauważyć, iż skala inwestycji (3,5 mln USD w pierwszej transzy) jest stosunkowo niewielka i zbliżona do rocznego kosztu utrzymania Huuuge Pods, co oznacza, że ewentualne niepowodzenie projektu nie będzie miało znaczącego wpływu na finanse spółki. Bazując na słabym trackrecordzie HUG odnośnie historycznych inwestycji („Traffic Puzzle”) oraz braku referencyjnych tytułów, które mogłyby wskazywać potencjał tego projektu, pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach, przyjmując brak potencjalnego pozytywnego wpływu na finanse mobilnego dewelopera. Niemniej jednak doceniamy rozwój studia w nowym obszarze, który w przyszłości może okazać się dodatkowym źródłem przychodów.

Pragniemy zwrócić uwagę, że na przestrzeni ostatnich 6 miesięcy były CEO Anton Gauffin, skupił 363 tys. akcji HUG za 9,5 mln PLN. Zakupy te z jednej strony potwierdzają wiarę byłego prezesa w perspektywy spółki, a z drugiej mogą być zwiastunem ponownego otworzenia przeglądu opcji strategicznych i próby sprzedaży spółki w lepszym otoczeniu transakcyjnym.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln USD]	373,7	318,6	283,4	276,6	262,8	249,0
EBITDA [mln USD]	52,6	49,7	103,1	88,3	86,0	79,7
EBITDA adj. [mln USD]	64,3	82,3	108,2	93,2	90,9	84,6
EBIT [mln USD]	44,6	38,6	94,1	79,8	77,3	70,7
Wynik brutto [mln USD]	-1,0	39,1	98,8	83,0	79,9	73,4
Zysk netto [mln USD]	-9,7	32,0	82,2	67,2	64,7	59,5
Zysk netto adj. [mln USD]	41,0	64,6	89,6	72,1	69,6	64,4
P/E	-	17,6	5,5	6,0	6,2	6,7
P/E adj.	13,7	8,7	5,0	5,6	5,8	6,2
EV/EBITDA	7,1	7,1	3,0	3,0	3,0	3,1
EV/EBITDA adj.	5,8	4,3	2,8	2,8	2,8	3,0
EV/EBIT	8,4	9,2	3,3	3,3	3,3	3,5
DY	0,0%	0,0%	33,4%	17,5%	16,1%	14,8%

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 35,2 PLN**

8 KWIETNIA 2024, 10:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	31,6
Wycena porównawcza [PLN]	43,5
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>35,2</b>
<b>Potencjał do wzrostu</b>	<b>33%</b>
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	26,4
Kapitalizacja [mln PLN]	1 772
Ilość akcji [mln. szt.]	67,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	29,7
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	24,6
Stopa zwrotu za 3 mc	1%
Stopa zwrotu za 6 mc	6%
Stopa zwrotu za 9 mc	1%
Struktura akcjonariatu:	
Anton Gauffin	30,5%
Raine Group	12,8%
NN OFE	8,7%
Pozostali Akcjonariusze	48,0%

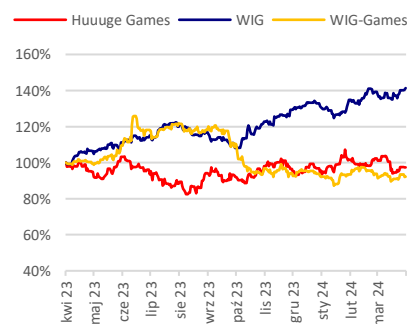
**Krzysztof Tkocz**

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



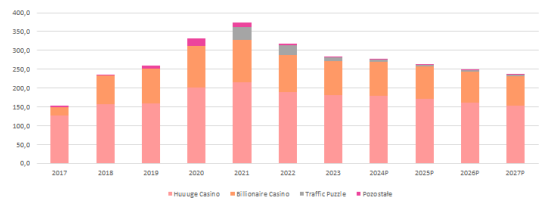
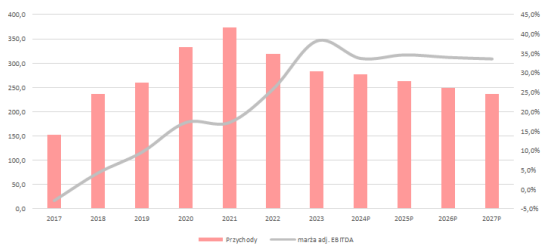
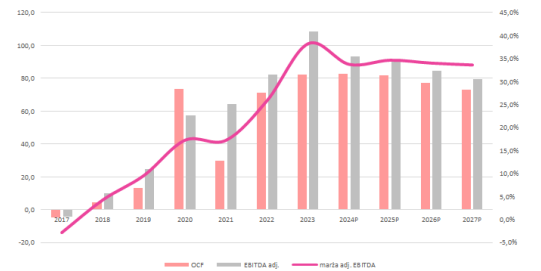
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23 I PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY.....	8
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23.....	8
PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY.....	10
INWESTYCJA W BANANAZ STUDIOS.....	14
ZMIANA ZAŁOŻEŃ .....	15
DANE FINANSOWE .....	16

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wyniki roczne [mln USD]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	373,7	318,6	283,4	276,6	262,8	249,0	236,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	264,1	221,7	200,9	200,6	194,3	185,5	175,8
EBITDA	52,6	49,7	103,1	88,3	86,0	79,7	74,4
EBITDA adj.	64,3	82,3	108,2	93,2	90,9	84,6	79,3
EBIT	44,6	38,6	94,1	79,8	77,3	70,7	65,5
Zysk brutto	-1,0	39,1	98,8	83,0	79,9	73,4	68,3
Zysk netto	-9,7	32,0	82,2	67,2	64,7	59,5	55,3
Zysk netto adj.	41,0	64,6	89,6	72,1	69,6	64,4	60,2
<b>Bilans [mln USD]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Aktywa trwałe	67,5	37,4	29,8	35,0	34,1	33,0	32,0
Rzeczowe aktywa trwałe	3,7	3,2	2,6	2,7	3,0	3,5	4,1
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	17,5	13,0	6,9	8,0	8,8	9,3	9,7
Wartość firmy	2,7	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Aktywa niematerialne	40,2	12,1	9,9	13,7	11,7	9,7	7,7
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1,0	4,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Pozostałe aktywa długoterminowe	2,4	2,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Aktywa obrotowe	232,4	248,9	191,5	188,4	191,6	196,6	201,6
Należności	28,0	26,6	39,4	39,0	36,5	35,4	34,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	204,4	222,2	152,1	149,3	155,2	161,2	167,2
Aktywa razem	299,9	286,3	221,3	223,4	225,7	229,6	233,6
Kapitał własny	226,1	240,7	177,1	179,1	184,0	188,9	193,8
Zobowiązania długoterminowe	13,0	10,0	7,2	7,3	6,7	6,3	6,0
Zobowiązania krótkoterminowe	60,9	35,6	37,0	36,9	35,0	34,4	33,7
Zobowiązania handlowe	52,7	24,3	21,0	20,9	19,0	18,3	17,7
Rolizacje międzyokresowe	3,1	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5,0	8,6	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Inne rezerwy	0,1	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Pasywa razem	299,9	286,3	221,3	223,4	225,7	229,6	233,6
Dług netto	-187,2	-208,4	-141,5	-138,6	-145,1	-151,4	-157,7
Dług netto/ Kapitał własny	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto/ EBITDA	-3,6	-4,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,1
Dług netto/ EBITDA adj.	-2,9	-2,5	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0
<b>Rachunek przepływu [mln USD]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	29,8	71,0	82,4	82,7	81,8	77,1	72,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,0	-32,6	3,9	-12,4	-7,0	-7,5	-7,5
Przepływy z działalności finansowej	96,6	-21,8	-155,0	-73,0	-68,9	-63,7	-59,4
Przepływy pieniężne netto	110,4	16,6	-68,5	-2,8	5,8	6,0	6,0
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
P/E	-	17,6	5,5	6,0	6,2	6,7	7,3
P/E adj.	13,7	8,7	5,0	5,6	5,8	6,2	6,7
P/BV	2,5	2,3	2,5	2,2	2,2	2,1	2,1
EV/ EBITDA	7,1	7,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3
EV/ EBITDA adj.	5,8	4,3	2,8	2,8	2,8	3,0	3,1
EV/EBIT	8,4	9,2	3,3	3,3	3,3	3,5	3,7
EV/S	1,0	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0
MC/S	1,5	1,8	1,6	1,4	1,5	1,6	1,7
BVPS	2,7	2,9	2,6	3,0	3,1	3,1	3,2
EPS	-	0,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9
EPS skoryg.	0,5	0,8	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0
DPS [USD, w danym roku]	0,0	0,0	2,2	1,2	1,1	1,0	0,9
DY	0,0%	0,0%	33,4%	17,5%	16,1%	14,8%	13,8%
<b>Wskaźniki</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>
Przychody zmiana r/r	12,3%	-14,7%	-11,0%	-2,4%	-5,0%	-5,2%	-5,1%
EBITDA zmiana r/r	-1,7%	-5,5%	107,6%	-14,4%	-2,6%	-7,4%	-6,6%
EBITDA adj. zmiana r/r	12,3%	27,9%	31,5%	-13,9%	-2,4%	-7,0%	-6,2%
EBIT zmiana r/r	-11,2%	-13,4%	143,7%	-15,1%	-3,2%	-8,5%	-7,3%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	156,8%	-18,2%	-3,7%	-8,1%	-7,0%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-14,7%	57,4%	38,7%	-19,6%	-3,4%	-7,6%	-6,5%
Marża EBITDA	14,1%	15,6%	36,4%	31,9%	32,7%	32,0%	31,5%
Marża EBITDA adj.	17,2%	25,8%	38,2%	33,7%	34,6%	34,0%	33,6%
Marża EBIT	11,9%	12,1%	33,2%	28,9%	29,4%	28,4%	27,7%
Marża netto	-2,6%	10,0%	29,0%	24,3%	24,6%	23,9%	23,4%
Marża netto adj.	11,0%	20,3%	31,6%	26,1%	26,5%	25,8%	25,5%
ROE	19,7%	16,0%	53,1%	44,6%	42,0%	37,4%	33,8%
ROE adj.	18,2%	26,8%	50,6%	40,2%	37,8%	34,1%	31,1%
ROA	-3,2%	11,2%	37,1%	30,1%	28,7%	25,9%	23,7%
ROA adj.	13,7%	22,6%	40,5%	32,3%	30,8%	28,0%	25,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 26,4 PLN.

