



Dom Maklerski BDM S.A.

## CD Projekt

### RAPORT ANALITYCZNY

W związku z przedstawionymi przez spółkę na początku stycznia'24 liczbami dotyczącymi sprzedaży „Phantom Liberty”, przychody 4Q'23 nie powinny stanowić większego zaskoczenia. Rozczarowaniem natomiast może okazać się wysoki poziom kosztów sprzedaży, który według naszych szacunków wzrósł q/q o ok. 50%, do poziomu 100 mln PLN. Z tego powodu liczymy się z potencjalną negatywną reakcją inwestorów na wyniki spółki publikowane w marcu. Pragniemy zauważyć, iż aktualny konsensus zakłada premierę kolejnej nowej gry studia w 2026 r., co jest naszym zdaniem dosyć optymistycznym scenariuszem. CD Projekt nie deklaruje się co do określonych ram czasowych debiutów nowych produkcji. Niemniej jednak cele programu motywacyjnego wskazują, że warszawskie studio dąży do wprowadzenia na rynek nowej gry przed zakończeniem 2026 roku. Biorąc pod uwagę, iż „P.Polaris”, wejdzie do fazy produkcyjnej na przestrzeni 2024 r., przyjmując min. 2 lata na ten etap, jak i doliczając czas potrzebny na post-produkcję, oczekujemy tego tytułu dopiero w okolicach 2027 r. Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że kolejne trzy lata 2024-2026 r. będą okresem bez nowych gier, przy jednoczesnych wysokich nakładach kapitałowych. Oczekując regresji sprzedaży „Cyberpunka” oraz „Wiedźmina” spodziewamy się znaczącego spadku wyników spółki w kolejnych latach. Dodatkowo zakładamy, że kampania marketingowa projektu „Polaris” rozpocznie się najszybciej na przełomie 2024/25 roku. Dlatego uważamy, że obecnie jest za wcześnie aby rozgrywać scenariusz aprecjacji kursu pod pierwsze działania promocyjne. Biorąc pod uwagę wyżej wspomniane czynniki obniżamy nasze zalecenie z akumuluj do REDUKUJ z ceną docelową na poziomie 102 PLN/ akcję, czyli 8% poniżej obecnej ceny rynkowej.

W związku z przedstawionymi przez spółkę na początku stycznia'24 liczbami dotyczącymi sprzedaży „Phantom Liberty”, przychody 4Q'23 nie powinny stanowić większego zaskoczenia (ok. 423,5 mln PLN). Rozczarowaniem natomiast może okazać się wysoki poziom kosztów sprzedaży, który według naszych szacunków wzrósł q/q o ok. 50%. Z tego powodu liczymy się z potencjalną negatywną reakcją inwestorów na wyniki spółki publikowane w marcu. W całym 4Q'23 prognozujemy 235,2 mln PLN EBITDA oraz 124,6 mln PLN zysku netto.

Pragniemy zauważyć, iż aktualny konsensus zakłada premierę kolejnej nowej gry studia w 2026 r., co jest naszym zdaniem dosyć optymistycznym scenariuszem. CD Projekt nie deklaruje się co do określonych ram czasowych debiutów nowych produkcji. Niemniej jednak cele programu motywacyjnego wskazują, że warszawskie studio dąży do wprowadzenia na rynek nowej gry przed zakończeniem 2026 roku. Mając na uwadze, iż „P.Polaris”, wejdzie do fazy produkcyjnej na przestrzeni 2024 r., przyjmując min. 2 lata na ten etap, jak i doliczając czas potrzebny na post-produkcję, oczekujemy tego tytułu dopiero w okolicach 2027 r. Ponadto, po pozostawiającej wiele do życzenia premierze „Cyberpunka”, spółka może poświęcić więcej czasu ostatniemu etapowi „polish'owania” i balansowania.

W naszej poprzedniej rekomendacji, zakładaliśmy debiut pierwszej dużej produkcji „P.Sirius” w 2026 r. Jednakże, perturbacje przez jakie przechodził ten projekt na początku 2023 r., implikują wydłużenie czasu potrzebnego na jego stworzenie, co skłania nas do przesunięcia premiery z 2026 r. na 2028 r.

Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że kolejne trzy lata 2024-2026 r. będą okresem bez nowych gier, przy jednoczesnych wysokich nakładach kapitałowych. Oczekując regresji sprzedaży „Cyberpunka” oraz „Wiedźmina” spodziewamy się znaczącego spadku wyników spółki w kolejnych latach. W naszych prognozach na 2023-2026 zakładamy skumulowany wynik netto na poziomie ok. 929,0 mln PLN (vs 2,0 mld PLN cel programu motywacyjnego).

Dodatkowo spodziewamy się, że kampania marketingowa projektu „Polaris” rozpocznie się najszybciej na przełomie 2024/25 roku. Dlatego uważamy, że obecnie jest za wcześnie aby rozgrywać scenariusz aprecjacji kursu pod pierwsze działania promocyjne.

Jednym z negatywnych elementów premiery rozszerzenia „Phantom Liberty” okazał się jego budżet produkcyjny sięgający 275 mln PLN, co implikuje wyższe niż zakładane przez nas wcześniej koszty utrzymania deweloperów. W rezultacie rewizji w górę uległy prognozowane przez nas budżety produkcyjne kolejnych gier.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	2 138,9	888,2	952,6	1 191,5	847,5	717,2
EBITDA [mln PLN]	1 424,7	337,6	494,8	667,6	347,8	255,1
EBIT [mln PLN]	1 157,1	232,9	377,3	423,3	243,3	176,0
Wynik brutto [mln PLN]	1 164,9	219,1	393,2	495,8	269,8	200,5
Zysk netto [mln PLN]	1 154,3	208,9	347,1	418,8	237,7	176,6
P/BV	5,2	5,9	5,5	4,8	4,3	4,0
P/E	9,8	53,6	32,3	26,5	46,7	62,9
EV/EBITDA	7,4	29,9	20,5	14,9	28,3	38,9
EV/EBIT	9,1	43,3	26,8	23,5	40,4	56,4
DPS	0,0	5,0	1,0	1,0	0,0	0,0
DY	0,0%	4,5%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%

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.

## REDUKUJ

(POPZEDNIO: AKUMULUJ)

WYCENA 102 PLN

12 LUTY 2024, 08:45 CET

Wycena DCF [PLN]	120
Wycena porównawcza – zagranica [PLN]	32
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>102</b>
<b>Potencjał do spadku</b>	<b>8%</b>
Koszt kapitału	12,5%
Cena rynkowa [PLN]	111,2
Kapitalizacja [mld PLN]	11,1
Ilość akcji [mln. szt.]	99,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	159,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	99,2
Stopa zwrotu za 3 mc	1,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	-29,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-2,8%
Struktura akcjonariatu:	
Marcin Iwiński	12,9%
Michał Kiciński	10,0%
Piotr Nielubowicz	6,9%
Pozostali Akcjonariusze	70,3%

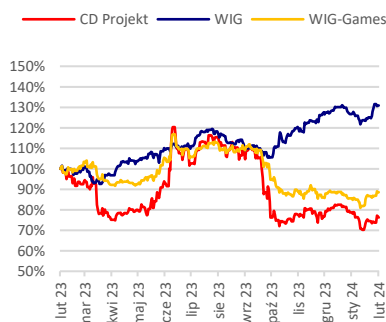
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



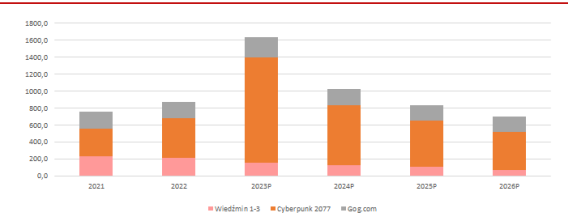
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF .....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23 .....	9
FINANSE I PROGNOZY.....	11
PROGNOZA NA 4Q'23.....	11
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	12
ZMIANA ZAŁOŻEŃ.....	16
DANE FINANSOWE .....	17

