



Dom Maklerski BDM S.A.

CD Projekt

RAPORT ANALITYCZNY

W świetle ostatnich doświadczeń zalecamy ostrożne podejście do obietnic składanych przez spółkę oraz celów zawartych w programie motywacyjnym. Pragniemy zauważyć, iż publikacja teasera oprócz wzbudzenia hype'u, niesie ze sobą potencjalne, niedoceniane obszary ryzyka, takie jak kierunek rozwoju flagowego IP. CDR stoi przed sporym wyzwaniem, jakim jest rozwój najnowszej sagi bez postaci Geralta, który w dużej mierze przyczynił się do sukcesu gier, książek czy serialu. Ponadto projekt będzie próbował sprostać oczekiwaniom zarówno zagorzałych fanów, jak i nowych graczy, co naszym zdaniem może prowadzić do pewnych kompromisów wobec pierwszej grupy. Niezadowolenie najwierniejszych fanów może być bardziej zauważalne na wczesnych etapach kampanii, co może zasiać ziarno zwątpienia również wśród inwestorów. Mając na uwadze niedoskonałości Unreal Engine 5, uważamy że nowy silnik może stanowić dla dewelopera źródło potencjalnych problemów w średnim horyzoncie. Pragniemy zauważyć, iż wiele nowych gier stworzonych przy użyciu tej technologii ma problemy z optymalizacją i przycinaniem. Naszym zdaniem doświadczenia z przeszłości nie pozwolą spółce na kompromisy w zakresie jakości, co bez ponownego złamania obietnicy dot. crunchu może wiązać się z wydłużeniem procesu produkcji. W scenariuszu, w którym nasze obawy się materializują, założony przez nas termin premiery „Wiedźmina 4” w 2027 r. może okazać się zbyt ambitny, podobnie jak daty debiutów pozostałych projektów. Zakładając pełną produkcję większości projektów oznaczałoby to okres 4 lat spadkowych wyników i mocno ujemnych przepływów pieniężnych, co prowadziłoby do znaczącego uszczuplenia rezerw gotówkowych. W konsekwencji mogłoby to wymusić trudne decyzje o wstrzymaniu prac nad mniej perspektywicznymi projektami. Mając powyższe na uwadze obniżamy nasze zalecenie z redukcji do **SPRZEDAJ**, jednocześnie podnosząc cenę docelową do poziomu 130 PLN, czyli 18% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Na ostatniej konferencji przedstawiciele spółki otwarcie zakomunikowali, że przed rozpoczęciem głównej kampanii marketingowej zamierzają stopniowo wprowadzać graczy w nową sagę, publikując informacyjne teasery. W przeciwieństwie do kampanii związanych z wcześniejszymi premierami, gdzie materiały pojawiały się niespodziewanie, tym razem spółka częściowo rezygnuje z elementu zaskoczenia. Analizując kalendarz, uważamy, że udostępnienie pierwszego zwiastuna może nastąpić w grudniu podczas TGE.

Naszym zdaniem moment ten, oprócz wzbudzenia hype'u wokół najnowszego „Wiedźmina”, niesie ze sobą potencjalne, niedoceniane obszary ryzyka, takie jak kierunek rozwoju flagowego IP. Biorąc pod uwagę to jak wysoko została zawieszona poprzeczka przez „W3” i postać Geralta (w dużej mierze przyczynił się do sukcesu gier, książek czy serialu), spółka stoi przed sporym wyzwaniem, jakim jest rozwój IP bez tak charzmatycznego bohatera. Ponadto ostatnie wypowiedzi Game Directora sagi sugerują, że projekt będzie próbował sprostać oczekiwaniom zarówno zagorzałych fanów, jak i nowych graczy, co naszym zdaniem może prowadzić do pewnych kompromisów wobec pierwszej grupy. Oczywiście takie podejście ma na celu stworzenie przestrzeni do lepszej sprzedaży, jednak niezadowolenie najwierniejszych fanów może być bardziej zauważalne na wczesnych etapach kampanii, co może zasiać ziarno zwątpienia wśród inwestorów.