**HUG - przychody w podziale na poszczególne tytuły [mln USD]**

**HUG - marża adj. EBITDA [%] na tle przychodów [mln USD]**

**HUG - OCF [mln USD] i marża adj. EBITDA [%] na tle adj. EBITDA [mln USD]**


Główne założenia	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody [mln USD]</b>	<b>283,4</b>	<b>276,6</b>	<b>262,8</b>	<b>249,0</b>	<b>236,3</b>
<b>Flagowe tytuły</b>	<b>272,2</b>	<b>269,7</b>	<b>257,3</b>	<b>243,8</b>	<b>231,3</b>
Huuuge Casino	180,5	179,1	170,9	161,9	153,6
Billionaire Casino	91,8	90,6	86,5	81,9	77,7
<b>Nowe tytuły</b>	<b>11,2</b>	<b>6,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>
Traffic Puzzle	9,3	5,3	4,0	3,8	3,7
Pozostałe	1,9	1,6	1,5	1,3	1,2
<b>Kampanie marketingowe [mln USD]</b>	<b>35,3</b>	<b>47,0</b>	<b>45,9</b>	<b>43,4</b>	<b>40,5</b>
Flagowe tytuły	34,1	46,2	45,3	42,9	40,0
Nowe tytuły	1,3	0,8	0,6	0,5	0,5
<b>Kampanie marketingowe/przychody [%]</b>	<b>12,5%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>17,4%</b>	<b>17,1%</b>
Flagowe tytuły	12,5%	17,1%	17,6%	17,6%	17,3%
Nowe tytuły	11,2%	11,4%	10,2%	10,0%	9,8%

**Główne czynniki ryzyka:** 1) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google; 2) Ryzyko związane z pozwami dotyczącymi gier kasynowych spółki; 3) Koncentracja przychodów w niewielkiej liczbie gier; 4) Ryzyko związane z opóźnieniami w produkcji gier; 5) Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów; 6) Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki; 7) Ryzyko związane z deficytem wykwalifikowanych pracowników na rynku; 8) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym; 9) Ryzyko związane z utratą kluczowych członków zespołu; 10) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR; 12) Ryzyko związna z wojną w Izraelu.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Huuuge Games opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek o podobnym profilu działalności, którym to nadaliśmy wagę 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 31,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 43,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 111 mln PLN, czyli **35,2 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	31,6
Wycena porównawcza	30%	43,5
<b>Wycena 1 akcji Huuuge Games [PLN]</b>		<b>35,2</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (przyjmujemy długoterminowo 5,5%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,1.

### Główne założenia modelu:

- Zakładamy, że na przestrzeni 2024 r. spółka zwiększy poziom wydatków na kampanie marketingowe do ok. 47 mln USD (+33% r/r), co pozwoli utrzymać przychody na zbliżonym poziomie r/r (276,6 mln USD). Szacujemy, że omawianym okresie HUG wygeneruje 93,2 mln USD adj. EBITDA (-14% r/r) oraz 72,1 mln USD adj. zysku netto (-20% r/r).

- W kolejnych latach spodziewamy się powrotu do strategii optymalizowania kosztów kampanii marketingowych na flagowych produktach („HC”, „BC”) przy jednoczesnych działaniach zwiększających zaangażowanie użytkownika i atrakcyjność rozgrywki, co będzie sprzyjało powolniejszemu spadkowi przychodów z tego źródła.

#### Projekcja przychodów i kosztów kampanii marketingowych flagowych tytułów

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln USD]	272,2	269,7	257,3	243,8	231,3
Kampanie marketingowe [mln USD]	34,1	46,2	45,3	42,9	40,0
Kampanie marketingowe/ przychody [%]	12,5%	17,1%	17,6%	17,6%	17,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- W naszym modelu zakładamy utrzymanie gry „Traffic Puzzle” w trybie „low maintenance mode”. Tym samym oczekujemy dalszego spadku przychodów przy jednoczesnym wygaszaniu kampanii marketingowych.
- Mając na uwadze niskie prawdopodobieństwo osiągnięcia sukcesu przez nowe gry mobilne, podchodzimy konserwatywnie do potencjalnych nowych projektów Huuuge, nie zakładając osiągnięć spółki w tym zakresie.

#### Projekcja przychodów i kosztów kampanii marketingowych nowych tytułów

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln USD]	11,2	6,9	5,5	5,2	4,9
w tym „Traffic Puzzle”	9,3	5,3	4,0	3,8	3,7
Kampanie marketingowe [mln USD]	1,3	0,8	0,6	0,5	0,5
Kampanie marketingowe/ przychody [%]	11,2%	11,4%	10,2%	10,0%	9,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Oczekujemy wzrostu udziału kanału DTC w płatnościach spółki do poziomu 14% w 2024 r. Zakładana przez nas docelowa proporcja (20%) zostanie osiągnięta pod koniec 2026 r.
- Na koniec 2023 spółka zatrudniała ok. 450 osób. (23% mniej niż na koniec 2022 r.). Spodziewamy się utrzymania zbliżonego poziomu zatrudnienia w kolejnych latach.
- Zakładamy efektywną stawkę podatkową na poziomie 19,0% w latach 2024-33 (podobnie jak w okresie rezydualnym).
- W naszym modelu zakładamy kontynuację dystrybucji zysków do akcjonariuszy w kolejnych latach.
- Poziom zapasów, należności oraz zobowiązania z tyt. dostaw i usług wyliczyliśmy na podstawie historycznych wskaźników rotacji liczonej w dniach.
- Dług netto przyjmujemy na bazie stanu na koniec 2023 roku uwzględniając 70 mln USD przeznaczonych na skup akcji. W związku z przeznaczeniem akcji własnych (4,1 mln sztuk) na cele ESOP, nie korygujemy go o tą pozycję.
- W modelu ujmujemy inwestycję w Bananaz Studios na poziomie 6 mln USD, nie zakładając jednocześnie potencjalnych dodatknych przepływów z tego projektu.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Spadek FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 60,0 mln akcji (67,1 mln – 7,1 mln umorzonych po aktualnym skupie akcji).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 lipca 2024 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 31,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 1 896 PLN.**

**Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln USD]	276,6	262,8	249,0	236,3	224,3	213,1	202,5	192,7	183,6	175,0
EBIT [mln USD]	79,8	77,3	70,7	65,5	60,7	56,2	52,4	48,2	45,1	42,4
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Podatek od EBIT [mln USD]	15,2	14,7	13,4	12,4	11,5	10,7	10,0	9,2	8,6	8,1
NOPLAT [mln USD]	64,7	62,6	57,3	53,1	49,1	45,5	42,5	39,1	36,6	34,4
Amortyzacja [mln USD]	8,5	8,7	9,0	8,9	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,2
CAPEX [mln USD]	-3,2	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln USD]	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,4	0,4	0,3
Inwestycje kapitałowe [mln USD]	6,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln USD]	64,2	67,9	62,7	58,3	54,3	50,7	47,4	44,5	41,9	39,6
DFCF [mln USD]	61,1	57,4	47,1	38,9	32,2	26,7	22,2	18,5	15,5	13,0
Suma DFCF [mln USD]	332,7									
Wartość rezydualna [mln USD]	231,2									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln USD]	76,0									
Wartość firmy EV [mln USD]	408,7									
Dług netto [mln USD]*	-71,5									
<b>Wartość kapitału [mln USD]</b>	<b>480,1</b>									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>1 896,4</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	60,0									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>31,6</b>									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: -3,0%

Przychody zmiana r/r	-2,4%	-5,0%	-5,2%	-5,1%	-5,1%	-5,0%	-4,9%	-4,8%	-4,8%	-4,7%
EBIT zmiana r/r	-15,1%	-3,2%	-8,5%	-7,3%	-7,4%	-7,3%	-6,7%	-8,0%	-6,4%	-6,1%
FCF zmiana r/r	-2,8%	5,7%	-7,6%	-7,0%	-6,9%	-6,6%	-6,6%	-6,2%	-5,7%	-5,5%
Marża EBITDA	31,9%	32,7%	32,0%	31,5%	31,0%	30,6%	30,4%	29,7%	29,6%	29,5%
Marża EBIT	28,9%	29,4%	28,4%	27,7%	27,1%	26,4%	25,9%	25,0%	24,6%	24,2%
Marża NOPLAT	23,4%	23,8%	23,0%	22,5%	21,9%	21,4%	21,0%	20,3%	19,9%	19,6%
CAPEX / Przychody	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%	2,3%	2,4%
CAPEX / Amortyzacja	38,4%	39,9%	40,2%	41,8%	43,0%	43,7%	44,4%	45,6%	45,7%	46,4%
Zmiana KO / Przychody	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	4,9%	0,2%	0,6%	0,7%	0,8%	0,9%	-1,6%	4,5%	4,0%	4,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*- pomniejszony o środki przeznaczone na skup akcji w wysokości 70 mln USD

**Kalkulacja WACC**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
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	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Udział kapitału własnego	98,3%	98,3%	98,3%	98,4%	98,4%	98,4%	98,5%	98,5%	98,5%	98,5%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Udział kapitału obcego	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
WACC	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		-5,5%	-5,0%	-4,5%	-4,0%	-3,5%	-3,0%	-2,5%	-2,0%	-1,5%
beta	0,8	33,5	33,7	34,0	34,2	34,4	34,7	35,0	35,3	35,7
	0,9	32,6	32,7	32,9	33,1	33,4	33,6	33,8	34,1	34,4
	1,0	31,7	31,8	32,0	32,2	32,4	32,6	32,8	33,0	33,3
	1,1	30,8	31,0	31,1	31,3	31,4	31,6	31,8	32,0	32,2
	1,2	30,0	30,2	30,3	30,4	30,6	30,7	30,9	31,1	31,3
	1,3	29,3	29,4	29,5	29,6	29,8	29,9	30,1	30,2	30,4
	1,4	28,6	28,7	28,8	28,9	29,0	29,2	29,3	29,4	29,6