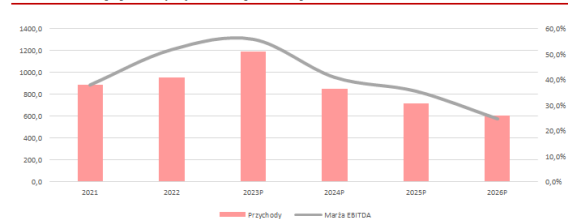
## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>2 138,9</b>	<b>888,2</b>	<b>952,6</b>	<b>1 191,4</b>	<b>847,5</b>	<b>717,2</b>	<b>603,6</b>
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>1 647,5</b>	<b>637,9</b>	<b>708,6</b>	<b>809,5</b>	<b>618,5</b>	<b>520,3</b>	<b>432,2</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1 424,7</b>	<b>337,6</b>	<b>494,8</b>	<b>667,5</b>	<b>347,8</b>	<b>255,1</b>	<b>149,0</b>
EBIT	1 157,1	232,9	377,3	423,3	243,3	176,0	86,1
Zysk brutto	1 164,9	219,1	393,2	495,8	269,8	200,5	108,9
<b>Zysk netto</b>	<b>1 154,3</b>	<b>208,9</b>	<b>347,1</b>	<b>418,7</b>	<b>237,7</b>	<b>176,6</b>	<b>95,9</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>764,2</b>	<b>905,8</b>	<b>1 120,0</b>	<b>1 243,6</b>	<b>1 431,0</b>	<b>1 759,7</b>	<b>2 208,8</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	105,3	115,2	145,3	178,6	206,7	234,9	263,0
Wartości niematerialne	59,8	58,4	69,2	70,3	71,1	69,5	68,0
Nakłady na prace rozwojowe	406,8	350,2	473,2	536,2	694,7	996,9	1 419,5
Wartości firmy	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	135,8	325,6	375,9	401,9	401,9	401,9	401,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>2 130,3</b>	<b>1 252,9</b>	<b>1 154,1</b>	<b>1 288,2</b>	<b>1 311,7</b>	<b>1 156,8</b>	<b>813,9</b>
Zapasy	7,0	15,9	12,7	7,1	9,5	7,7	6,8
Należności	1 275,8	238,9	223,9	324,0	214,1	164,5	150,8
Pozostałe aktywa finansowe	13,4	307,8	279,5	268,0	268,0	268,0	268,0
Inne aktywa obrotowe	106,4	13,8	22,9	26,4	26,4	26,4	26,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	727,7	676,6	615,2	662,6	793,8	690,2	361,8
<b>Aktywa razem</b>	<b>2 894,5</b>	<b>2 158,7</b>	<b>2 274,1</b>	<b>2 531,8</b>	<b>2 742,7</b>	<b>2 916,5</b>	<b>3 022,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>2 187,4</b>	<b>1 894,4</b>	<b>2 033,4</b>	<b>2 332,7</b>	<b>2 570,4</b>	<b>2 747,0</b>	<b>2 843,0</b>
Zobowiązania długoterminowe	166,2	36,1	36,2	40,3	40,3	40,3	40,3
Zobowiązania krótkoterminowe	541,0	228,3	204,5	158,8	132,0	129,2	139,4
Zobowiązania handlowe i inne	153,3	113,7	94,1	92,5	60,5	54,5	70,4
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	47,8	31,5	22,4	10,5	15,7	18,9	13,2
Pozostałe rezerwy	340,0	83,0	88,1	55,8	55,8	55,8	55,8
<b>Pasywa razem</b>	<b>2 894,5</b>	<b>2 158,7</b>	<b>2 274,1</b>	<b>2 531,8</b>	<b>2 742,7</b>	<b>2 916,5</b>	<b>3 022,7</b>
Dług netto	-733,8	-1116,0	-1073,6	-1151,5	-1282,6	-1179,1	-850,6
Dług netto/ Kapitał własny	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3
Dług netto/ EBITDA	-0,5	-3,3	-2,2	-1,7	-3,7	-4,6	-5,7
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	711,7	967,8	406,0	458,7	396,4	279,9	160,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-106,4	-613,8	-335,6	-250,0	-291,8	-407,9	-512,0
Przepływy z działalności finansowej	-91,4	-505,8	-204,2	-91,9	26,5	24,5	22,8
Przepływy pieniężne netto	513,9	-151,7	-133,8	116,8	131,1	-103,5	-328,4
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
P/E*	9,8	53,6	32,3	26,5	46,7	62,9	115,8
P/BV*	5,2	5,9	5,5	4,8	4,3	4,0	3,9
EV/ EBITDA*	7,4	29,9	20,5	14,9	28,3	38,9	68,9
EV/EBIT*	9,1	43,3	26,8	23,5	40,4	56,4	119,2
EV/S*	4,9	11,4	10,6	8,4	11,6	13,8	17,0
MC/S*	5,3	12,6	11,8	9,3	13,1	15,5	18,4
BVPS*	21,6	18,8	20,2	23,3	25,7	27,5	28,5
EPS*	11,4	2,1	3,4	4,2	2,4	1,8	1,0
DPS (w danym roku)*	0,0	5,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody zmiana r/r	310,3%	-58,5%	7,3%	25,1%	-28,9%	-15,4%	-15,8%
EBITDA zmiana r/r	554,2%	-76,3%	46,5%	34,9%	-47,9%	-26,6%	-41,6%
EBIT zmiana r/r	541,8%	-79,9%	62,0%	12,2%	-42,5%	-27,7%	-51,1%
Zysk netto zmiana r/r	558,4%	-81,9%	66,1%	20,6%	-43,2%	-25,7%	-45,7%
Marża EBITDA	66,6%	38,0%	51,9%	56,0%	41,0%	35,6%	24,7%
Marża EBIT	54,1%	26,2%	39,6%	35,5%	28,7%	24,5%	14,3%
Marża netto	54,0%	23,5%	36,4%	35,1%	28,0%	24,6%	15,9%
ROE	52,8%	11,0%	17,1%	18,0%	9,2%	6,4%	3,4%
ROA	39,9%	9,7%	15,3%	16,5%	8,7%	6,1%	3,2%

CDR - przychody w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]



Marża EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]



Główne założenia	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Skumulowana sprzedaż kopii [mln]</b>					
Wiedźmin 1-3	68,1	73,4	77,7	81,5	84,7
Cyberpunk 2077	22,1	26,8	31,1	35,2	39,1
Cyberpunk 2077 Widmo Wolności	0,0	5,1	7,6	9,6	11,3
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris druga część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris trzecia część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Orion	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Hadar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>952,6</b>	<b>1 191,4</b>	<b>847,5</b>	<b>717,2</b>	<b>603,6</b>
Wiedźmin 1-3	205,8	155,1	121,8	108,7	67,3
Cyberpunk 2077 + Widmo Wolności	472,7	816,8	513,6	399,7	341,0
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris druga część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris trzecia część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Orion	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Hadar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gog.com	188,6	232,4	190,5	183,5	180,6
<b>USD/PLN</b>	<b>4,461</b>	<b>4,202</b>	<b>4,073</b>	<b>4,114</b>	<b>4,056</b>

**Główne czynniki ryzyka:** 1) Ryzyko związane z krótkim i niskim ogonem sprzedażowym gry „Cyberpunk 2077”; 2) Ryzyko nieosiągnięcia celów produkcyjnych; 3) Ryzyko związane z wyciekami lub utratą danych oraz awarią krytycznej infrastruktury IT; 4) Ryzyko związane z utratą reputacji; 5) Ryzyko błędnego oszacowania nakładów i przyszłej sprzedaży; 6) Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki; 7) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników; 8) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym; 9) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami; 10) Dystrybucja gier w chmurze; 10) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 111,2 PLN.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki CD Projekt opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, drugiej z nich nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 120 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 23 PLN, a do spółek zagranicznych 32 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 10,4 mld PLN, czyli **102 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	120
Wycena porównawcza Polska	0%	23
Wycena porównawcza zagranica	20%	32
Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN]		102

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 5,3%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,1.

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2023 roku spółka sprzedała 4,8 mln kopii gry „Cyberpunk 2077” oraz 5,1 mln kopii „Phantom Liberty”. W całym 2023 prognozujemy, że CDR wygenerował 1,2 mld PLN przychodów, 667,5 mln PLN EBITDA oraz 418,7 mln PLN zysk netto.
- W 2024 r. zakładamy spadek przychodów do ok. 847,5 mln PLN (-29% r/r), z czego za 513,6 mln PLN będzie odpowiedzialne IP „CP” (-37% r/r). W 1H'24 liczymy się z istotnym wzrostem kosztów związanych z fazą koncepcyjną takich gier jak „Orion”, „Canis Majoris” czy „Hadar”. Oczekujemy, że dwa pierwsze tytuły wejdą w 2H'24 do fazy produkcji, tym samym nakłady na ich tworzenie przestaną obciążać P&L i zaczną być kapitalizowane na bilansie. Prognozujemy, że w całym 2024 r. spółka wypracuje ok. 347,8 mln PLN EBITDA (-48% r/r) oraz 237,7 mln PLN zysku netto (-43% r/r).
- W związku z perturbacjami przez jakie przechodził projekt „Sirius” na początku 2023 r., przesuwamy jego debiut w naszym modelu z 2026 r. na 2028 r. Zakładamy jego budżet w okolicach 235 mln PLN, a sprzedaż w pierwszym roku od premiery na poziomie ok. 5,8 mln kopii.
- Jeżeli chodzi o nową wiedźmińską sagę („Projekt Polaris”), oczekujemy że premiera pierwszej części będzie miała miejsce w 2027 r. (PC + konsole). Prognozowany przez nas budżet sięga ok. 740 mln PLN, a sprzedaż w pierwszym roku to ok. 23,1 mln kopii. W naszym modelu zakładamy, premiery drugiej i trzeciej części odpowiednio w 2031 i 2034 r. Szacowane przez nas budżety tych gier wynoszą odpowiednio 780 mln PLN/ 870 mln PLN. Zakładamy, że sprzedaż „Polaris cz.2” w pierwszym roku wyniesie 25,5 mln kopii, natomiast sprzedaży cz.3 nie uwzględniamy w naszych analizach.
- „Projekt Canis Majoris”/ remake „Wiedźmina 1” – oczekujemy, że premiera gry będzie miała miejsce w 2028 r. zarówno na PC jak i konsolach. Spodziewamy się, że budżet produkcyjny wyniesie ok. 150 mln PLN, a sprzedaż w pierwszym roku premiery sięgnie 3,7 mln kopii. Zakładamy, że po zwrocie kosztów poniesionych przez CDR (produkcja + marketing), do Fool's Theory będzie trafiało ok. 20% przychodów.
- „Projekt Orion” – liczymy, że premiera tego tytułu będzie miała miejsce w okolicach 2029 r., a jego budżet produkcyjny w związku z zatrudnieniem specjalistów z Ameryki Północnej przekroczy 1 mld PLN. Prognozujemy, że „Cyberpunk 2” będzie w stanie sprzedać w ciągu roku ok. 18,0 mln sztuk.
- „Projekt Hadar” - zakładamy, że prace nad tworzeniem nowego IP jak i produkcją gry zajmą łącznie ok. 10-11 lat, a premiera tego projektu będzie miała miejsce w okolicach 2034 r. Szacowany budżet tego przedsięwzięcia to ok. 900 mln PLN. W naszej analizie nie ujmujemy przyszłych wpływów z tego tytułu.
- W naszym modelu nie uwzględniamy dodatkowych wpływów związanych z monetyzacją trybu wieloosobowego w przyszłych projektach spółki.
- Zakładamy, że w związku z wykorzystywaniem technologii Epic Games (UE5), opłata licencyjna, którą CDR będzie płacił z każdej nowej gry będzie kształtowała się na poziomie ok. 4%.
- Prognozujemy, że na przestrzeni 2024 r. spółka utrzyma zbliżony poziom zatrudnienia na poziomie ok. 1,3 tys. osób, punktowo zwiększając zatrudnienie w USA. W latach 2025-2027 liczymy się ze wzrostem zatrudnienia o ok. 50-100 osób rocznie, w tym o deweloperów z Północnej Ameryki, co z jednej strony będzie wiązało się ze zwiększeniem kosztów wynagrodzeń, ale z drugiej pozwoli prowadzić projekty założone w aktualnej strategii.

- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 12%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Program motywacyjny - w kwietniu'23 NWZ spółki przyjęło nowe programy motywacyjne A i B na lata 2023-2027. Program motywacyjny A skierowany jest do wybranych osób spośród pracowników i współpracowników CDR i jego grupy kapitałowej, którzy nie są członkami zarządu spółki (warunek lojalnościowy). Natomiast program motywacyjny B skierowany jest dodatkowo do członków zarządu CD Projektu oraz spółek z grupy kapitałowej. Program będzie obowiązywał w latach 2023-2027. 70% uprawnień z programu B jest powiązanych ze skumulowanym wynikiem netto ustalonym na poziomie 2 mld PLN w latach 2023-26/ 3 mld PLN w latach 2024-27 (drugi cel będzie poddawany głosowaniu na najbliższym NWZA). Pozostałe 30% programu jest powiązane z warunkami rynkowymi (kurs akcji spółki musi przebić o 10 punktów procentowych indeks WIG w tym samym okresie). Łączna liczba uprawnień przyznanych w programie motywacyjnym A nie przekroczy 1,5 mln sztuk, a w programie motywacyjnym B 3,5 mln sztuk. – W naszym modelu uwzględniamy jedynie pełną pulę Programu Motywacyjnego A, w wysokości 1,5 mln akcji.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 101,4 mln akcji (99,9 mln + 1,5 mln dot. programu motywacyjnego).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 kwietnia 2024 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 12,1 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 120 PLN.**

**Model DCF**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	847,5	717,2	603,6	3 456,1	3 150,1	4 872,3	2 970,3	5 682,0	3 196,4	2 228,5
EBIT [mln PLN]	243,3	176,0	86,1	1 924,5	1 778,5	2 910,1	1 760,7	3 458,5	1 862,4	942,9
Stopa podatkowa	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	29,0	20,9	10,2	229,0	211,7	346,3	209,5	411,6	221,7	112,2
NOPLAT [mln PLN]	214,4	155,0	75,9	1 695,5	1 566,8	2 563,7	1 551,2	3 046,9	1 640,8	830,6
Amortyzacja [mln PLN]	104,4	79,2	62,9	400,2	328,9	630,0	293,9	657,4	325,7	267,6
CAPEX [mln PLN]	-291,8	-407,9	-512,0	-526,2	-578,7	-630,8	-663,5	-701,2	-719,5	-737,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	75,5	45,4	30,4	-137,1	-19,8	1,1	-6,0	-159,3	77,2	93,7
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	102,6	-128,2	-342,8	1 432,4	1 297,2	2 564,0	1 175,6	2 843,9	1 324,1	454,9
DFCF [mln PLN]	94,8	-105,4	-250,5	930,8	749,6	1 317,6	537,2	1 155,7	478,5	146,2
Suma DFCF [mln PLN]	5 054,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	18 475,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	5 937,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	10 992,2									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-1 151,5									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>	<b>12 143,6</b>									
Ilość akcji [mln szt.]	101,4									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>120</b>									
Przychody zmiana r/r	-4,6%	-15,4%	-15,8%	472,6%	-8,9%	54,7%	-39,0%	91,3%	-43,7%	-30,3%
EBIT zmiana r/r	4,5%	-27,7%	-51,1%	2135,1%	-7,6%	63,6%	-39,5%	96,4%	-46,1%	-49,4%
FCF zmiana r/r	-91,4%	-	-	-	-9,4%	97,7%	-54,2%	141,9%	-53,4%	-65,6%
Marża EBITDA	41,0%	35,6%	24,7%	67,3%	66,9%	72,7%	69,2%	72,4%	68,5%	54,3%
Marża EBIT	28,7%	24,5%	14,3%	55,7%	56,5%	59,7%	59,3%	60,9%	58,3%	42,3%
Marża NOPLAT	25,3%	21,6%	12,6%	49,1%	49,7%	52,6%	52,2%	53,6%	51,3%	37,3%
CAPEX / Przychody	34,4%	56,9%	84,8%	15,2%	18,4%	12,9%	22,3%	12,3%	22,5%	33,1%
CAPEX / Amortyzacja	279,4%	515,3%	814,5%	131,5%	176,0%	100,1%	225,7%	106,7%	220,9%	275,4%
Zmiana KO / Przychody	-8,9%	-6,3%	-5,0%	4,0%	0,6%	0,0%	0,2%	2,8%	-2,4%	-4,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	185,8%	34,9%	26,8%	4,8%	-6,5%	-0,1%	-0,3%	5,9%	3,1%	9,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
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	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	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								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,8	131	135	139	143	149	154	161	169	178
	0,9	122	125	128	132	136	141	146	152	159
	1,0	114	116	119	122	126	130	134	139	144
	1,1	106	109	111	114	117	120	123	127	132
	1,2	100	102	104	106	109	111	114	117	121
	1,3	94	96	98	99	102	104	106	109	112
	1,4	89	90	92	94	95	97	99	102	104

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%	135	139	143	148	154	160	168	176	186
	5,5%	119	122	125	129	133	137	142	148	154
	6,5%	106	109	111	114	117	120	123	127	132
	7,5%	96	98	99	101	104	106	109	111	115
	8,5%	87	88	90	91	93	95	97	99	101
	9,5%	80	81	82	83	84	86	87	89	91
	10,5%	73	74	75	76	77	78	79	81	82

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%	181	173	166	160	155	150	146	142	138
	5,5%	155	148	142	137	133	129	125	122	119
	6,5%	135	129	124	120	116	113	110	107	105
	7,5%	119	114	110	106	103	100	98	95	93
	8,5%	106	102	98	95	92	90	88	86	84
	9,5%	95	92	88	86	84	82	80	78	77
	10,5%	86	83	80	78	76	75	73	72	71

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 **23 PLN**, natomiast do globalnych **32 PLN**. W naszej wycenie uwzględniamy jedynie drugą z nich, nadając jej wartość 20%.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
11 BIT STUDIOS	8,5	10,1	14,3	6,2	7,2	9,4
PCF GROUP	-169,1	23,0	16,7	26,4	55,7	-
PLAYWAY	12,3	11,5	14,2	8,7	7,9	-
CI GAMES	13,0	12,5	15,1	4,2	4,7	-
CREEPY JAR	12,0	7,5	12,4	8,4	5,1	-
BIG CHEESE STUDIO	39,8	4,3	-	27,9	2,5	-
<b>Mediana</b>	<b>12,3</b>	<b>10,8</b>	<b>14,3</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>9,4</b>
CD Projekt	46,7	62,9	115,8	28,3	38,9	68,9
Premia/dyskonto dla CD Projekt	279,0%	482,4%	711,4%	237,1%	667,1%	630,3%
Wycena wg wskaźnika	29,3	19,1	13,7	37,1	19,9	17,7
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>21</b>			<b>25</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>23</b>				

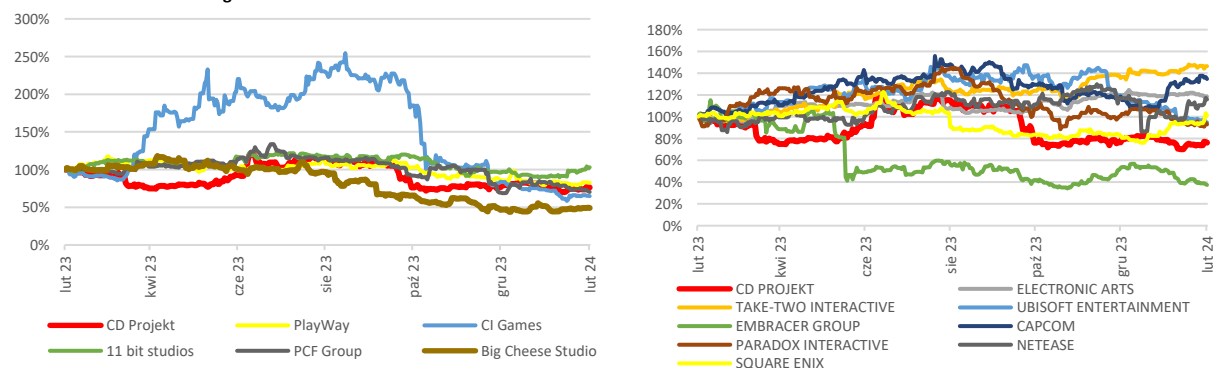
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ELECTRONIC ARTS INC	19,1	18,1	16,6	14,3	13,3	12,2
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	-	-	-	-	3,9	4,2
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	53,5	25,4	20,1	40,3	20,3	15,4
UBISOFT ENTERTAINMENT	14,1	11,5	9,9	4,3	3,7	3,1
EMBRACER GROUP AB	5,5	5,0	4,4	3,9	3,1	2,5
CAPCOM CO LTD	35,3	30,6	28,0	22,0	18,0	16,3
PARADOX INTERACTIVE AB	28,4	22,7	20,4	10,2	9,3	8,5
NETEASE INC	16,0	14,4	12,8	10,4	8,5	13,0
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	22,5	19,4	20,4	10,4	8,2	8,2
<b>Mediana</b>	<b>20,8</b>	<b>18,8</b>	<b>18,3</b>	<b>10,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,5</b>
CD Projekt	46,7	62,9	115,8	28,3	38,9	68,9
Premia/dyskonto dla CD Projekt	124,8%	235,2%	531,5%	171,5%	359,6%	711,0%
Wycena wg wskaźnika	49,5	33,2	17,6	44,2	28,5	16,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>33</b>			<b>30</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>32</b>				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od lutego 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23

### Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.
Przychody	245,5	442,7	80,3%	440,8	0,4%	429,8	3,0%
RED	205,2	382,0	86,2%	380,8	0,3%	-	-
GOG.com	44,0	83,7	90,1%	80,0	4,6%	-	-
Wynik brutto ze sprzedaży	166,3	299,5	80,1%	279,5	7,2%	-	-
EBITDA	148,8	283,4	90,4%	270,6	4,8%	276,7	2,4%
EBIT	97,1	186,2	91,8%	176,4	5,6%	170,9	9,0%
Zysk (strata) brutto	112,0	233,7	108,6%	180,4	29,5%	-	-
Zysk (strata) netto	98,7	202,9	105,5%	158,9	27,6%	159,2	27,4%
Zysk (strata) netto skoryg.*	98,7	175,6	77,9%	158,9	10,5%	159,2	10,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	67,7%	67,7%		63,4%		-	
Marża EBITDA	60,6%	64,0%		61,4%		64,6%	
Marża EBIT	39,5%	42,1%		40,0%		39,7%	
Marża zysku netto	40,2%	45,8%		36,1%		37,0%	
Marża zysku netto skoryg.	40,2%	39,7%		36,1%		37,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*-skoryg. o rozwiązanie odpisów dot. Spokko

Wyniki 3Q'23 okazały się zbliżone do naszych oczekiwań i konsensusu co odbieraliśmy neutralnie. Lekko pozytywnie natomiast oceniliśmy utrzymującą się dobrą sprzedaż „Phantom Liberty” w 4Q'23 (ok. 1,5 mln kopii vs 2,8 mln w 3Q'23). Przypominamy, że w ostatnim kwartale 2023 r. zadebiutuje wersja „Ultimate Edition” (5.12.2023), co powinno być kolejnym, istotnym wydarzeniem sprzedażowym i pozwolić spółce wypracować dobre wyniki w tym okresie.

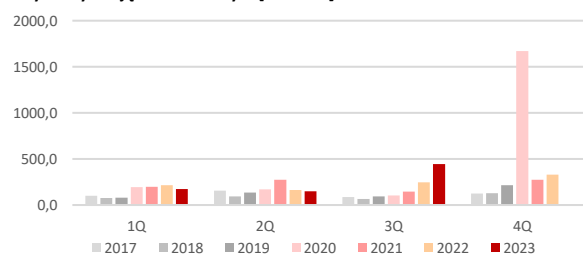
Najważniejszym darzeniem minionego kwartału dla spółki była wrześniowa premiera (26.10.2023) dodatku „Cyberpunk: Phantom Liberty”, który według naszych szacunków w samym 3Q'23 sprzedał się na poziomie 2,8 mln kopii generując 225,0 mln PLN przychodów (RED). Ponadto aktualizacja „Cyberpunk 2.0”, która pojawiła się tydzień przed wspomnianym rozszerzeniem, znacząco przywróciła zainteresowanie tym tytułem. W całym omawianym kwartale szacujemy sprzedaż „podstawki” na ok. 1,4 mln (117 mln PLN przychodów) vs 0,9 mln w 2Q'23. Według naszych kalkulacji „W3” sprzedał się w nakładzie ok. 0,9-1 mln sztuk generując 32 mln PLN przychodów.