Pomimo iż uważamy przejście na silnik Unreal Engine 5 za dobre rozwiązanie w długim terminie (szerszy dostęp do talentów, przyspieszenie prac nad kolejnymi projektami, skupienie na aspektach kreatywnych), to w średnim horyzoncie, przy produkcji „Wiedźmina 4”, może on stanowić źródło potencjalnych problemów. Obecna wersja Unreal Engine 5 boryka się z wieloma trudnościami. Sporo nowych gier stworzonych przy użyciu UE5 ma problemy z optymalizacją i przycinaniem (stutter struggle). Dodatkowo warto zauważyć, że rozmiar tych gier nie jest porównywalny z tym, jaki prawdopodobnie będzie prezentował „Wiedźmin 4”. Co ważne, możliwości technologii UE5 nie zostały dotąd zweryfikowane przez żadną grę z tak dużym otwartym światem, podczas gdy poprzednia wersja (UE4), została wykorzystana jedynie w kilku grach o takim rozmiarze. Oczywiście twórcy są świadomi tych niedoskonałości i współpracują z Epic Games nad poprawą technologii. Uważamy, że doświadczenia z przeszłości nie pozwolą spółce na kompromisy w zakresie jakości, co bez ponownego złamania obietnicy dot. crunchu może wiązać się z wydłużeniem procesu produkcji.

Kreślone przez nas tezy zostaną poddane pierwszej weryfikacji w najbliższych miesiącach. Uważamy, że problemy z technologią mogą się uwidocznić przy wejściu do fazy produkcji i bardziej zaawansowanych pracach na otwartym świecie. Ponadto ważnym sprawdzianem dla technologii UE5 będą nadchodzące premiery gier „Black Myth: Wukong” oraz „S.T.A.L.K.E.R. 2: Heart of Chernobyl” (opóźniona z powodu problemów technicznych). W przypadku problemów od strony technologicznej, obawy co do jakości przyszłych, dużych gier tworzonych na UE5 mogą zacząć nabierać na sile.

W scenariuszu, w którym nasze obawy się materializują, założony przez nas termin premiery „Wiedźmina 4” w 2027 r. może okazać się zbyt ambitny, podobnie jak daty debiutów pozostałych projektów. Zakładając pełną produkcję większości projektów oznaczałoby to okres 4 lat spadkowych wyników i mocno ujemnych przepływów pieniężnych (CAPEX przy pełnej produkcji 4 projektów i pre-produkcji Hadaru może sięgnąć nawet 220 mln PLN), co prowadziłoby do znaczącego uszczuplenia rezerw gotówkowych. W konsekwencji mogłoby to wymusić trudne decyzje o wstrzymaniu prac nad mniej perspektywicznymi projektami (np. eksperymentalnym „Syriuszem” bądź remakiem „W1”).

W świetle ostatnich doświadczeń zalecamy ostrożne podejście do obietnic składanych przez spółkę oraz celów zawartych w programie motywacyjnym. Przede wszystkim, po opublikowaniu teasera, należy poddać dokładnej analizie potencjał komercyjny nowej sagi „Polaris” czy odzew społeczności graczy oraz monitorować doniesienia na temat technologii UE5 i postępów prac „Wiedźmina 4” na tym silniku.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	888,2	952,6	1 230,2	855,6	796,3	635,9
EBITDA [mln PLN]	337,6	494,8	714,1	383,7	312,6	165,1
EBIT [mln PLN]	232,9	377,3	469,0	263,5	233,4	102,5
Wynik brutto [mln PLN]	219,1	393,2	538,5	328,9	289,5	149,1
Zysk netto [mln PLN]	208,9	347,1	481,1	304,2	255,1	131,4
P/BV	8,4	7,8	6,5	6,0	5,5	5,2
P/E	75,9	45,7	32,7	51,7	61,7	119,7
EV/EBITDA	43,6	29,9	20,2	37,3	46,2	90,1
EV/EBIT	63,3	39,2	30,7	54,3	61,8	145,2
DPS	5,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0
DY	3,2%	0,6%	0,6%	0,6%	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.

SPRZEDAJ

(POPZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 130 PLN

5 SIERPNI 2024, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	136
Wycena porównawcza [PLN]	103
Wycena końcowa [PLN]	130
Potencjał do spadku	18%
Koszt kapitału	12,3%
Cena rynkowa [PLN]	157,4
Kapitalizacja [mld PLN]	15,7
Ilość akcji [mln. szt.]	99,9
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	163,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	104,2
Stopa zwrotu za 3 mc	31,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	51,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	43,6%
Struktura akcjonariatu:	
Marcin Iwiński	12,9%
Michał Kiciński	10,0%
Piotr Nielubowicz	6,9%
OFE Nationale-Nederlanden	5,0%
Pozostali Akcjonariusze	65,2%

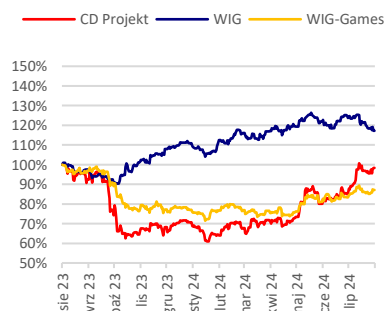
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