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								
		-5,5%	-5,0%	-4,5%	-4,0%	-3,5%	-3,0%	-2,5%	-2,0%	-1,5%
Premia za ryzyko	4,5%	33,9	34,1	34,4	34,6	34,9	35,2	35,5	35,8	36,2
	5,5%	32,3	32,4	32,6	32,8	33,0	33,3	33,5	33,8	34,1
	6,5%	30,8	31,0	31,1	31,3	31,4	31,6	31,8	32,0	32,2
	7,5%	29,5	29,6	29,8	29,9	30,0	30,2	30,3	30,5	30,7
	8,5%	28,3	28,4	28,5	28,6	28,8	28,9	29,0	29,1	29,3
	9,5%	27,3	27,4	27,5	27,5	27,6	27,7	27,8	28,0	28,1
	10,5%	26,3	26,4	26,5	26,6	26,6	26,7	26,8	26,9	27,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Premia za ryzyko	4,5%	35,9	35,7	35,4	35,2	35,0	34,7	34,5	34,4	34,2
	5,5%	34,0	33,7	33,5	33,3	33,1	32,9	32,7	32,5	32,3
	6,5%	32,3	32,1	31,8	31,6	31,4	31,2	31,1	30,9	30,8
	7,5%	30,8	30,6	30,4	30,2	30,0	29,8	29,7	29,5	29,4
	8,5%	29,5	29,3	29,1	28,9	28,7	28,6	28,4	28,3	28,2
	9,5%	28,3	28,1	27,9	27,7	27,6	27,5	27,3	27,2	27,1
	10,5%	27,2	27,0	26,9	26,7	26,6	26,5	26,3	26,2	26,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

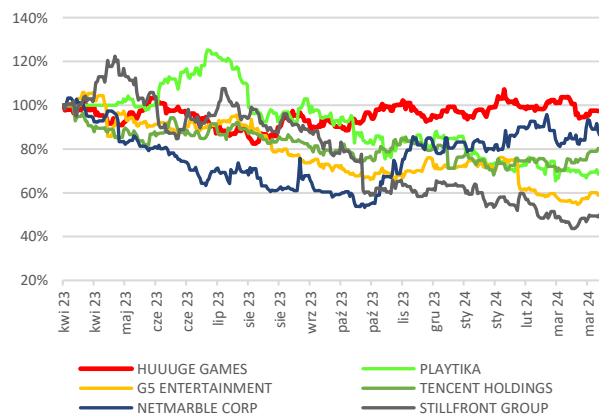
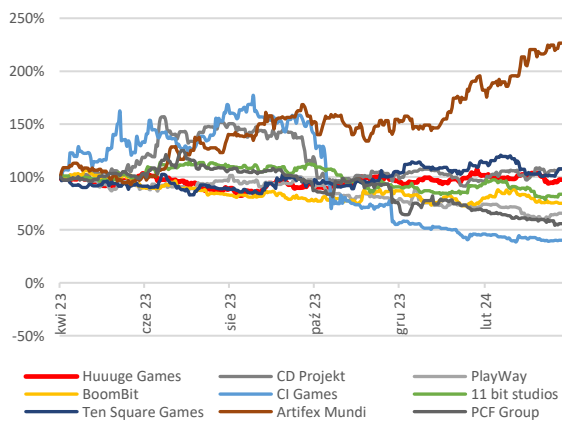
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier mobilnych. Wycena porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **43,5 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
PLAYTIKA HOLDING CORP	10,3	9,3	8,9	4,9	4,3	3,4
G5 ENTERTAINMENT AB	10,2	9,7	9,2	3,0	2,8	2,5
TENCENT HOLDINGS LTD	15,9	14,0	12,5	12,2	10,8	10,0
NETMARBLE CORP	-	-	-	24,1	18,9	15,2
STILLFRONT GROUP AB	6,0	5,2	4,5	3,8	3,4	2,8
ARISTOCRAT LEISURE LTD	19,0	17,8	16,5	12,1	11,1	10,2
ARTIFEX MUNDI	11,2	9,3	-	6,8	5,5	-
TEN SQUARE GAMES	9,0	9,8	10,1	5,3	5,6	6,6
<b>MEDIANA</b>	<b>10,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>
Huuuge Games	5,6	5,8	6,2	2,8	2,8	3,0
Premia/dyskonto dla Huuuge Games	-46,0%	-40,9%	-35,4%	-53,4%	-49,3%	-41,1%
Wycena wg wskaźnika	48,9	44,7	40,9	46,2	42,8	37,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>44,8</b>			<b>42,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>43,5</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od kwietnia 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23 I PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY

### OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 4Q'23

Wyniki HUUUGE Games na poziomie skoryg. EBITDA za 4Q'23 okazały się wyższe od naszych oczekiwań, jak i delikatnie zdołały przebić konsensus rynkowy, co odebraliśmy lekko pozytywnie. W omawianym okresie przychody spółki wyniosły 71,3 mln USD (-8,2% r/r) i okazały się zgodne z przedstawionymi przez spółkę szacunkami na początku stycznia. Przychody z DTC (Webshop) kontynuowały pozytywny trend, zwiększając swój udział w płatnościach z 6,5% w 3Q'23 do 8,3% (5,9 mln USD). Na poziomie kosztów, opłaty na rzecz właścicieli platform dystrybucyjnych wyniosły 19,9 mln USD (28,2% w relacji do przychodów z mikropłatności vs 28,4% w 3Q'23), co było odczytem delikatnie wyższym do naszych oczekiwań. Niższe natomiast okazały się wydatki na kampanie marketingowe, które wyniosły 10,4 mln USD (vs 11 mln USD BDM). Pozytywnie zaskoczył nas również poziom kosztów prac badawczo rozwojowych oraz ogólnego zarządu (13,4 mln PLN). W naszych kalkulacjach liczyliśmy się z potencjalnym wzrostem tych pozycji w z związku z możliwością wystąpienia licznych kosztogennych wydarzeń (bonusy/ premie itp.). Na poziomie skoryg. EBITDA w 4Q'23 spółka wypracowała 26,1 mln USD (-12,2% r/r) i była wyższa od naszych oczekiwań. Korekty w kwocie 1,0 mln USD odnosiły się do programu motywacyjnego (+0,3 mln USD q/q). Na poziomie działalności finansowej spółka wygenerowała 0,7 mln USD, z czego przychody z odsetek wyniosły 1,4 mln USD (+82,9% q/q). Wynik ten okazał się delikatnie niższy od naszych predykcji, głównie za sprawą wyższych kosztów finansowych. Na poziomie skoryg. zysku netto w 4Q'23 HUUUGE wygenerował 20,6 mln USD (-25,4% r/r). Ostatni kwartał 2023 r. stał pod solidną generacją gotówki. OCF wyniósł 24,8 mln USD, notując wzrost o 22,7% q/q. Na koniec grudnia'23 spółka posiadała 152,1 mln USD środków pieniężnych i ekwiwalentów (+24,4 mln USD q/q). Zwracamy również uwagę na poprawę kluczowych KPIs flagowych gier w 4Q'23 (DAU, ARPPU).

W perspektywie 2024 roku HUUUGE zamierza istotnie zwiększyć wydatki na marketing flagowych gier. Spółka podziwia się uruchomienia Google Privacy Sandbox w okolicach połowy 2024 r., jednocześnie oczekując, że wycofanie Google Advertising ID nie nastąpi przed rokiem 2025. Google zapewnia, że wprowadzane zmiany nie będą miały znaczącego wpływu na działalność reklamową klientów.

Przy okazji publikacji wyników spółka poinformowała o kolejnym skupie akcji własnych do 70 mln USD (7,1 mln, czyli 10,6% wszystkich akcji). Skup będzie miał formę ograniczonego czasowo zaproszenia do składania ofert sprzedaży po cenie 9,8042 USD (38,5 PLN) za sztukę.

#### Wyniki za 4Q'2023 [mln USD]

	4Q'22	4Q'23	zmiana r/r	4Q'23P BDM	odchyl.	4Q'23P kons.	odchyl.	2022	2023	zmiana r/r
Przychody	77,7	71,3	-8,2%	71,3	0,0%	70,8	0,7%	318,6	283,4	-11,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	54,0	50,8	-6,0%	51,0	-0,4%	-	-	221,7	200,9	-9,4%
EBITDA	1,2	24,9	1960,8%	21,6	15,1%	-	-	49,7	103,1	107,6%
<b>EBITDA skoryg.</b>	<b>29,7</b>	<b>26,1</b>	<b>-12,2%</b>	<b>22,6</b>	<b>15,4%</b>	<b>25,5</b>	<b>2,2%</b>	<b>82,3</b>	<b>108,2</b>	<b>31,5%</b>
EBIT	-1,8	22,6	-1380,8%	19,6	15,7%	21,6	4,8%	38,6	94,1	143,7%
Zysk (strata) brutto	-0,2	23,4	-9592,7%	20,5	14,0%	-	-	39,1	98,8	152,9%
Zysk (strata) netto	-0,9	19,4	-2373,5%	16,7	16,0%	18,4	5,7%	32,0	82,2	156,7%
Zysk (strata) netto skoryg.	27,7	20,6	-25,4%	17,7	16,3%	-	-	64,6	87,3	35,1%
Marża EBITDA	1,6%	34,9%		30,3%		-		15,6%	36,4%	
Marża EBITDA skoryg.	38,3%	36,6%		31,7%		36,1%		25,8%	38,2%	
Marża EBIT	-2,3%	31,7%		27,4%		30,5%		12,1%	33,2%	
Marża zysku netto	-1,1%	27,2%		23,5%		-		10,0%	29,0%	
Marża zysku netto skoryg.	35,6%	28,9%		24,9%		25,90%		20,3%	30,8%	

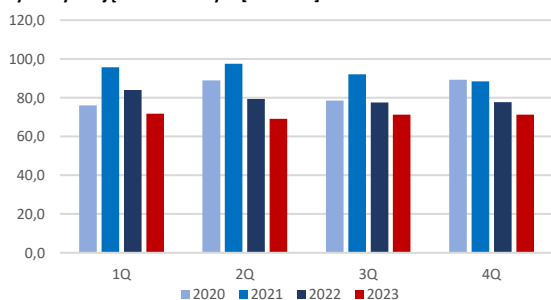
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- **Przychody** spółki w 4Q'23 wyniosły 71,3 mln USD (-8,2% r/r) i okazały się zgodne z przedstawionymi przez spółkę szacunkami na początku stycznia. Za 64,4% tej pozycji odpowiadała gra „HUUUGE Casino”, która wygenerowała w tym okresie 46,0 mln USD (-3,7% r/r), za 32,7% odpowiadała gra „Billionaire Casino” = 23,3 mln USD (-7,3% r/r), 2,4% czyli 1,7 mln USD dotyczyło „Traffic Puzzle” (-58,1% r/r), a pozostałe gry wpracowały 0,4 mln USD (-51,0% r/r).
- **Przychody z DTC (Webshop)** = 6,5% (4,6 mln USD) vs 8,3% w 4Q'23 (5,9 mln USD).
- **Koszt własny sprzedaży** w omawianym okresie wyniósł 20,5 mln USD (-13,2% r/r). Opłaty na rzecz właścicieli platform dystrybucyjnych wyniosły 19,9 mln USD (28,2% w relacji do przychodów z mikropłatności vs 28,4% w 3Q'23).
- **Koszty sprzedaży i marketingu** w tym okresie sięgnęły 14,5 mln USD (+4,4% r/r) – w tym na UA przeznaczono 10,4 mln USD (+3,4% r/r) i co było poziomem niższym od naszych oczekiwań (11 mln USD). Koszty prac badawczo-rozwojowych wyniosły 4,5 mln USD w 4Q'23 (-29,7% r/r).
- **Koszty ogólnego zarządu** spadły r/r o 8,8% do kwoty 8,9 mln USD.
- **Koszty świadczeń pracowniczych** spadły r/r o 18,4% i q/q o 6,3% do poziomu 8,5 mln USD.
- **Amortyzacja** wyniosła 2,2 mln USD (-24,6% r/r).
- **Skoryg. EBITDA** w 4Q'23 wyniosła 26,1 mln USD (-12,2% r/r) i była wyższa od naszych oczekiwań.