W kwartale premiery, spółka zamortyzowała 20% kosztu produkcji tego rozszerzenia powiększonego o nieumorzony nakład na „CP” razem z wersją na konsole nowej generacji (ok. 90 mln PLN). Koszty związane z przygotowaniem marketingu do DLC „Phantom Liberty” jak i promowaniem „Cyberpunka” wyniosły 39,9 mln PLN i były wyższe o 46,8% r/r. W omawianym okresie, EBITDA spółki wyniosła 283,4 mln PLN (+90,4% r/r) i była zbliżona do naszych oczekiwań.

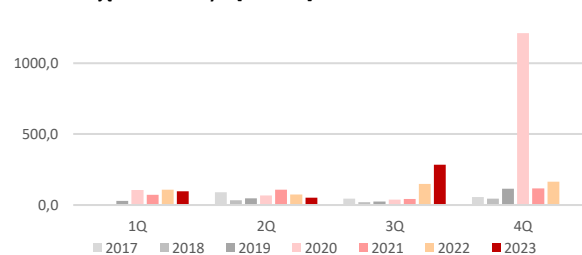
Zaskoczył nas poziom przychodów finansowych (60,4 mln PLN), co było spowodowane rozwiązaniem odpisów aktualizujących długoterminowe aktywa finansowe (Spokko = 27,3 mln PLN) oraz wyższymi różnicami kursowymi (19,5 mln PLN). Skoryg. zysk netto sięgnął w 3Q'23 175,6 mln PLN (+77,9% r/r) i był delikatnie wyższy od naszych prognoz.

Priorytetem dla spółki w 2024 r. będzie realizacja projektu „Polaris” i budowa zespołu w Ameryce dla projektu „Orion” (kontynuacja „Cyberpunka”). Wszystkie projekty przebiegają zgodnie z zaplanowanym harmonogramem. W przyszłym roku zespoły „Polaris” i „Orion” zwiększą się do 400/ 40-50 osób. Decyzja co do ewentualnej dywidendy za 2023 r. zapadnie po zamknięciu roku.

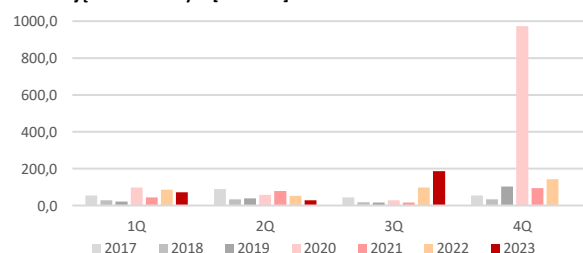
### Przychody w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



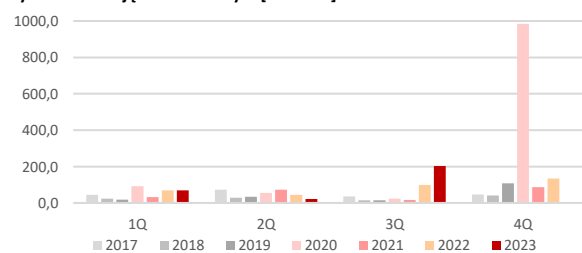
### EBITDA w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



### EBIT w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



### Zysk netto w ujęciu kwartalnym [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- Spółka w 3Q'23 wypracowała 44,7 mln PLN przychodów (+80,3% r/r), z czego CD Projekt Red wygenerował 382,0 mln PLN (+86,2% r/r), a 83,7 mln PLN Gog.com. (+90,1% r/r), co było poziomem zbliżonym do naszych oczekiwań.
- Ponad 50% przychodów w segmencie CD PROJEKT RED stanowiły przychody z dodatku, a dodatek + podstawka to ok. 90% ich wartości.
- W 3Q'23 koszty sprzedanych produktów, usług, towarów i materiałów wyniosły 143,2 mln PLN (+80,8% r/r), z czego 104,4 mln PLN dotyczy kosztów wytworzenia sprzedanych produktów (+114,8% r/r - ujmowane są tu głównie koszty amortyzacji nakładów na prace rozwojowe; 20% amortyzacji „CP” oraz „Phantom Liberty” = ok. 90 mln PLN), a 38,8 mln PLN wartości sprzedanych towarów i materiałów (+26,7% r/r).
- Koszty sprzedaży urosły o 46,8% r/r do poziomu 66,1 mln PLN. Za 39,9 mln PLN (+195% r/r) odpowiadały koszty związane z przygotowaniem marketingu do DLC „Phantom Liberty” jak i promowaniem „Cyberpunka”.
- Koszty ogólnego zarządu wyniosły 51,3 mln PLN (+90,2% r/r).
- Pozostałe przychody operacyjne wyniosły 7,4 mln PLN (z czego 4,6 mln PLN dotyczy ulgi podatkowej na innowacyjnego pracownika). Pozostałe koszty wyniosły 3,2 mln PLN.
- Przychody finansowe w omawianym okresie sięgnęły 60,4 mln PLN, z czego 27,3 mln PLN dotyczy rozwiązania odpisów aktualizujących długoterminowe aktywa finansowe (Spokko), 19,5 mln PLN nadwyżka różnic kursowych, a 10,7 mln PLN odsetki. Koszty finansowe wyniosły 13,0 mln PLN (z czego 12,7 mln PLN dotyczyło pochodnych instrumentów finansowych).
- W całym 3Q'23 spółka wypracowała 202,9 mln PLN zysku netto (+105,5% r/r), z czego CDR = 195,3 mln PLN, a Gog.com = 7,6mln PLN.
- Na koniec września'23 nakłady na prace rozwojowe sięgnęły 575,4 mln PLN (+126,0 mln PLN r/r, -24,7 mln PLN q/q z czego 70,9 mln PLN (vs 73,8 mln PLN w 2Q'23), -94,0 mln PLN amortyzacji.
- W 3Q'23 CF operacyjny wyniósł 123,3 mln PLN, CF inwestycyjny = -35,8 mln PLN (z czego 124,7 mln PLN dot. wygaśnięcia lokat, a -64,8 mln PLN nakładów na prace rozwojowe), CF finansowy = -0,7 mln PLN.
- Łączna wartość rezerw finansowych w postaci środków pieniężnych i ekwiwalentów, lokat bankowych powyżej 3 miesięcy oraz płynnych aktywów finansowych w formie nabytych obligacji skarbowych (łącznie ujętych w krótkoterminowych i długoterminowych Pozostałych aktywach finansowych) w posiadaniu grupy na dzień koniec 3Q'23 wyniosła 1,0 mld PLN (+84,0 mln PLN q/q).
- Sprzedaż „Phantom Liberty przekroczyła” 4,3 mln egzemplarzy (20% podstawki – PC + aktualna generacji konsol).
- Realizacja projektu „Polaris” jest jednym z kluczowych priorytetów na 2024 r. Budowanie zespołu w Ameryce Północnej dla „Cyberpunka” ma taki sam priorytet. CDR pracuje także nad kolejnymi projektami poza grami wideo.
- Zespół projektu „Polaris” systematycznie rośnie i na koniec minionego miesiąca liczył ok. 330 deweloperów. CDR zakłada, że ta liczba wzrośnie do ponad 400 w połowie 2024 r.
- W przyszłym roku zespół projektu „Orion” może liczyć 40-50 osób. Aktualnie w trakcie przenosin do Bostonu 10 liderów.
- Aktualnie łącznie grupa zatrudnia ok. 700 deweloperów w studiu CD Projekt Red i Molasses Flood.
- Firma szykuje się do inwestycji w gry "w skali dotąd nienotowanej w historii spółki, realizując kilka projektów jednocześnie". Decyzja co do ewentualnej dywidendy zapadnie po zamknięcia roku.
- Najbardziej zaawansowanym projektem jest „Polaris”. Każdy projekt idzie zgodnie z planem.
- Większość z aktualnego zespołu „CP” zostanie przetransferowana na inne projekty, w tym m.in. „Polaris”, część pozostanie wspierając wersję „Ultimate Edition”.
- W związku z trwającymi fazami koncepcyjnymi projektów, koszty badań w następnych okresach powinny ulec zwiększeniu (P&L).

## FINANSE I PROGNOZY

### PROGNOZA NA 4Q'23

#### Prognozy wyników na 4Q'2023 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r
Przychody	329,1	423,5	28,7%	952,6	1 191,4	25,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	265,7	292,0	9,9%	708,6	809,5	14,2%
EBITDA	164,9	235,2	42,6%	494,8	667,5	34,9%
EBITDA skoryg.*	198,3	235,2	18,6%	528,2	667,5	26,4%
EBIT	142,8	138,0	-3,4%	377,3	423,3	12,2%
Zysk brutto	127,5	141,4	10,9%	393,2	495,8	26,1%
Zysk netto	134,6	124,6	-7,5%	347,1	418,7	20,6%
Zysk netto skoryg.*	195,3	124,6	-36,2%	407,8	418,7	2,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	80,7%	68,9%		74,4%	67,9%	
Marża EBITDA	50,1%	55,5%		51,9%	56,0%	
Marża EBITDA skoryg.*	60,2%	55,5%		55,4%	56,0%	
Marża EBIT	43,4%	32,6%		39,6%	35,5%	
Marża zysku netto	40,9%	29,4%		36,4%	35,1%	
Marża zysku netto skoryg.*	59,3%	29,4%		42,8%	35,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ; \*skoryg. o odpis dotyczący projektu „Sirius” oraz wartości udziałów w Spokko

Ostatni kwartał 2023 r. dla spółki to okres dobrej sprzedaży wydanego (26.10.2023) rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz podstawowej wersji wspartej dużą aktualizacją oraz premierą wersji „Ultimate Edition” (5.12.2023). Szacujemy, że na przestrzeni 4Q'23 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 2,3/ 1,8 mln kopii, a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 335 mln PLN. Pragniemy zauważyć, iż szacowane przez nas wpływy z „Phantom Liberty” pokryły do końca 2023 r. całkowity koszt stworzenia i wydania tego rozszerzenia. Według naszych kalkulacji „W3” zanotował poprawę sprzedaży q/q do 1,1 mln/ ok. 35 mln PLN przychodów. Jednocześnie przypominamy, że w 4Q'22 wydano wersję next-gen, która przyczyniła się do blisko 3x lepszej sprzedaży w tamtym okresie vs 4Q'23.

4Q'23 był drugim i ostatnim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 20% (ok. 90 mln PLN). W związku z postępującymi pracami nad nowymi gramami (Orion, Canis Majoris, Hadar), kolejny kwartał z rzędu rosły koszty prac badawczych, które według naszych szacunków w 4Q'23 przekroczyły poziom 10 mln PLN. Ponadto znaczący wzrost q/q zanotowały wydatki związane z marketingiem i serwisowaniem „CP”. W omawianym okresie koszty związane z programem motywacyjnym sięgnęły ok. 3,3 mln PLN. Pragniemy przypomnieć, iż w wynikach 4Q'22 spółka ujęła odpis dotyczący projektu „Sirius” (33,4 mln PLN w PKO) i wartości udziałów w Spokko (27,3 mln PLN w kosztach finansowych).

W całym 4Q'23 prognozujemy 423,5 mln PLN przychodów (+28,7% r/r), z czego CDR RED odpowiadał za 374,2 mln PLN, a GOG.com za 65 mln PLN. Oczekujemy wyłączeń konsolidacyjnych na poziomie ok. -16 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 235,2 mln PLN (+18,6% r/r), EBIT równy 138,0 mln PLN (-3,4%; GOG = 3,0 mln PLN) oraz skoryg. zysk netto w okolicach 124,6 mln PLN (-34,5% r/r; GOG = 2,4 mln PLN). Biorąc pod uwagę cały rok 2023 r. oczekujemy 1,2 mld PLN przychodów (+25,1% r/r), 667,5 mln PLN EBITDA (+26,4% r/r) oraz 418,7 mln PLN zysku netto (+2,7% r/r).

**W związku z przedstawionymi przez spółkę na początku stycznia'24 liczbami dotyczącymi sprzedaży „Phantom Liberty”, przychody nie powinny stanowić większego zaskoczenia. Rozczarować natomiast może wysoki poziom kosztów sprzedaży, który według naszych szacunków wzrósł q/q o ok. 50%, przez co reakcja na wyniki może być negatywna.**

**Priorytetem dla spółki w 2024 r.** będzie realizacja projektu „Polaris” i budowa zespołu w Ameryce dla projektu „Orion” (kontynuacja „Cyberpunka”). Wszystkie projekty przebiegają zgodnie z zaplanowanym harmonogramem. W przyszłym roku zespoły „Polaris” i „Orion” zwiększą się do 400/ 80 osób. Na 2024 r. planowane jest wejście projektu „Polaris” do fazy produkcyjnej.

**Program motywacyjny** – zarząd spółki wnioskuje do akcjonariuszy o wyznaczenie tzw. warunku wynikowego w programie motywacyjnym na lata 2024-27 w kwocie 3mld PLN (NWZ zwołane na 20 lutego 2024 roku).

**Dywidenda** - decyzja co do ewentualnej dywidendy za 2023 r. zapadnie po zamknięciu roku.

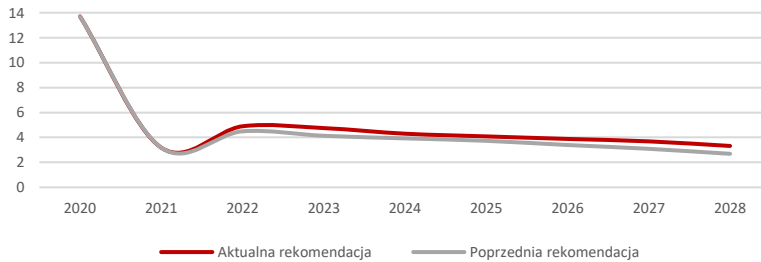
**Ugoda** – pod koniec 2023 r. sąd okręgowy dla Centralnej Kalifornii wstępnie zatwierdził ugodę w sprawie z pozwu zbiorowego amerykańskich inwestorów przeciwko spółce. Jej warunki strony uzgodniły już ponad rok temu, w grudniu 2021 r. Spółka zgodziła się na zapłatę 1,85 mln USD w zamian za całkowite wycofanie się powodów z jakichkolwiek roszczeń wobec CD Projektu i członków jego zarządu. Część uzgodnionej kwoty zostanie pokryta przez ubezpieczyciela.

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

### „Cyberpunk 2077”

Wydane na przestrzeni 3Q'23 rozszerzenie „Phantom Liberty” wraz z dużymi aktualizacjami do „Cyberpunk 2077” znacząco poprawiającymi jakość gry (93% pozytywnych z ostatnich 30 dni), przełożyło się na lepszą od naszych oczekiwań sprzedaż tych produktów, jak i skłoniło nas do rewizji w górę prognozowanego przez nas ogona sprzedażowego tego IP. Dodatkowo, grudniowa premiera wersji „Ultimate Edition” przyczyniła się do podniesienia średniej ceny gry, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wyższych wpływach z każdej sprzedanej sztuki.

#### Sprzedaż CP2077 - aktualna rekomendacja vs poprzednia [mln kopii]



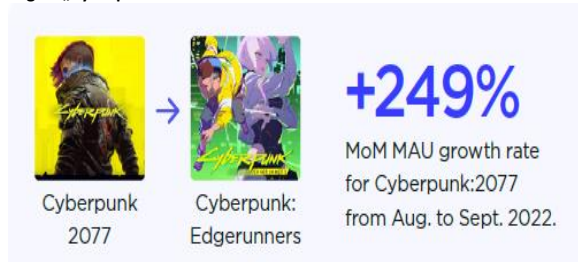
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przypominamy o zapowiedzianych inicjatywach spółki dotyczących rozszerzania posiadanych IP o nowe kanały. Pragniemy zauważyć, jak duży wpływ na sprzedaż aktualnego portfela gier miały wcześniejsze, podobne działania. Dla przykładu, wydany we wrześniu'22 serial „Cyberpunk: Edgerunners” podniósł MAU w „Cyberpunk 2077” o ponad 249%, a sprzedaż tej gry (według naszych obliczeń) na przestrzeni 3Q-4Q'22 wzrosła o ok. 54% vs 1H'22 i ponad 42% vs 2H'21. Innym przykładem był debiutujący pod koniec grudnia 2019 r. serial „Wiedźmin”, który znacząco podniósł monetyzację „W3” w kwartale premiery i kolejnych miesiącach.

Zwracamy uwagę na nawiązanie współpracy z globalną wytwórnią Anonymous Content (znana z produkcji takich dzieł jak „Zjawa” czy serial „True Detective”), której celem jest stworzenie produkcji live-action w uniwersum „Cyberpunka”. Projekt aktualnie znajduje się na wczesnym etapie rozwoju.

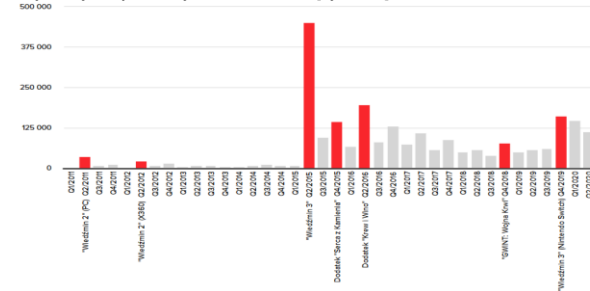
W naszym modelu zakładamy, że wspomniane inicjatywy (kontynuacja serialu „Cyberpunk: Edgerunners”, nowa produkcja filmowa) okażą się dodatkowym czynnikiem pobudzającym sprzedaż „Cyberpunka” w latach 2024-2026.

#### Wpływ serialu „Cyberpunk: Edgerunners” na wzrost ilości użytkowników w grze „Cyberpunk 2077”



Źródło: Newzoo

#### Przychody ze sprzedaży „Wiedźmina 3” [tys. PLN]



Źródło: CD Projekt raport za 1H'20

### Wyniki 2024 r. pod znakiem spadających przychodów i istotnych obciążeń kosztami R&D

Oczekujemy, że rok 2024 r. będzie okresem wyężonej pracy nad nowymi projektami. W 1H'24 liczymy się z istotnym wzrostem kosztów związanych z R&D/ fazą koncepcyjną takich gier jak „Orion”, „Canis Majoris” czy „Hadar” (ok. 40 mln PLN na przestrzeni całego roku). Zakładamy, że dwa pierwsze tytuły wejdą w 2H'24 do fazy pre-produkcji, tym samym nakłady na ich tworzenie przestaną obciążać P&L i zaczną być kapitalizowane na bilansie. Spodziewamy się, że po restrukturyzacji zatrudnienia w 2H'23 (redukcja ok. 9%/ 100 pracowników), 2024 r. przyniesie niewielkie zmiany w tym obszarze. Zakładamy punktowe rozszerzanie zespołów, w szczególności o zagranicznych specjalistów, którzy dołączą do projektu „Orion”/ „Cyberpunk 2”. Oczekujemy, że na przełomie 3/4Q'24 pojawi się druga część „Cyberpunk: Edgerunners”, która wspomogę spadającą sprzedaż „CP”. Zakładamy, że wyżej wspomniany tytuł będzie w stanie sprzedać się w omawianym okresie w nakładzie ok. 4,3 mln kopii, czyli ok. 9% mniej r/r. W całym 2024 r. prognozujemy spadek przychodów do ok. 847,5 mln PLN (-29 % r/r), z czego 514 mln PLN będzie stanowiło IP „CP” (-37% r/r). Na poziomie EBITDA oraz zysku netto zakładamy spadek r/r odpowiednio o 48%/43% do poziomu 347,8 mln PLN/ 237,7 mln PLN. Szacowane przez nas nakłady na tworzenie nowych gier wyniosą ok. 250 mln PLN vs ok. 270 mln PLN w 2023 r.

### Puste okienko wydawnicze 2024-2026

Premiera rozszerzenia „Phatnom Liberty” oprócz materialnego wpływu na finanse spółki, przyczyniła się do częściowej odbudowy wiary inwestorów w kompetencje studia do tworzenia wysokojakościowych gier. Przypominamy, że zaufanie to zostało nadszarpnięte premierą „CP2077” w 2020 r. Niestety aby móc ponownie skonfrontować te założenie z rzeczywistością, inwestorzy będą musieli uzbroić się w cierpliwość i poczekać prawdopodobnie do 2027 r. na kolejną dużą premierę warszawskiego studia.

W naszej poprzedniej rekomendacji, zakładaliśmy debiut pierwszej dużej produkcji „P.Sirius” w 2026 r. Jednakże, mając na uwadze perturbacje przez jakie przechodził ten projekt na początku 2023 r. (przeddefiniowanie założeń koncepcyjnych, ograniczenie zespołu), zakładamy, że czas potrzebny na stworzenie tego tytułu uległ wydłużeniu. Tym samym okienko wydawnicze tego projektu przesuwamy na 2028 r.