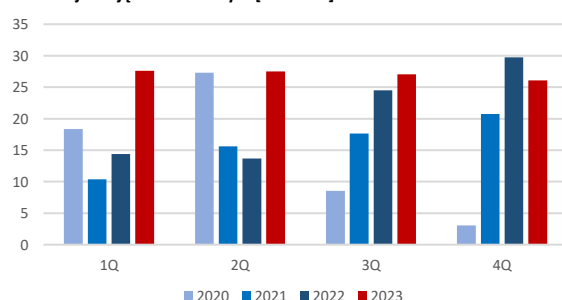


- **Działalność finansowa:** Na poziomie przychodów finansowych spółka wypracowała 1,4 mln USD (+82,9% q/q) z tytułu przychodów z odsetek od depozytów oraz funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. Koszy finansowe wyniosły 0,6 mln PLN.
- **Na poziomie skoryg. zysku netto** w 4Q'23 Huuuge wygenerował 20,6 mln USD (-25,4% r/r), co było wynikiem przewyższającym nasze oczekiwania.
- **Przepływy pieniężne w 4Q'23:** CF operacyjny wyniósł 24,8 mln USD (-14,1% r/r, +22,7% q/q), CF inwestycyjny = 0,9 mln USD, CF finansowy = -1,1 mln USD. **Na koniec grudnia'23 spółka miała 152,1 mln USD środków pieniężnych i ekwiwalentów (+24,4 mln USD q/q).**
- Na koniec 4Q'23 spółka posiadała 4,1 mln akcji własnych.
- **Zatrudnienie:** na koniec 2023 r. 450 osobowy zespół (vs 582 na koniec 2022 r.).
- **Rynek** – Eilers & Krejciec szacują, że rynek gier typu social casino zmniejszył się o 2,9% r/r w 4Q'23 (i spadek o 1,1% w stosunku do 3Q'23). W całym 2023 r. odnotował on niewielki spadek o 1,6%, osiągając wartość 7,34 mld USD. Prognozowany średnioroczny spadek rynku w latach 2023-2027 ma wynieść -0,4%, co wskazuje na niewielką korektę w dół w stosunku do poprzednich prognoz.
- **Podszy** - kilka projektów przejdzie do fazy testów w tym roku i jeśli któryś z nich wykaże potencjał komercyjny, to stopniowo zostaną zwiększone nakłady marketingowe na jego wsparcie.
- **Outlook** - w perspektywie 2024 roku Huuuge zamierza istotnie zwiększyć wydatki na marketing flagowych gier.
- **DAU** dla tytułów flagowych zwiększyły się w 4Q'23 q/q o 1,1% do 334,7 tys. aktywnych użytkowników. DAU nowych gier spadło q/q o 13,7% do 70,5 tys.
- **Wskaźnik miesięcznej konwersji** dla tytułów flagowych, który obrazuje zdolności spółki do konwersji graczy na płacących użytkowników, spadł r/r z 7,9% do 7,7% w 4Q'23.
- **ARPPU** dla tytułów flagowych spadło q/q o 1,7% i urosło r/r o 0,9% do poziomu 2,25 USD, natomiast ARPPU zanotowało progresję o 1,3% q/q i 14,5% r/r do 50,2 USD.
- **Google Privacy Sandbox** - strategiczna inicjatywa mającą na celu zwiększenie prywatności użytkowników, z planowanym uruchomieniem w okolicach połowy 2024 roku, choć dokładna data nie została jeszcze ustalona. Google zamierza stopniowo eliminować Google Advertising ID dla wszystkich użytkowników, jednak na obecnym etapie wycofanie GAID nie jest włączone do inicjatyw Privacy Sandbox. Oczekuje się, że wycofanie GAID nie nastąpi przed rokiem 2025, co oznacza okres przejściowy, w którym pomiar ruchu na Androidzie będzie możliwy zarówno w tradycyjny sposób, jak i przez Privacy Sandbox. Ta symultaniczność umożliwi porównanie efektywności obu metod. Wycofanie GAID ograniczy zdolność twórców aplikacji do śledzenia określonych zdarzeń konwersji, czemu ma zaradzić Privacy Sandbox. Google zapewnia, że wprowadzane zmiany nie będą miały znaczącego wpływu na działalność reklamową klientów. Huuuge ma być jednym z pierwszych testerów Privacy Sandbox na Androidzie, biorąc udział w programie wczesnego dostępu do Google Ads i testach beta wersji Sandboxa AppsFlyer.
- **Skup akcji** - przy okazji publikacji wyników spółka poinformowała o kolejnym skupie akcji własnych do 70 mln USD (7,1 mln, czyli 10,6% wszystkich akcji). Sup będzie miał formę ograniczonego czasowo zaproszenia do składania ofert sprzedaży po cenie 9,8042 USD (38,5 PLN) za sztukę.

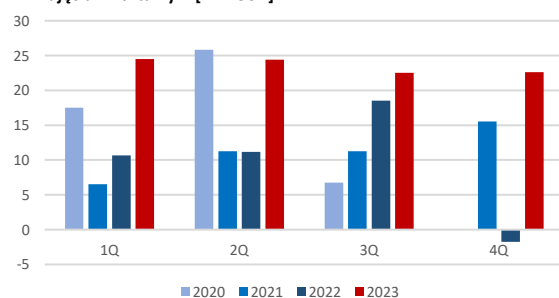
Przychody w ujęciu kwartalnym [mln USD]



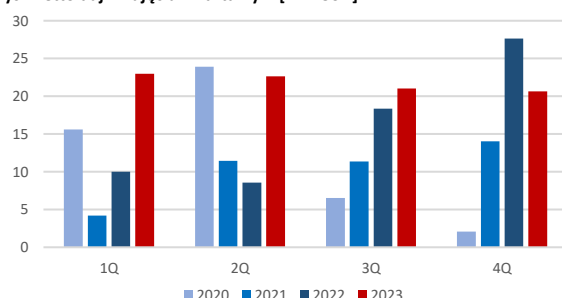
EBITDA adj. w ujęciu kwartalnym [mln USD]



EBIT w ujęciu kwartalnym [mln USD]



Zysk netto adj. w ujęciu kwartalnym [mln USD]

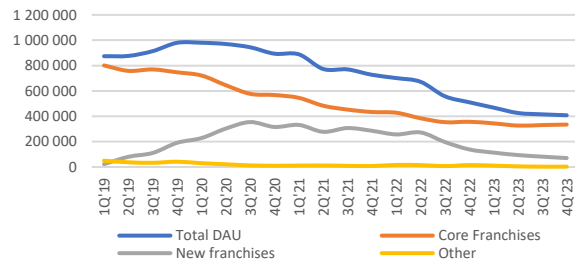


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

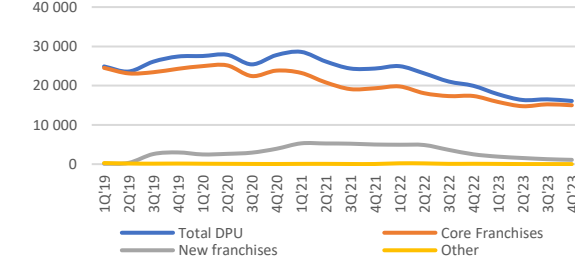
**PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY**

Stopniowe zwiększanie budżetów na pozyskiwanie graczy od 2Q'23 przyczyniło się do wzrostu bazy użytkowników na przestrzeni ostatnich miesięcy. Jednocześnie systematyczne zmiany w mechanice i ekonomii flagowych gier spółki zaowocowały poprawą kluczowych KPIs. Oba te efekty przełożyły się na pierwszy od ponad dwóch lat wzrost przychodów w 2H'23 do poziomu 142,5 mln USD. Co ważne, dzięki dodaniu efektywniejszych kanałów marketingowych, poprawie uległy oczekiwane poziomy zwrotu z wydatków na UA (payback). W świetle tych zmian spółka podjęła decyzję o modyfikacji strategii, planując zdecydowane podniesienie budżetów reklamowych na przestrzeni 2024 r.

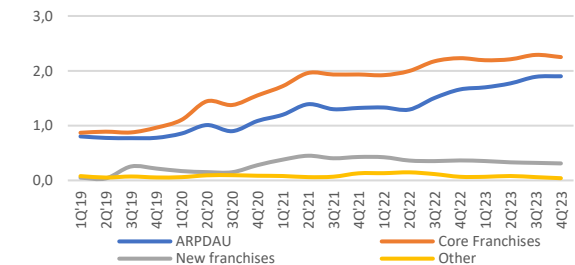
**DAU [il. użytkowników]**



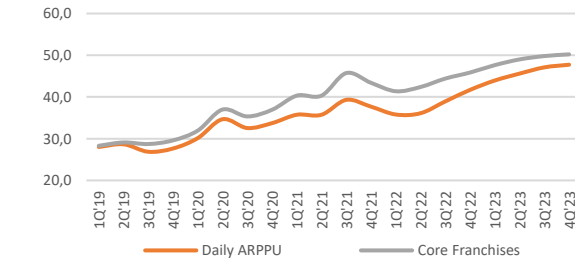
**DPU [il. użytkowników]**



**ARPPU [USD]**



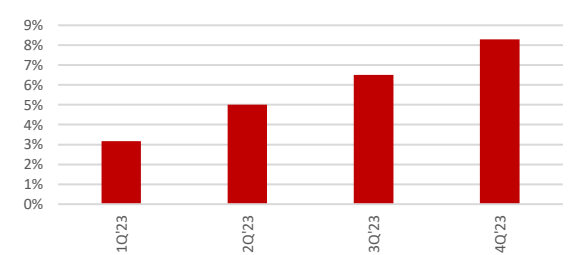
**ARPPU [USD]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Z początkiem kwietnia spółka opublikowała przychody za 1Q'24 (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie), które wyniosły w tym okresie 66,9 mln USD co stanowi spadek o ok. 6% zarówno q/q i r/r. Analizując dane z portalu Sensor Tower można było oczekiwać takiej skali regresji płatności, stąd odczyt ten nie stanowi dla nas zaskoczenia. Mając na uwadze wzrost budżetów na kampanie marketingowe od początku roku, spodziewamy się stopniowej poprawy płatności od 2Q'24. Niemniej jednak zakładamy, że prawdziwe efekty obranej strategii będziemy mogli obserwować dopiero w 2H'24, co wynika z zaplanowanych większych zmian dotyczących ekonomii i mechaniki gier na ten okres. Dodatkowym istotnym wsparciem strony przychodowej, będzie dalszy wzrost udziału kanału DTC (Webshop). Biorąc pod uwagę historyczne tempo progresji zakładamy, że procent płatności przechodzący przez sklep spółki wzrośnie w tym roku z 8,5% do 14%.