Pragniemy zauważyć, iż aktualny konsensus zakłada premierę kolejnej nowej gry studia w 2026 r., co jest naszym zdaniem dosyć optymistycznym scenariuszem. CD Projekt nie deklaruje się co do określonych ram czasowych debiutów prowadzonych projektów. Niemniej jednak cele programu motywacyjnego wskazują, że warszawskie studio dąży do wprowadzenia na rynek nowej gry przed zakończeniem 2026 roku. Mając na uwadze, iż „P.Polaris”, wejdzie do fazy produkcyjnej na przestrzeni 2024 r., przyjmując min. 2 lata na ten etap, jak i doliczając czas potrzebny na post-produkcję, oczekujemy tego tytułu dopiero w okolicach 2027 r. Ponadto, po pozostawiającej wiele do życzenia premierze „Cyberpunka”, spółka może poświęcić więcej czasu ostatniemu etapowi „polish’owania” i balansowania, co może spowodować przesunięcie debiutu na 2028 r. W naszym modelu nie zakładamy jednak takiego scenariusza, wierzymy, że dzięki pracom na silniku Unreal Engine 5, ostatnia faza produkcji „P.Polaris” powinna przebiegać znacznie sprawniej niż to miało miejsce na poprzedniej problematycznej technologii studia (RED Engine).

Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że kolejne trzy lata 2024-2026 r. będą okresem bez nowych gier, przy jednoczesnych wysokich nakładach kapitałowych. Warto podkreślić, że spółka pracuje nad największą w historii ilością projektów jednocześnie, co oprócz oczywistych, pozytywnych efektów takiej strategii (zagęszczenia okienka wydawniczego od 2027 r.), może się wiązać z potencjalnymi komplikacjami przy koordynacji tych projektów. Oczekując regresji sprzedaży „Cyberpunka” oraz „Wiedźmina” spodziewamy się znaczącego spadku wyników spółki w kolejnych latach. W naszych prognozach na 2023-2026 zakładamy skumulowany wynik netto na poziomie ok. 929,0 mln PLN (vs 2,0 mld PLN cel programu motywacyjnego).

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

	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody BDM</b>	<b>1 191</b>	<b>848</b>	<b>717</b>	<b>604</b>
Przychody konsensus	1 161	798	653	2 053
Różnica	3%	6%	10%	-71%
<b>EBITDA BDM</b>	<b>668</b>	<b>348</b>	<b>255</b>	<b>149</b>
EBITDA konsensus	631	365	243	970
Różnica	6%	-5%	5%	-85%
<b>Zysk netto BDM</b>	<b>419</b>	<b>238</b>	<b>177</b>	<b>96</b>
Zysk netto konsensus	423	245	209	535
Różnica	-1%	-3%	-16%	-82%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Ambitna strategia, kwestionowana realność 3 letniego cyklu wydawniczego

Doceniamy ambitne cele spółki nakreślone przy okazji ostatniej aktualizacji strategii, dotyczące skrócenia cyklu wydawniczego. Jednocześnie uważamy, że stworzenie i wydanie dwóch gier (Polaris 2 i 3), w odstępach zaledwie 3 letnich bez kompromisów co do jakości gry, będzie dla spółki dużym wyzwaniem. Oczywiście nie brakuje przykładów wśród światowych deweloperów, którzy znacząco ograniczyli cykl produkcji kolejnych części danego IP („Assasin’s Creed” – premiera średnio co 1-2 lata, gry tworzone przez kilka różnych zespołów; „Call of Duty” – premiera co roku, różne zespoły; „Battlefield” – co 2-3 lata). Mając powyższe na uwadze, podchodzimy realistycznie do okienka wydawniczego sagi Polaris, zakładając ok. 4 letnie odstępy między premierami kolejnych gier.

### Szacowany przez nas czas potrzebny na poszczególne etapy produkcji gry „CP 2077” oraz nowej sagi „Polaris” (bez fazy koncepcyjnej)

	2016	2017-1H'2019	2H'2019-2020	łącznie:
<b>„Cyberpunk 2077”</b>	FAZA PRE-PRODUKCJI	FAZA PRODUKCYJNA	FAZA POST - PRODUKCJI	
Ilość miesięcy na daną fazę	12	30	18	60 msc ok. 5 lat
<b>„P. Polaris cz.1”</b>	2H'23-1H'24 FAZA PRE-PRODUKCJI	1H/2H'24-1H/2H'26 FAZA PRODUKCYJNA	2H'26-1H'27 FAZA POST - PRODUKCJI	
Ilość miesięcy na daną fazę	od 10 do 12 msc.	24	od 10 do 12 msc.	44-48 msc. ok. 4 lat.
<b>„P. Polaris cz.2”</b>	2H'27-1Q'28 FAZA PRE-PRODUKCJI	2Q'28-2Q'30 FAZA PRODUKCYJNA	3Q30-1Q'31 FAZA POST - PRODUKCJI	
Ilość miesięcy na daną fazę	ok. 9 msc.	24	ok. 9 msc.	ok. 42 msc. ok. 3,5 roku
<b>„P. Polaris cz.3”</b>	2Q'31-4Q'31 FAZA PRE-PRODUKCJI	1Q'32-1Q'34 FAZA PRODUKCYJNA	2Q34-4Q'34 FAZA POST - PRODUKCJI	
Ilość miesięcy na daną fazę	ok. 9 msc.	24	ok. 9 msc.	42 msc. ok. 3,5 roku

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Kampania marketingowa

W ramach zaktualizowanej strategii firmy, ogłoszonej po debiucie „CP”, jednym z założeń było planowane skrócenie kampanii marketingowych, które miałyby startować bliżej daty premiery. Biorąc pod uwagę udane działania reklamowe przy okazji debiutów poprzednich gier, uważamy, że CD Projekt nie zmieni działającej taktyki i pozostanie przy podejściu długoterminowej budowy narracji. Mając na uwadze wcześniejsze praktyki spółki w tym obszarze, zakładamy, że kampania marketingowa projektu „Polaris” rozpocznie się najszybciej na przełomie 2024/25 roku (2 lata przed planowaną premierą). Dlatego uważamy, że obecnie jest za wcześnie aby rozgrywać scenariusz aprecjacji kursu pod pierwsze działania promocyjne nowej sagi Wiedźmina.

### Wysokie nakłady na produkcję i oczekiwany brak dystrybucji zysków do akcjonariuszy

Jednym z negatywnych elementów premiery rozszerzenia „Phantom Liberty” okazał się jego budżet produkcyjny sięgający 275 mln PLN, co implikuje wyższe niż zakładane przez nas wcześniej koszty utrzymania deweloperów. W rezultacie rewizji w górę ulegają prognozowane przez nas budżety produkcyjne kolejnych gier.

Obecnie w fazie pre-produkcji znajdują się dwa tytuły, tj. „Polaris” oraz „Sirius” (koszty aktywowane na bilansie). W fazie koncepcyjnej nadal pozostają takie projekty jak „Canis Majoris” (remake Wiedźmina 1), „Orion” oraz „Hadar” (koszty trafiają do P&L). Zakładamy, że w przypadku największych projektów (Polaris, Orion, Hadar), zespoły produkcyjne sięgną poziomu ok. 450-500 deweloperów (vs 550 w szczytowym punkcie nad grą „Cyberpunk 2077”).

Ze względu na kapitałochłonność projektów prowadzonych przez spółkę, nie przewidujemy dystrybucji zysków do akcjonariuszy aż do 2028 roku.

### Główne założenia co do nadchodzących gier/ dodatków CDR

Tytuł	Premiera	Budżet produkcyjny [mln PLN]	Cena [USD]	Sprzedaż w pierwszym roku od premiery [mln sztuk]
"Projekt Syriusz"	2028	ok. 235	60	5,8
"Projekt Polaris" cz.1	2027	ok. 740	70	23,1
"Projekt Polaris" cz.2	2031	ok. 780	75	25,5
"Projekt Polaris" cz.3	2034	ok. 870	-	-
"Projekt Canis Majoris"/Remake "W1"	2028	ok. 150	50	3,7
"Projekt Orion"	2029	ponad 1 mld	80	18,0
"Projekt Hadar"	2034	ok. 900	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Główne założenia

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Sprzedaż kopii (mln)</b>					
Wiedźmin 1-3	68,1	73,4	77,7	81,5	84,7
Cyberpunk 2077	22,1	26,8	31,1	35,2	39,1
Cyberpunk 2077 Widmo Wolności	0,0	5,1	7,6	9,6	11,3
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)</b>	<b>952,6</b>	<b>1 191,4</b>	<b>847,5</b>	<b>717,2</b>	<b>603,6</b>
Wiedźmin 1-3	205,8	155,1	121,8	108,7	67,3
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	472,7	816,8	513,6	399,7	341,0
Canis Majoris/remake "Wiedźmina 1"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris druga część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris trzecia część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Orion	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gog.com	188,6	232,4	190,5	183,5	180,6
<b>USD/PLN</b>	<b>4,461</b>	<b>4,202</b>	<b>4,073</b>	<b>4,114</b>	<b>4,056</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23P	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>216,1</b>	<b>161,8</b>	<b>245,5</b>	<b>329,1</b>	<b>174,8</b>	<b>150,5</b>	<b>442,7</b>	<b>423,5</b>	<b>216,2</b>	<b>196,7</b>	<b>221,8</b>	<b>212,8</b>
<b>Zysk (strata) brutto ze sprzedaży</b>	<b>168,5</b>	<b>108,1</b>	<b>166,3</b>	<b>265,7</b>	<b>120,5</b>	<b>97,5</b>	<b>299,5</b>	<b>292,0</b>	<b>163,2</b>	<b>141,9</b>	<b>156,6</b>	<b>156,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>107,2</b>	<b>73,8</b>	<b>148,8</b>	<b>164,9</b>	<b>96,6</b>	<b>52,3</b>	<b>283,4</b>	<b>235,2</b>	<b>91,2</b>	<b>72,2</b>	<b>90,7</b>	<b>93,6</b>
EBIT	85,3	52,2	97,1	142,8	71,5	27,5	186,2	138,0	65,3	46,1	64,6	67,3
Zysk brutto	91,9	61,7	112,0	127,5	80,4	40,4	233,7	141,4	71,8	52,8	71,2	74,0
<b>Zysk netto</b>	<b>68,9</b>	<b>44,8</b>	<b>98,7</b>	<b>134,6</b>	<b>69,7</b>	<b>21,6</b>	<b>202,9</b>	<b>124,6</b>	<b>63,3</b>	<b>46,5</b>	<b>62,8</b>	<b>65,2</b>
<b>Marża brutto ze sprzedaży</b>	<b>78,0%</b>	<b>66,8%</b>	<b>67,7%</b>	<b>80,7%</b>	<b>69,0%</b>	<b>64,8%</b>	<b>67,7%</b>	<b>68,9%</b>	<b>75,5%</b>	<b>72,1%</b>	<b>70,6%</b>	<b>73,7%</b>
<b>Marża EBITDA</b>	<b>49,6%</b>	<b>45,6%</b>	<b>60,6%</b>	<b>50,1%</b>	<b>55,3%</b>	<b>34,8%</b>	<b>64,0%</b>	<b>55,5%</b>	<b>42,2%</b>	<b>36,7%</b>	<b>40,9%</b>	<b>44,0%</b>
Marża EBIT	39,5%	32,2%	39,5%	43,4%	40,9%	18,3%	42,1%	32,6%	30,2%	23,4%	29,1%	31,6%
Marża zysku netto	31,9%	27,7%	40,2%	40,9%	39,9%	14,4%	45,8%	29,4%	29,3%	23,6%	28,3%	30,6%