**Udział kanału DTC w płatnościach spółki – Huuuge Games [%]**

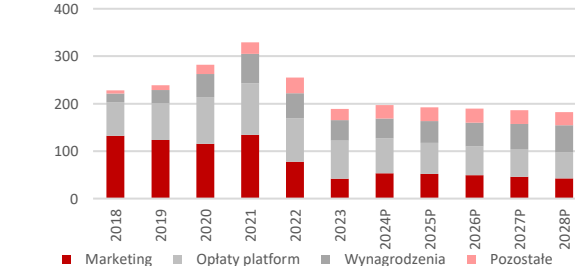


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Udział sklepu w pierwszych miesiącach 2024 r. zbliżył się do 9%.
- Spółka rozważa wykorzystanie narzędzi 3rd party w celu zwiększenia zasięgów kanału DTC.
- Webshop rozwijany jest poza środowiskiem iOS, stąd zmiany prawne w UE (Digital Market Act), nie powinny negatywnie wpłynąć na dalszy rozwój tego kanału.

Wysokość nakładów na kampanie marketingowe na przestrzeni 2024 r. będzie uzależniona od obserwowanych poziomów zwrotu z wydatków na UA (payback). W naszym modelu zakładamy, że poprawa wskaźników umożliwi spółce na wzrost UA o 33% r/r do poziomu 47 mln USD. Spodziewamy się utrzymania dyscypliny kosztowej w obszarze działalności operacyjnej. Jednocześnie mając na uwadze aspirację spółki do prowadzenia nowych projektów (roczny koszt podsów = ok. 4 mln USD), uważamy, że istnieje ograniczone miejsce do dalszej optymalizacji.

**Koszty operacyjne w rozbiciu na najważniejsze pozycje [mln USD]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wynik opisanych zmian w obszarze w marketingu, powinien przełożyć się wzrost przychodów i spadek rentowności w krótkim okresie. Jednakże w dłuższej perspektywie, dzięki zwiększonej bazie użytkowników oraz systematycznym zmianom w ekonomii gier (poprawa KPIs), liczymy, że zapewni lepsze przepływy z tych projektów, niż miałyby to miejsce w scenariuszu dalszej optymalizacji UA. Zakładamy, że akwizycja kohort cechujących się lepszym poziomem zwrotów powinna wspierać powolniejszą regresję DAU w kolejnych okresach, a co za tym idzie łagodniejszy spadek przychodów r/r.

Mając powyższe na uwadze korygujemy w górę nasze założenia wynikowe na kolejne lata. Oczekujemy, że w całym 2024 r. spółce uda się wypracować 276,6 mln USD przychodów (-2% r/r), z czego za 269,7 mln USD będą odpowiadały flagowe gry (-1% r/r). Znaczący wzrost wydatków marketingowych, z nawiązką przewyższy oszczędności wynikające z optymalizacji zatrudnienia, tym samym przyczyni się do spadku marży skoryg. EBITDA o 4,5 p.p. Natomiast niższy o ok. 30% poziom środków pieniężnych vs 2023 r. przełoży się na spadek wpływów z działalności finansowej, co wpłynie na głębszą regresję marży skoryg. zysku netto o ok. 5,6 p.p. Całościowo na poziomie skoryg. EBITDA oczekujemy 93,2 mln USD (-14% r/r) i 72,1 mln USD skoryg. zysku netto (-20% r/r).

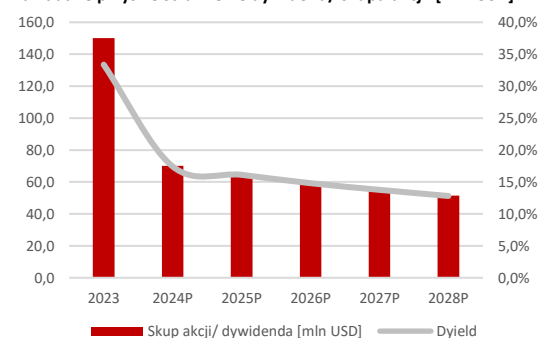
#### Prognozy wyników – wybrane dane [mln USD]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	84,0	79,4	77,5	77,7	71,7	69,2	71,2	71,3	66,9	67,6	69,9	72,3
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	58,5	55,4	53,8	54,0	50,6	48,9	50,6	50,8	48,1	48,8	50,8	52,8
EBITDA	13,3	13,8	21,4	1,2	27,0	26,6	24,7	24,9	21,0	21,4	22,4	23,4
EBITDA adj.	14,4	13,7	24,5	29,7	27,6	27,5	27,0	26,1	22,2	22,7	23,6	24,7
EBIT	10,7	11,2	18,5	-1,8	24,5	24,4	22,5	22,6	18,9	19,3	20,3	21,3
Zysk brutto	10,7	10,0	18,6	-0,2	26,0	26,5	22,9	23,4	19,7	20,1	21,1	22,0
Zysk netto	8,9	8,6	15,3	-0,9	22,4	21,7	18,7	19,4	16,0	16,3	17,1	17,9
Zysk netto adj.	10,0	8,6	18,4	27,7	23,0	22,6	23,4	20,6	17,2	17,5	18,3	19,1
Marża brutto	69,7%	69,8%	69,4%	69,6%	70,5%	70,6%	71,1%	71,2%	71,9%	72,3%	72,7%	73,1%
Marża EBITDA	15,8%	17,3%	27,6%	1,6%	37,6%	38,4%	34,7%	34,9%	31,4%	31,7%	32,1%	32,4%
Marża EBITDA adj.	17,1%	17,2%	31,6%	38,3%	38,5%	39,8%	38,0%	36,6%	33,2%	33,5%	33,8%	34,1%
Marża EBIT	12,7%	14,1%	23,9%	-2,3%	34,2%	35,3%	31,7%	31,7%	28,3%	28,6%	29,0%	29,4%
Marża zysku netto	10,6%	10,9%	19,7%	-1,1%	31,2%	31,4%	26,2%	27,2%	23,9%	24,1%	24,4%	24,7%
Marża zysku netto adj.	11,9%	10,8%	23,7%	35,6%	32,1%	32,7%	32,8%	28,9%	25,7%	25,9%	26,2%	26,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przy okazji publikacji raportu rocznego spółka poinformowała o kolejnym skupie akcji własnych do 70 mln USD (7,1 mln akcji, czyli 10,6% kapitału zakładowego). Skup będzie miał formę ograniczonego czasowo zaproszenia do składania ofert sprzedaży po cenie 9,80 USD za sztukę (DY = 17%). Powyższa kwota mogła okazać się delikatnym rozczarowaniem. Jednakże pragniemy zauważyć, że motywacją do utrzymania wyższego „buforu bezpieczeństwa” była zmiana strategii, która wymaga większych inwestycji, jednocześnie dając nową perspektywę monetizacji flagowych tytułów. Mając na uwadze wysoką zdolność spółki do generowania gotówki, oczekujemy kontynuacji dystrybucji zysków do akcjonariuszy w kolejnych okresach. Pragniemy zauważyć, że w przeciągu roku Huuuge wypłaci w formie buybacku 49% aktualnej wartości spółki (220 mln USD).

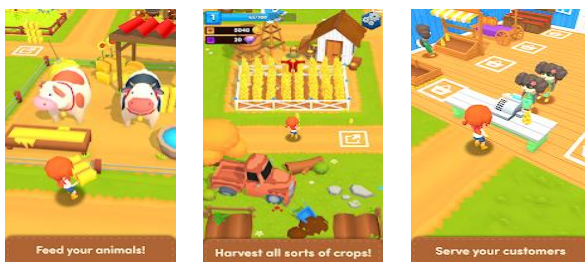
#### Zakładane przyszłe strumienie dywidend/ skupu akcji [mln USD]



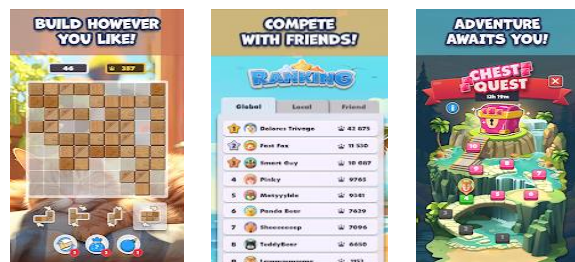
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W ramach Huuuge Pods, spółka pracuje nad czterema grami, spośród których dwie znajdują się w fazie soft-launch. W najbliższych tygodniach spodziewamy się dołączenia kolejnego tytułu do tej grupy. Pragniemy zauważyć, iż na przestrzeni ostatnich miesięcy spółka udostępniła na swoim koncie takie projekty jak: „Farm village adventure” czy „Dreamdoku”. Stopniowe zwiększanie nakładów marketingowych będzie realizowane dopiero w momencie, gdy kluczowe wskaźniki (KPIs) zaczną wskazywać na potencjał komercyjny poszczególnych projektów. Pozytywnie odbieramy tę strategię działania spółki, w której niskimi nakładami (ok. 4 mln USD rocznie) z każdym miesiącem zwiększa prawdopodobieństwo odnalezienia kolejnego tytułu, który będzie w stanie zaistnieć na rynku. Jednocześnie w naszym modelu nie uwzględniamy potencjalnego sukcesu HUG w tym obszarze.

#### Obrazy z gry „Farm village adventure”



#### Obrazy z gry „Dreamdoku”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Jesteśmy zaskoczeni pierwszymi od blisko trzech lat ruchami spółki w obszarze M&A. W prawdzie na poprzednich konferencjach wyników zarząd HUG wskazywał na poprawę otoczenia transakcyjnego, spadek wycen oraz pojawiające się nowe możliwości. Jednakże, w naszym bazowym scenariuszu nie uwzględnialiśmy nowych akwizycji ze strony HUUUGE. Aktualne ruchy spółki oraz pozostawiony gotówkowy „bufor bezpieczeństwa” mogą wskazywać na gotowość HUG do dalszych działań akwizycyjnych. Liczymy jednak, na ostrożność dewelopera co kolejnych ruchów, spowodowaną poprzednią nieudaną akwizycją w IP „Traffic Puzzle”. Szerzej opisujemy ostatnią inwestycję HUG w rozdziale [INWESTYCJA W BANANAZ STUDIOS](#).

Potencjalnym ryzykiem dla naszych założeń pozostaje rozlanie się pozwów dot. kasynowych gier spółki na kolejne stany USA oraz zmiana polityki prywatności Google (2H'24). Pragniemy zauważyć, że w wynikach za 3Q'23 spółka zawiązała rezerwę w wysokości 1,7 mln USD, która odzwierciedla potencjalne ryzyko finansowe pozwów zbiorowych w USA. W przypadku drugiego czynnika zabezpieczamy nasze prognozy, przyjmując konserwatywne założenia odnośnie wydatków marketingowych w latach 2025-26, prognozując pogorszenie efektywności kampanii w tym okresie. Liczymy jednak, że dzięki wcześniejszej możliwości testowania Privacy Sandbox na Androidzie (czym jest Privacy Sandbox i jakie będzie miał znaczenie dla rynku reklamy szerzej opisane pod [LINKIEM](#)), spółka odpowiednio przygotowuje się do tych zmian. Pragniemy również zaznaczyć, że ostatnie działania podejmowane przez HUG, zmierzające do większej dywersyfikacji kanałów marketingowych, mogą okazać się dodatkowym zabezpieczeniem przed ewentualnymi, przejściowymi turbulencjami na rynku reklamy.

#### Prognozy wyników – wybrane dane [mln USD]

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	332,7	373,7	318,6	283,4	276,6	262,8	249,0	236,3	224,3	213,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	233,1	264,1	221,7	200,9	200,6	194,3	185,5	175,8	166,7	158,3
EBITDA	53,5	52,6	49,7	103,1	88,3	86,0	79,7	74,4	69,5	65,2
EBITDA adj.	57,3	64,3	82,3	108,2	93,2	90,9	84,6	79,3	74,4	70,1
EBIT	50,2	44,6	38,6	94,1	79,8	77,3	70,7	65,5	60,7	56,2
Zysk brutto	-76,2	-1,0	39,1	98,8	83,0	79,9	73,4	68,3	63,5	59,1
Zysk netto	-82,6	-9,7	32,0	82,2	67,2	64,7	59,5	55,3	51,4	47,9
Zysk netto adj.	48,1	41,0	64,6	89,6	72,1	69,6	64,4	60,2	56,3	52,8
Marża brutto	70,1%	70,7%	69,6%	70,9%	72,5%	73,9%	74,5%	74,4%	74,4%	74,3%
Marża EBITDA	16,1%	14,1%	15,6%	36,4%	31,9%	32,7%	32,0%	31,5%	31,0%	30,6%
Marża EBITDA adj.	17,2%	17,2%	25,8%	38,2%	33,7%	34,6%	34,0%	33,6%	33,2%	32,9%
Marża EBIT	15,1%	11,9%	12,1%	33,2%	28,9%	29,4%	28,4%	27,7%	27,1%	26,4%
Marża zysku netto	-24,8%	-2,6%	10,0%	29,0%	24,3%	24,6%	23,9%	23,4%	22,9%	22,5%
Marża zysku netto adj.	14,5%	11,0%	20,3%	31,6%	26,1%	26,5%	25,8%	25,5%	25,1%	24,8%

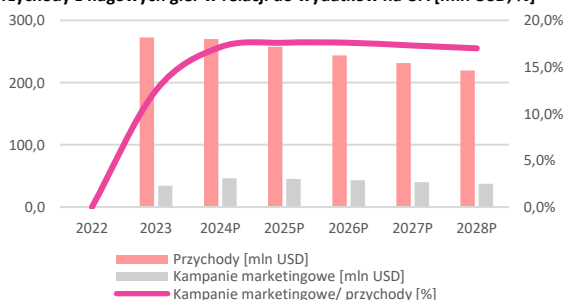
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Główne założenia

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln USD]	283,4	276,6	262,8	249,0	236,3
Flagowe tytuły	272,2	269,7	257,3	243,8	231,3
Huuuge Casino	180,5	179,1	170,9	161,9	153,6
Billionaire Casino	91,8	90,6	86,5	81,9	77,7
Nowe tytuły	11,2	6,9	5,5	5,2	4,9
Traffic Puzzle	9,3	5,3	4,0	3,8	3,7
Pozostałe	1,9	1,6	1,5	1,3	1,2
Kampanie marketingowe [mln USD]	35,3	47,0	45,9	43,4	40,5
Flagowe tytuły	34,1	46,2	45,3	42,9	40,0
Nowe tytuły	1,3	0,8	0,6	0,5	0,5
Kampanie marketingowe/przychody [%]	12,5%	17,0%	17,4%	17,4%	17,1%
Flagowe tytuły	12,5%	17,1%	17,6%	17,6%	17,3%
Nowe tytuły	11,2%	11,4%	10,2%	10,0%	9,8%

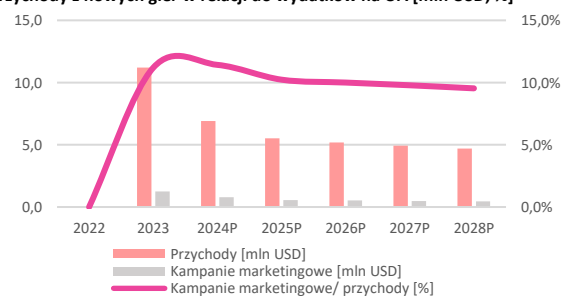
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody z flagowych gier w relacji do wydatków na UA [mln USD, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody z nowych gier w relacji do wydatków na UA [mln USD, %]

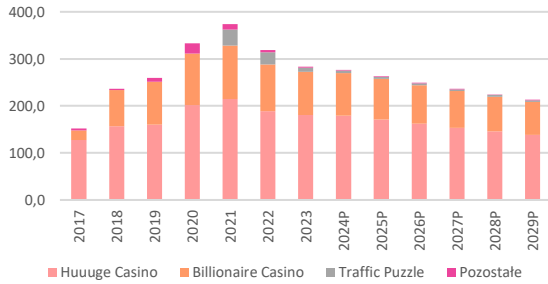


#### Prognozy wyników BDM vs konsensus – wybrane dane [mln USD]

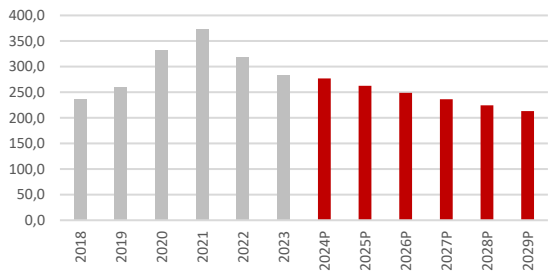
	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody BDM	276,6	262,8	249,0	236,3
Przychody konsensus	268,6	257,0	229,5	221,0
Różnica	3,0%	2,3%	8,5%	6,9%
EBITDA skoryg. BDM	93,2	90,9	84,6	79,3
EBITDA skoryg. konsensus	90,7	82,2	68,5	74,0
Różnica	2,7%	10,6%	23,5%	7,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

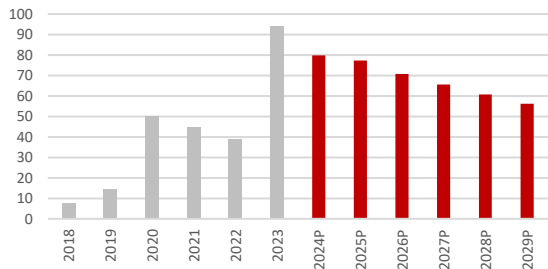
HUG - przychody w podziale na poszczególne tytuły [mln USD]



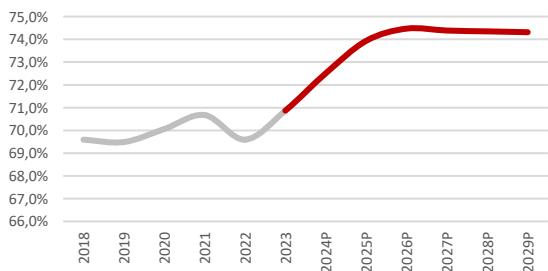
Przychody [mln USD]



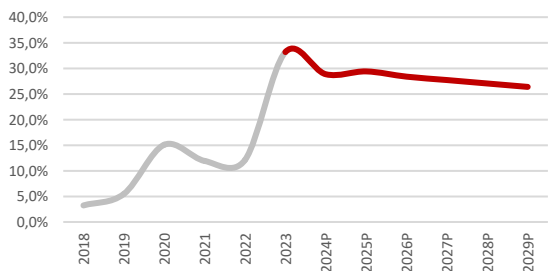
EBIT [mln USD]



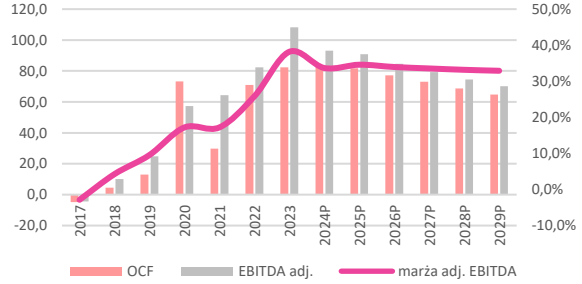
Rentowność brutto ze sprzedaży [%]



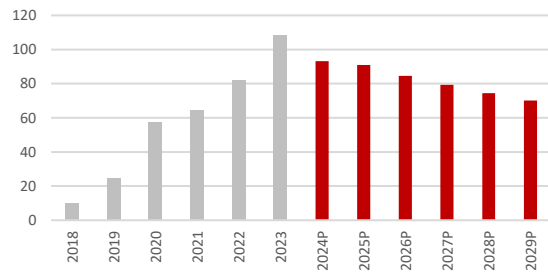
Rentowność EBIT [%]