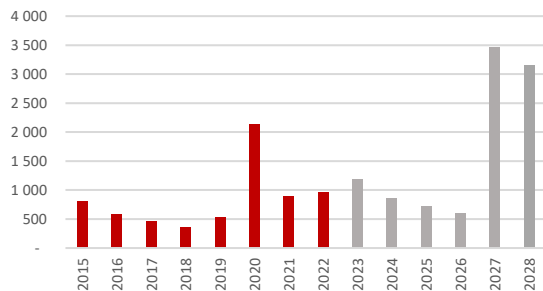
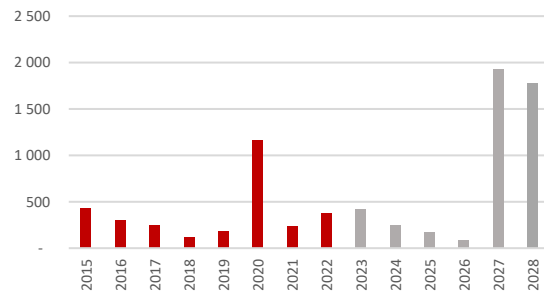
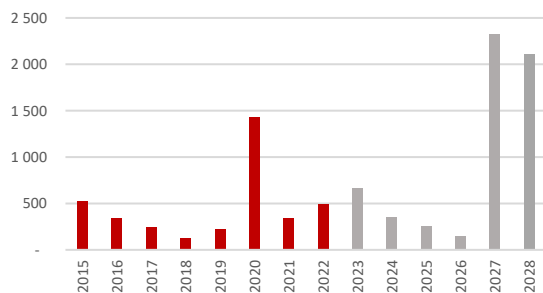
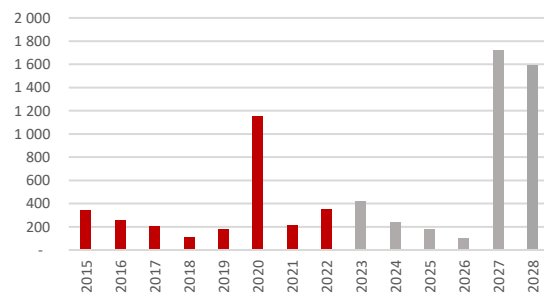
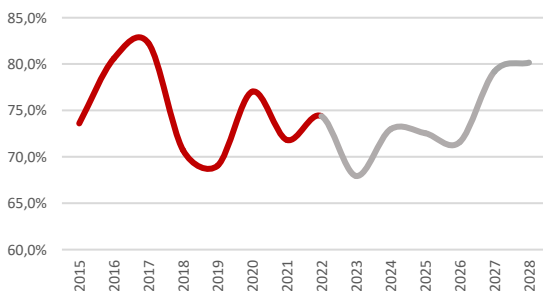
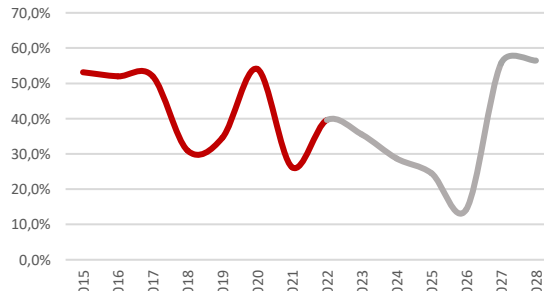
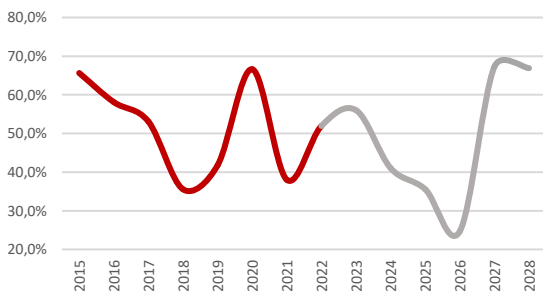
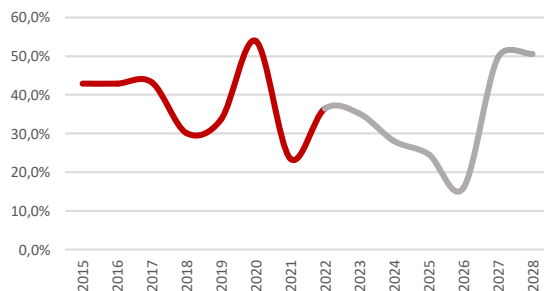
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



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

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	463,2	362,9	521,3	2 138,9	888,2	952,6	1 191,4	847,5	717,2	603,6	3 456,1	3 150,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	381,0	256,6	360,0	1 647,5	637,9	708,6	809,5	618,5	520,3	432,2	2 737,1	2 525,1
EBITDA	245,8	129,0	217,8	1 424,7	337,6	494,8	667,5	347,8	255,1	149,0	2 324,7	2 107,4
EBIT	240,9	112,4	180,3	1 157,1	232,9	377,3	423,3	243,3	176,0	86,1	1 924,5	1 778,5
Zysk brutto	247,4	123,0	189,2	1 164,9	219,1	393,2	495,8	269,8	200,5	108,9	1 948,2	1 808,4
Zysk netto	200,3	109,3	175,3	1 154,3	208,9	347,1	418,7	237,7	176,6	95,9	1 716,3	1 593,2
Marża brutto ze sprzedaży	82,3%	70,7%	69,1%	77,0%	71,8%	74,4%	67,9%	73,0%	72,6%	71,6%	79,2%	80,2%
Marża EBITDA	53,1%	35,6%	41,8%	66,6%	38,0%	51,9%	56,0%	41,0%	35,6%	24,7%	67,3%	66,9%
Marża EBIT	52,0%	31,0%	34,6%	54,1%	26,2%	39,6%	35,5%	28,7%	24,5%	14,3%	55,7%	56,5%
Marża zysku netto	43,2%	30,1%	33,6%	54,0%	23,5%	36,4%	35,1%	28,0%	24,6%	15,9%	49,7%	50,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Przychody [mln PLN]**

**EBIT [mln PLN]**

**EBITDA [mln PLN]**

**Zysk netto [mln PLN]**

**Rentowność brutto [%]**

**Rentowność EBIT [%]**

**Rentowność EBITDA [%]**

**Rentowność netto [%]**


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 16.12.2022 wynika m.in. z:

- Lepszej sprzedaży zarówno gry „Cyberpunk 2077” jak i rozszerzenia „Phantom Liberty”.
- Wyższych od naszych założeń kosztów stworzenia rozszerzenia „Phantom Liberty”, co przekłada się na podniesienie prognozowanych przez nas budżetów produkcyjnych.
- Przesunięcia premiery „P.Sirius” z 2026 r. na 2028 r., w związku z perturbacjami przez jakie przechodził ten projekt na początku 2023 r.
- Redukcji zatrudnienia oraz zmiany systemu premiowego.
- Oczekiwanych niewielkich zmian w strukturze zatrudnienia na przestrzeni 2024 r.
- Wydłużenia procesu produkcji P.Polaris cz. 2 i 3 z 3 do ok. 4 lat.
- Innego sposobu amortyzacji „Phantom Liberty” niż wcześniej zakładany przez nas.
- Umocnienia PLN względem USD i EUR.

### Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 16.12.2022 [mln PLN]

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>POPRZEDNIA REKOMENDACJA</b>					
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>894,4</b>	<b>1111</b>	<b>769,1</b>	<b>671,1</b>	<b>1239,0</b>
Wiedźmin 1-3	196	156,7	139,8	123	76,8
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	431,2	724,5	393,8	321,3	232,4
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	0	0	0	0	0
Projekt Polaris pierwsza część	0	0	0	0	0
Projekt Polaris druga część	0	0	0	0	0
Projekt Polaris trzecia część	0	0	0	0	0
Projekt Syriusz	0	0	0	0	775,7
Projekt Orion	0	0	0	0	0
Projekt Hadar	0	0	0	0	0
Gog.com	185,2	210,2	216,5	204,6	201,3
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>					
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>952,6</b>	<b>1191,4</b>	<b>847,5</b>	<b>717,2</b>	<b>603,6</b>
Wiedźmin 1-3	205,8	155,1	121,8	108,7	67,3
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	472,7	1241,6	712,7	541,5	452,5
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris druga część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Polaris trzecia część	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Orion	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Hadar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gog.com	188,6	232,4	190,5	183,5	180,6
<b>ZMIANA %</b>					
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>6,5%</b>	<b>7,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>6,9%</b>	<b>-51,3%</b>
Wiedźmin 1-3	5,0%	-1,0%	-12,8%	-11,6%	-12,3%
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	9,6%	71,4%	81,0%	68,5%	94,7%
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	-	-	-	-	-
Projekt Polaris pierwsza część	-	-	-	-	-
Projekt Polaris druga część	-	-	-	-	-
Projekt Polaris trzecia część	-	-	-	-	-
Projekt Syriusz	-	-	-	-	-100,0%
Projekt Orion	-	-	-	-	-
Projekt Hadar	-	-	-	-	-
Gog.com	1,8%	10,6%	-12,0%	-10,3%	-10,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 16.12.2022 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	769,1	847,5	10,2%	671,1	717,2	6,9%	1 239,0	603,6	-51,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	491,9	618,5	25,7%	417,9	520,3	24,5%	1014,9	432,2	-57,4%
EBITDA	310,6	347,8	12,0%	225,2	255,1	13,3%	687,9	149,0	-78,3%
EBIT	190,1	243,3	28,0%	99,6	176,0	76,7%	573,0	86,1	-85,0%
Wynik brutto	204,0	269,8	32,3%	113,4	200,5	76,8%	586,6	108,9	-81,4%
Wynik netto	179,7	237,7	32,3%	99,9	176,6	76,8%	516,8	95,9	-81,4%
marża brutto	64,0%	73,0%		62,3%	72,6%		81,9%	71,6%	
marża EBITDA	40,4%	41,0%		33,6%	35,6%		55,5%	24,7%	
marża EBIT	24,7%	28,7%		14,8%	24,5%		46,2%	14,3%	
marża netto	23,4%	28,0%		14,9%	24,6%		41,7%	15,9%	
USD/PLN	4,484	4,073	-9,2%	4,443	4,114	-7,4%	4,443	4,056	-8,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.