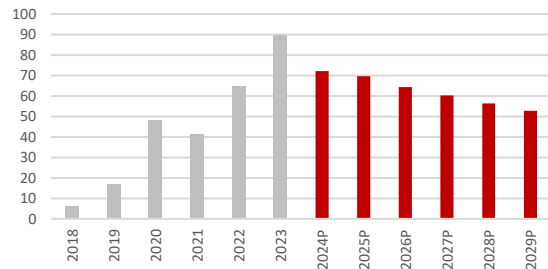
HUG - OCF [mln USD] i marża adj. EBITDA [%] na tle adj. EBITDA [mln USD]



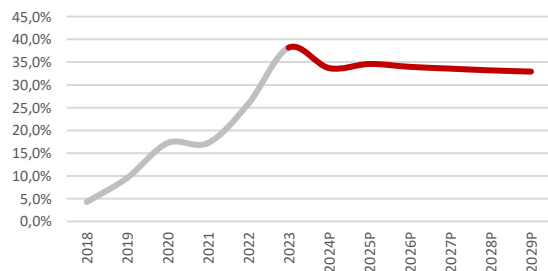
EBITDA adj. [mln USD]



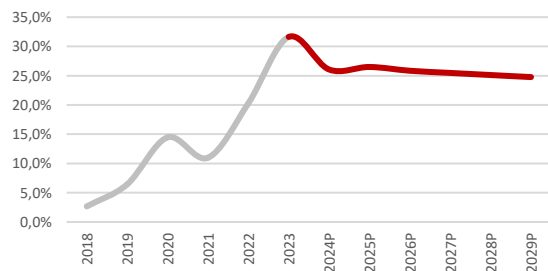
Zysk netto adj. [mln USD]



Rentowność EBITDA adj. [%]



Rentowność netto adj. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Inwestycja w Bananaz Studios

W naszym przekonaniu decyzja o zaangażowaniu Huuuge Games w Bananaz Studios, właściciela gry „Slots Cash”, wynikała w głównej mierze z chęci budowy kompetencji w obszarze dynamicznie rosnącej niszy „Skill Gamingu”.

Mechanika wyżej wspomnianego tytułu jest prosta i opiera się na zatrzymaniu w odpowiednim momencie bębnow w automacie. W związku z możliwością wypłaty realnych pieniędzy „Slots Cash” wykracza poza standardowe ramy gier mobilnych. W tego typu produkcjach, osiągnięte wyniki zależą od zręczności użytkownika, tym samym minimalizują element losowości. Sądy w różnych jurysdykcjach stosują testy w celu określenia, jak duży wpływ na wynik rozgrywki mają umiejętności gracza w porównaniu do czynnika losowego. Jeśli decydujące są głównie zdolności gracza, a czynnik przypadku odgrywa niewielką rolę, większość sądów uznaje tego typu produkcje za gry zręcznościowe, a nie hazard. Niemniej jednak produkt ten wymaga od spółki szczególnej dbałości rozumienia niuansów prawa poszczególnych stanów USA i krajów w zakresie gier hazardowych, których niezamierzone naruszenie może wiązać się z poważnymi konsekwencjami.

Produkt ten prawdopodobnie znajduje się w początkowej fazie życia, o czym może świadczyć dostępność w AppleStore na zaledwie trzech rynkach (USA, Kanada, Filipny). Naszym zdaniem, może on stanowić ciekawą propozycję dla sporej bazy graczy flagowych tytułów spółki (DAU = 334,7 tys.), co powinno sprzyjać w jego dalszym rozwoju.

Pragniemy zauważyć, iż skala inwestycji (3,5 mln USD w pierwszej transzy) jest stosunkowo niewielka i zbliżona do rocznego kosztu utrzymania Huuuge Pods, co oznacza, że ewentualne niepowodzenie projektu nie będzie miało znaczącego wpływu na finanse spółki.

Bazując na słabym trackrecordzie spółki odnośnie historycznych inwestycji („Traffic Puzzle”) oraz braku referencyjnych tytułów, które mogłyby wskazywać potencjał tego projektu, pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach, przyjmując brak potencjalnego pozytywnego wpływu na finanse HUG. Niemniej jednak doceniamy rozwój studia w nowym obszarze, który w przyszłości może okazać się dodatkowym źródłem przychodów.

### Transakcja

W ramach umowy SAFE Huuuge zobowiązał się do zainwestowania do 6 mln USD (w dwóch transzach, pierwsza 3,5 mln USD w dniu podpisania, druga 2,5 mln USD po osiągnięciu przez Bananaz określonych KPI w okresie od 9 do 18 msc.). Środki mają być wykorzystane na zwiększenie zespołu, rozwój „Slots Cash” i inwestycje w UA.

Huuuge dokona inwestycji przy założeniu, że wycena spółki pre-money wyniesie 16,5 mln USD. Ponadto w ramach opcji call będzie mógł przejść wszystkie pozostałe akcje Bananaz Studios (obecne i te, które zostaną wyemitowane w przyszłości). Taka transakcja będzie mogła zostać przeprowadzona 24 msc. po zapłacie drugiej transzy.

Opcja call zakłada możliwość nabycia wszystkich akcji w kapitale zakładowym Bananaz w dwóch ratach. Pierwsza rata ma być obliczona na podstawie skorygowanej wartości EBITDA (co najmniej 20 mln USD), druga rata będzie opierać się o wielokrotność przyszłej EBITDA Bananaz (pomniejszoną o pierwszą ratę).

Ponadto na mocy umowy HUG zyskał prawo do powołania jednej osoby do rady dyrektorów spółki, prawo do decydowania w niektórych sprawach zastrzeżonych dla rady dyrektorów i akcjonariuszy oraz prawo do informacji.

### Obrazy prezentujące grę „Slots Cash”

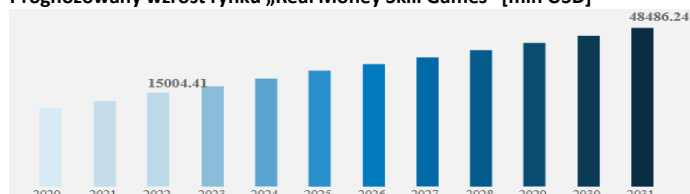


Źródło: apps.apple.com

### Skill Games

Gry zręcznościowe na realne pieniądze to gry, w których o wynikach decydują umiejętności, a nie przypadek. Te atuty (realne pieniądze, bezpośredni wpływ na wygraną) powodują coraz większe zainteresowanie użytkowników tego typu produkcjami. Według najnowszych badań, w 2022 r. światowy rynek „Real Money Skill Games” osiągnął wartość 15,0 mld USD, a jego średnioroczny wzrost (CAGR) w latach 2023-2031 szacowany jest na 14,2%. W 2031 r. ma on osiągnąć 48,5 mld USD.

### Prognozowany wzrost rynku „Real Money Skill Games” [mln USD]



Źródło: businessresearchinsights.com

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 15.12.2023 wynika przede wszystkim z odmienionego podejścia spółki do skali działań marketingowych. Zakładane podwyższenie budżetów na UA na przestrzeni 2024 r. wpływa na pogorszenie prognozowanej przez nas marżowości HUG. Jednocześnie inwestycja ta przekłada się na lepszą monetyzację flagowych gier na przestrzeni obecnego roku oraz wspiera powolniejszą regresję DAU w kolejnych okresach, a co za tym idzie łagodniejszy spadek przychodów r/r.

### Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 15.12.2023 [mln USD]

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>POPRZEDNIA REKOMENDACJA</b>					
<b>Przychody [mln USD]</b>	<b>284,0</b>	<b>265,4</b>	<b>250,5</b>	<b>237,8</b>	<b>226,0</b>
Flagowe tytuły	272,5	258,3	244,7	232,4	220,9
Nowe tytuły	11,5	7,1	5,7	5,4	5,1
<b>Kampanie marketingowe [mln USD]</b>	<b>35,9</b>	<b>44,5</b>	<b>43,9</b>	<b>41,7</b>	<b>38,9</b>
Flagowe tytuły	34,6	43,7	43,3	41,1	38,4
Nowe tytuły	1,3	0,8	0,6	0,5	0,5
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>					
<b>Przychody [mln USD]</b>	<b>283,4</b>	<b>276,6</b>	<b>262,8</b>	<b>249,0</b>	<b>236,3</b>
Flagowe tytuły	272,2	269,7	257,3	243,8	231,3
Nowe tytuły	11,2	6,9	5,5	5,2	4,9
<b>Kampanie marketingowe [mln USD]</b>	<b>35,3</b>	<b>47,0</b>	<b>45,9</b>	<b>43,4</b>	<b>40,5</b>
Flagowe tytuły	34,1	46,2	45,3	42,9	40,0
Nowe tytuły	1,3	0,8	0,6	0,5	0,5
<b>ZMIANA %</b>					
<b>Przychody [mln USD]</b>	<b>-0,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,7%</b>	<b>4,5%</b>
Flagowe tytuły	-0,1%	4,4%	5,1%	4,9%	4,7%
Nowe tytuły	-2,7%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
<b>Kampanie marketingowe [mln USD]</b>	<b>-1,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>
Flagowe tytuły	-1,4%	5,8%	4,5%	4,3%	4,1%
Nowe tytuły	-5,4%	-4,1%	-4,2%	-4,2%	-4,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 15.12.2023 [mln USD]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	265,4	276,6	4,2%	250,5	262,8	4,9%	237,8	249,0	4,7%
Wynik brutto ze sprzedaży	192,0	200,6	4,5%	184,8	194,3	5,2%	176,7	185,5	4,9%
EBITDA	92,3	88,3	-4,4%	85,8	86,0	0,3%	79,4	79,7	0,4%
EBITDA adj.	95,0	93,2	-1,9%	88,4	90,9	2,8%	82,0	84,6	3,1%
EBIT	83,8	79,8	-4,8%	77,2	77,3	0,1%	70,7	70,7	0,0%
Wynik brutto	87,7	83,0	-5,4%	80,4	79,9	-0,6%	73,9	73,4	-0,6%
Wynik netto	71,0	67,2	-5,4%	65,1	64,7	-0,6%	59,8	59,5	-0,6%
Wynik netto adj.	73,7	72,1	-2,1%	67,7	69,6	2,8%	62,5	64,4	3,0%
marża brutto	72,3%	72,5%		73,8%	73,9%		74,3%	74,5%	
marża EBITDA	34,8%	31,9%		34,2%	32,7%		33,4%	32,0%	
marża EBITDA adj.	35,8%	33,7%		35,3%	34,6%		34,5%	34,0%	
marża EBIT	31,6%	28,9%		30,8%	29,4%		29,7%	28,4%	
marża netto	26,8%	24,3%		26,0%	24,6%		25,2%	23,9%	
marża netto adj.	27,8%	26,1%		27,0%	26,5%		26,3%	25,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**DANE FINANSOWE**

<b>Bilans [mln USD]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>67,5</b>	<b>37,4</b>	<b>29,8</b>	<b>35,0</b>	<b>34,1</b>	<b>33,0</b>	<b>32,0</b>	<b>31,1</b>	<b>30,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	3,7	3,2	2,6	2,7	3,0	3,5	4,1	4,8	5,2
Aktywa z tytułu prawa do użytkowania	17,5	13,0	6,9	8,0	8,8	9,3	9,7	10,2	10,9
Wartość firmy	2,7	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Aktywa niematerialne	40,2	12,1	9,9	13,7	11,7	9,7	7,7	5,7	3,7
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	1,0	4,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7
Pozostałe aktywa długoterminowe	2,4	2,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>232,4</b>	<b>248,9</b>	<b>191,5</b>	<b>188,4</b>	<b>191,6</b>	<b>196,6</b>	<b>201,6</b>	<b>206,5</b>	<b>211,4</b>
Należności	28,0	26,6	39,4	39,0	36,5	35,4	34,4	33,4	32,5
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	204,4	222,2	152,1	149,3	155,2	161,2	167,2	173,1	179,0
<b>Aktywa razem</b>	<b>299,9</b>	<b>286,3</b>	<b>221,3</b>	<b>223,4</b>	<b>225,7</b>	<b>229,6</b>	<b>233,6</b>	<b>237,6</b>	<b>241,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>226,1</b>	<b>240,7</b>	<b>177,1</b>	<b>179,1</b>	<b>184,0</b>	<b>188,9</b>	<b>193,8</b>	<b>198,7</b>	<b>203,6</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>13,0</b>	<b>10,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>6,7</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,5</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>60,9</b>	<b>35,6</b>	<b>37,0</b>	<b>36,9</b>	<b>35,0</b>	<b>34,4</b>	<b>33,7</b>	<b>33,2</b>	<b>32,6</b>
Zobowiązania handlowe	52,7	24,3	21,0	20,9	19,0	18,3	17,7	17,1	16,6
Rozliczenia międzyokresowe	3,1	2,7	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	5,0	8,6	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
Inne rezerwy	0,1	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>299,9</b>	<b>286,3</b>	<b>221,3</b>	<b>223,4</b>	<b>225,7</b>	<b>229,6</b>	<b>233,6</b>	<b>237,6</b>	<b>241,7</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln USD]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
Przychody ze sprzedaży	373,7	318,6	283,4	276,6	262,8	249,0	236,3	224,3	213,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	264,1	221,7	200,9	200,6	194,3	185,5	175,8	166,7	158,3
EBITDA	52,6	49,7	103,1	88,3	86,0	79,7	74,4	69,5	65,2
EBITDA adj.	64,3	82,3	108,2	93,2	90,9	84,6	79,3	74,4	70,1
Amortyzacja	8,0	11,1	9,1	8,5	8,7	9,0	8,9	8,9	9,0
EBIT	44,6	38,6	94,1	79,8	77,3	70,7	65,5	60,7	56,2
Saldo działalności finansowej	-45,6	0,4	4,7	3,1	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9
Zysk (strata) brutto	-1,0	39,1	98,8	83,0	79,9	73,4	68,3	63,5	59,1
Zysk (strata) netto	-9,7	32,0	82,2	67,2	64,7	59,5	55,3	51,4	47,9
Zysk (strata) netto adj.	41,0	64,6	89,6	72,1	69,6	64,4	60,2	56,3	52,8
<b>CF [mln USD]</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	29,8	71,0	82,4	82,7	81,8	77,1	72,9	68,7	64,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-16,0	-32,6	3,9	-12,4	-7,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,4
Przepływy z działalności finansowej	96,6	-21,8	-155,0	-73,0	-68,9	-63,7	-59,4	-55,4	-51,6
Przepływy pieniężne netto	110,4	16,6	-68,5	-2,8	5,8	6,0	6,0	5,9	5,9
Środki pieniężne na początek okresu	94,2	204,4	222,2	152,1	149,3	155,2	161,2	167,2	173,1
Środki pieniężne na koniec okresu	204,4	222,2	152,1	149,3	155,2	161,2	167,2	173,1	179,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	12,3%	-14,7%	-11,0%	-2,4%	-5,0%	-5,2%	-5,1%	-5,1%	-5,0%
EBITDA zmiana r/r	-1,7%	-5,5%	107,6%	-14,4%	-2,6%	-7,4%	-6,6%	-6,6%	-6,2%
EBITDA adj. zmiana r/r	12,3%	27,9%	31,5%	-13,9%	-2,4%	-7,0%	-6,2%	-6,2%	-5,8%
EBIT zmiana r/r	-11,2%	-13,4%	143,7%	-15,1%	-3,2%	-8,5%	-7,3%	-7,4%	-7,3%
Zysk netto zmiana r/r	-88,3%	-430,6%	156,8%	-18,2%	-3,7%	-8,1%	-7,0%	-7,0%	-6,9%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-14,7%	57,4%	38,7%	-19,6%	-3,4%	-7,6%	-6,5%	-6,4%	-6,3%
Marża brutto ze sprzedaży	70,7%	69,6%	70,9%	72,5%	73,9%	74,5%	74,4%	74,4%	74,3%
Marża EBITDA	14,1%	15,6%	36,4%	31,9%	32,7%	32,0%	31,5%	31,0%	30,6%
Marża EBITDA adj.	17,2%	25,8%	38,2%	33,7%	34,6%	34,0%	33,6%	33,2%	32,9%
Marża EBIT	11,9%	12,1%	33,2%	28,9%	29,4%	28,4%	27,7%	27,1%	26,4%
Marża netto	-2,6%	10,0%	29,0%	24,3%	24,6%	23,9%	23,4%	22,9%	22,5%
Marża netto adj.	11,0%	20,3%	31,6%	26,1%	26,5%	25,8%	25,5%	25,1%	24,8%
ROE	19,7%	16,0%	53,1%	44,6%	42,0%	37,4%	33,8%	30,5%	27,6%
ROE adj.	18,2%	26,8%	50,6%	40,2%	37,8%	34,1%	31,1%	28,3%	25,9%
ROA	-3,2%	11,2%	37,1%	30,1%	28,7%	25,9%	23,7%	21,6%	19,8%
ROA adj.	13,7%	22,6%	40,5%	32,3%	30,8%	28,0%	25,8%	23,7%	21,8%
Dług netto	-187,2	-208,4	-141,5	-138,6	-145,1	-151,4	-157,7	-163,9	-170,0
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBITDA	-3,6	-4,2	-1,4	-1,6	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,6
Dług netto / EBITDA adj.	-2,9	-2,5	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4
Dług netto / EBIT	-4,2	-5,4	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,7	-3,0
EV	377,0	355,7	308,0	263,1	256,6	250,3	244,0	237,8	231,6
CAPEX / Przychody	1,7%	1,4%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,8%
CAPEX / Amortyzacja	80,5%	40,6%	31,1%	38,4%	39,9%	40,2%	41,8%	43,0%	43,7%
Amortyzacja / Przychody	2,1%	3,5%	3,2%	3,1%	3,3%	3,6%	3,8%	3,9%	4,2%
Zmiana KO / Przychody	6,7%	-9,6%	-6,5%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	61,3%	55,6%	52,5%	-4,9%	-0,2%	-0,6%	-0,7%	-0,8%	-0,9%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>
MC/S*	1,5	1,8	1,6	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
P/E*	-	17,6	5,5	6,0	6,2	6,7	7,3	7,8	8,4
P/E adj.*	13,7	8,7	5,0	5,6	5,8	6,2	6,7	7,1	7,6
P/BV*	2,5	2,3	2,5	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0
P/CE*	-	3,8	14,3	11,9	11,0	9,7	8,7	7,8	7,1
P/CE adj.*	5,3	7,7	15,6	12,7	11,8	10,5	9,5	8,6	7,8
EV/EBITDA*	7,1	7,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5
EV/EBITDA adj.*	5,8	4,3	2,8	2,8	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3
EV/EBIT*	8,4	9,2	3,3	3,3	3,3	3,5	3,7	3,9	4,1
EV/S*	1,0	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
BVPS	2,7	2,9	2,6	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
EPS	-	0,4	1,2	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
EPS adj.	0,5	0,8	1,3	1,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9
CEPS	-	6,9	1,9	2,2	2,4	2,7	3,0	3,4	3,7
CEPS adj.	5,0	3,4	1,7	2,1	2,2	2,5	2,8	3,1	3,4
Dywidenda/ skup akcji	0,0	0,0	150,0	70,0	64,7	59,5	55,3	51,4	47,9
DPS [USD]	0,0	0,0	2,2	1,2	1,1	1,0	0,9	0,9	0,8
Dyield	0,0%	0,0%	33,4%	17,5%	16,1%	14,8%	13,8%	12,8%	11,9%
Payout ratio	0,0%	0,0%	468,6%	85,2%	96,3%	91,9%	93,0%	93,0%	93,1%
Payout ratio adj.	0,0%	0,0%	232,1%	78,1%	89,8%	85,4%	85,9%	85,4%	85,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 26,4 PLN

**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 32  
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.madziar@bdm.pl](mailto:anna.madziar@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)

**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@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)

**Tomasz Grzeszczyk**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>35,2</b>	<b>kupuj</b>	<b>36,2</b>	<b>08.04.2024</b>	<b>10:15 CEST</b>	<b>26,4</b>	<b>84 455</b>
kupuj	36,2	kupuj	33,5	15.12.2023	11:00 CET	25,9	78 219
kupuj	33,5	kupuj	31,3	24.11.2022	12:35 CEST	23,5	55 607
kupuj	31,3	-	-	16.11.2022	15:45 CEST	23,4	55 680

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'24*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	50%	0	0%
Akumuluj	1	50%	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: 2024-04-08.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-04-08 (10:15 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-04-15 (10:15 CEST).**

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

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymują 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 instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom 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 uwzględniać, 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 jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie 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 2024-04-08:**

- 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.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.