**DANE FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>388,3</b>	<b>679,1</b>	<b>764,2</b>	<b>905,8</b>	<b>1 120,0</b>	<b>1 243,6</b>	<b>1 431,0</b>	<b>1 759,7</b>	<b>2 208,8</b>	<b>2 334,8</b>	<b>2 584,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	19,2	105,3	105,3	115,2	145,3	178,6	206,7	234,9	263,0	291,1	319,2
Wartości niematerialne	50,2	59,8	59,8	58,4	69,2	70,3	71,1	69,5	68,0	67,3	66,6
Nakłady na prace rozwojowe	242,8	385,8	406,8	350,2	473,2	536,2	694,7	996,9	1 419,5	1 518,0	1 740,5
Wartość firmy	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	19,6	71,8	135,8	325,6	375,9	401,9	401,9	401,9	401,9	401,9	401,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>738,5</b>	<b>725,0</b>	<b>2 130,3</b>	<b>1 252,9</b>	<b>1 154,1</b>	<b>1 288,2</b>	<b>1 311,7</b>	<b>1 156,8</b>	<b>813,9</b>	<b>2 588,2</b>	<b>3 745,7</b>
Zapasy	0,3	12,9	7,0	15,9	12,7	7,1	9,5	7,7	6,8	18,5	17,2
Należności	38,7	210,3	1 275,8	238,9	223,9	324,0	214,1	164,5	150,8	456,3	461,5
Pozostałe aktywa finansowe	19,2	0,0	13,4	307,8	279,5	268,0	268,0	268,0	268,0	268,0	268,0
Inne aktywa obrotowe	21,5	19,6	106,4	13,8	22,9	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4	26,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	658,9	482,3	727,7	676,6	615,2	662,6	793,8	690,2	361,8	1 819,0	2 972,6
- w tym środki pieniężne	103,9	49,4	164,4	411,6	277,8	394,6	525,7	422,2	93,7	1 551,0	2 704,6
<b>Aktywa razem</b>	<b>1 126,8</b>	<b>1 404,1</b>	<b>2 894,5</b>	<b>2 158,7</b>	<b>2 274,1</b>	<b>2 531,8</b>	<b>2 742,7</b>	<b>2 916,5</b>	<b>3 022,7</b>	<b>4 923,0</b>	<b>6 330,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1 002,9</b>	<b>1 105,7</b>	<b>2 187,4</b>	<b>1 894,4</b>	<b>2 033,4</b>	<b>2 332,7</b>	<b>2 570,4</b>	<b>2 747,0</b>	<b>2 843,0</b>	<b>4 559,3</b>	<b>5 980,9</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>6,7</b>	<b>25,2</b>	<b>166,2</b>	<b>36,1</b>	<b>36,2</b>	<b>40,3</b>	<b>40,3</b>	<b>40,3</b>	<b>40,3</b>	<b>40,3</b>	<b>40,3</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>117,3</b>	<b>273,3</b>	<b>541,0</b>	<b>228,3</b>	<b>204,5</b>	<b>158,8</b>	<b>132,0</b>	<b>129,2</b>	<b>139,4</b>	<b>323,5</b>	<b>309,3</b>
Zobowiązania handlowe i inne	90,5	73,3	153,3	113,7	94,1	92,5	60,5	54,5	70,4	250,5	234,5
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	3,6	161,4	47,8	31,5	22,4	10,5	15,7	18,9	13,2	17,2	18,9
Pozostałe rezerwy	23,2	38,7	340,0	83,0	88,1	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8	55,8
<b>Pasywa razem</b>	<b>1 126,8</b>	<b>1 404,1</b>	<b>2 894,5</b>	<b>2 158,7</b>	<b>2 274,1</b>	<b>2 531,8</b>	<b>2 742,7</b>	<b>2 916,5</b>	<b>3 022,7</b>	<b>4 923,0</b>	<b>6 330,4</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Przychody ze sprzedaży	362,9	521,3	2 138,9	888,2	952,6	1 191,4	847,5	717,2	603,6	3 456,1	3 150,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	256,6	360,0	1 647,5	637,9	708,6	809,5	618,5	520,3	432,2	2 737,1	2 525,1
EBITDA	129,0	217,8	1 424,7	337,6	494,8	667,5	347,8	255,1	149,0	2 324,7	2 107,4
Amortyzacja	16,6	37,5	267,7	104,7	117,4	244,2	104,4	79,2	62,9	400,2	328,9
EBIT	112,4	180,3	1 157,1	232,9	377,3	423,3	243,3	176,0	86,1	1 924,5	1 778,5
Saldo działalności finansowej	10,6	8,9	7,9	-13,8	15,8	72,5	26,5	24,5	22,8	23,7	29,9
Zysk (strata) brutto	123,0	189,2	1 164,9	219,1	393,2	495,8	269,8	200,5	108,9	1 948,2	1 808,4
Zysk (strata) netto	109,3	175,3	1 154,3	208,9	347,1	418,7	237,7	176,6	95,9	1 716,3	1 593,2
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	132,6	216,7	711,7	967,8	406,0	458,7	396,4	279,9	160,8	1 959,7	1 874,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-95,0	-164,5	-106,4	-613,8	-335,6	-250,0	-291,8	-407,9	-512,0	-526,2	-578,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,7	-107,2	-91,4	-505,8	-204,2	-91,9	26,5	24,5	22,8	23,7	-141,7
Przepływy pieniężne netto	36,9	-55,0	513,9	-151,7	-133,8	116,8	131,1	-103,5	-328,4	1 457,2	1 153,6
Środki pieniężne na początek okresu	67,0	104,4	49,4	563,3	411,6	277,8	394,6	525,7	422,2	93,7	1 551,0
Środki pieniężne na koniec okresu	103,9	49,4	563,3	411,6	277,8	394,6	525,7	422,2	93,7	1 551,0	2 704,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz lokaty bankowe powyżej 3 msc.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	43,6%	310,3%	-58,5%	7,3%	25,1%	-28,9%	-15,4%	-15,8%	472,6%	-8,9%
EBITDA zmiana r/r	68,8%	554,2%	-76,3%	46,5%	34,9%	-47,9%	-26,6%	-41,6%	1460,5%	-9,3%
EBIT zmiana r/r	60,4%	541,8%	-79,9%	62,0%	12,2%	-42,5%	-27,7%	-51,1%	2135,1%	-7,6%
Zysk netto zmiana r/r	60,3%	558,4%	-81,9%	66,1%	20,6%	-43,2%	-25,7%	-45,7%	1688,9%	-7,2%
Marża brutto na sprzedaży	69,1%	77,0%	71,8%	74,4%	67,9%	73,0%	72,6%	71,6%	79,2%	80,2%
Marża EBITDA	41,8%	66,6%	38,0%	51,9%	56,0%	41,0%	35,6%	24,7%	67,3%	66,9%
Marża EBIT	34,6%	54,1%	26,2%	39,6%	35,5%	28,7%	24,5%	14,3%	55,7%	56,5%
Marża netto	33,6%	54,0%	23,5%	36,4%	35,1%	28,0%	24,6%	15,9%	49,7%	50,6%
ROE	15,9%	52,8%	11,0%	17,1%	18,0%	9,2%	6,4%	3,4%	37,6%	26,6%
ROA	12,5%	39,9%	9,7%	15,3%	16,5%	8,7%	6,1%	3,2%	34,9%	25,2%
Dług netto	-462,4	-733,8	-1 116,0	-1 073,6	-1 151,5	-1 282,6	-1 179,1	-850,6	-2 307,9	-3 461,5
Dług netto / kapitał własny	-41,8%	-33,5%	-58,9%	-52,8%	-49,4%	-49,9%	-42,9%	-29,9%	-50,6%	-57,9%
Dług netto / EBITDA	-2,1	-0,5	-3,3	-2,2	-1,7	-3,7	-4,6	-5,7	-1,0	-1,6
Dług netto / EBIT	-2,6	-0,6	-4,8	-2,8	-2,7	-5,3	-6,7	-9,9	-1,2	-1,9
EV	10 226,1	10 543,0	10 083,8	10 128,5	9 958,6	9 827,4	9 931,0	10 259,4	8 802,2	7 815,4
CAPEX / Przychody	49,2%	10,4%	20,6%	26,9%	28,0%	34,4%	56,9%	84,8%	15,2%	18,4%
CAPEX / Amortyzacja	684,2%	82,8%	175,1%	218,1%	136,5%	279,4%	515,3%	814,5%	131,5%	176,0%
Amortyzacja / Przychody	7,2%	12,5%	11,8%	12,3%	20,5%	12,3%	11,0%	10,4%	11,6%	10,4%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-49,9%	119,1%	0,6%	-8,8%	8,9%	6,3%	5,0%	-4,0%	-0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	66,0%	84,6%	-8,8%	43,6%	22,0%	34,9%	26,8%	4,8%	-6,5%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
MC/S*	20,5	5,3	12,6	11,8	9,3	13,1	15,5	18,4	3,2	3,6
P/E*	61,0	9,8	53,6	32,3	26,5	46,7	62,9	115,8	6,5	7,1
P/BV*	9,7	5,2	5,9	5,5	4,8	4,3	4,0	3,9	2,4	1,9
P/CE*	40,4	176,3	34,3	62,7	70,3	33,3	28,5	29,5	104,9	59,6
EV/EBITDA*	47,0	7,4	29,9	20,5	14,9	28,3	38,9	68,9	3,8	3,7
EV/EBIT*	56,7	9,1	43,3	26,8	23,5	40,4	56,4	119,2	4,6	4,4
EV/S*	19,6	4,9	11,4	10,6	8,4	11,6	13,8	17,0	2,5	2,5
BVPS	11,5	21,6	18,8	20,2	23,3	25,7	27,5	28,5	45,6	59,0
EPS	1,8	11,4	2,1	3,4	4,2	2,4	1,8	1,0	17,2	15,7
CEPS	2,8	0,6	3,2	1,8	1,6	3,3	3,9	3,8	1,1	1,9
Dywidenda	100,9	0,0	503,7	100,7	99,9	0,0	0,0	0,0	0,0	171,6
DPS w okresie	1,1	0,0	5,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7
Dywidenda	0,9%	0,0%	4,5%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%
Payout ratio	92,3%	0,0%	43,6%	48,2%	28,8%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 111,2 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

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

**Krzysztof Pado**  
 Zastępca Dyrektora  
 Doradca Inwestycyjny  
 tel. (032) 208 14 32  
 e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl  
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

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

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

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

**Piotr Dedećus**  
 tel. (022) 62-20-100  
 e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

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

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

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>redukuj</b>	<b>102</b>	<b>akumuluj</b>	<b>143</b>	<b>12.02.2024</b>	<b>08:45 CET</b>	<b>111,2</b>	<b>78 451</b>
akumuluj	143	redukuj	167	16.12.2022	12:50 CET	132,0	55 819
redukuj	167	kupuj	315	21.06.2021	08:00 CEST	183,9	65 989
kupuj	315	redukuj	332	11.01.2021	08:00 CEST	239,9	59 843
redukuj	332	-	-	06.05.2020	08:00 CEST	357,5	45 019

**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 wypadkowa 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'24*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
liczba	%	liczba	%
Kupuj	6 46%	0	0%
Akumuluj	3 23%	0	0%
Trzymaj	2 15%	0	0%
Redukuj	2 15%	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: 2024-02-12.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-02-12 (08:45 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-02-19 (08:45 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 instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

**Na dzień 2024-02-12:**

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.