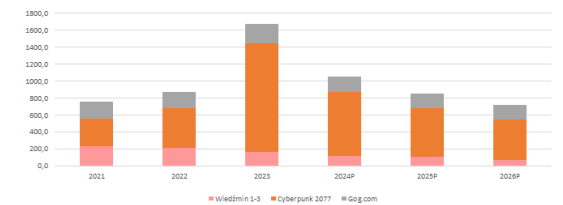
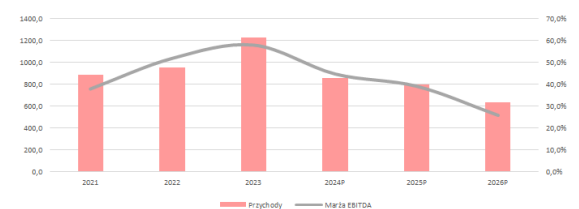
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'24	9
FINANSE I PROGNOZY.....	10
PROGNOZA NA 2Q'24.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY.....	11
„WIEDŹMIN 4”	11
UNREAL ENGINE 5 – NIE IGNORUJMY ZNAKÓW OSTRZEGAWCZYCH	12
4 LATA SPADKOWYCH WYNIKÓW I UJEMNYCH PRZEPŁYWÓW RYZYKIEM DLA MNIEJ PERSPEKTYWICZNYCH PROJEKTÓW	13
„SIRIUS” - PROJEKT OBARCZONY NAJWIĘKSZYM RYZYKIEM	14
„CANIS MAJORIS”/ W1 REMAKE – POSTĘP PRAC UZALEŻNIONY OD POLARISA	14
ZMIANA ZAŁOŻEŃ.....	16
DANE FINANSOWE	17

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	888,2	952,6	1230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	637,9	708,6	849,6	614,3	583,1	453,5	3 071,1
EBITDA	337,6	494,8	714,1	383,7	312,6	165,1	2 680,8
EBIT	232,9	377,3	469,0	263,5	233,4	102,5	2 235,7
Zysk brutto	219,1	393,2	538,5	328,9	289,5	149,1	2 268,7
Zysk netto	208,9	347,1	481,1	304,2	255,1	131,4	1 998,7
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	905,8	1 120,0	1 450,6	1 592,2	2 002,4	2 577,4	2 800,5
Rzeczowe aktywa trwałe	115,2	145,3	183,0	221,6	248,9	276,3	303,7
Wartości niematerialne	58,4	69,2	70,1	72,1	70,2	68,4	67,5
Nakłady na prace rozwojowe	350,2	473,2	527,2	653,8	1 038,5	1 588,0	1 784,5
Wartość firmy	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	325,6	375,9	613,9	588,3	588,3	588,3	588,3
Aktywa obrotowe	1 252,9	1 154,1	1 162,8	1 243,2	1 069,8	620,4	2 604,6
Zapasy	15,9	12,7	3,6	3,3	2,1	2,1	20,3
Należności	238,9	223,9	252,4	174,0	141,0	139,9	530,5
Pozostałe aktywa finansowe	307,8	279,5	362,7	426,0	426,0	426,0	426,0
Inne aktywa obrotowe	13,8	22,9	27,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	676,6	615,2	516,3	610,0	470,7	22,5	1 597,9
Aktywa razem	2 158,7	2 274,1	2 613,4	2 835,5	3 072,2	3 197,8	5 405,1
Kapitał własny	1 894,4	2 033,4	2 403,5	2 611,3	2 866,4	2 997,7	4 996,4
Zobowiązania długoterminowe	36,1	36,2	38,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Zobowiązania krótkoterminowe	228,3	204,5	171,2	188,4	170,0	164,3	372,9
Zobowiązania handlowe i inne	113,7	94,1	81,4	77,1	54,9	56,1	259,9
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	31,5	22,4	13,2	19,3	23,2	16,2	21,1
Pozostałe rezerwy	83,0	88,1	76,6	91,9	91,9	91,9	91,9
Pasywa razem	2 158,7	2 274,1	2 613,4	2 835,5	3 072,2	3 197,8	5 405,1
Dług netto	-1116,0	-1073,6	-1308,0	-1430,2	-1290,9	-842,7	-2418,1
Dług netto/ Kapitał własny	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5
Dług netto/ EBITDA	-3,3	-2,2	-1,8	-3,7	-4,1	-5,1	-0,9
Rachunek przepływu [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	967,8	406,0	610,9	433,1	293,9	142,8	2 210,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-613,8	-335,6	-607,3	-395,9	65,4	-589,4	-633,5
Przepływy z działalności finansowej	-505,8	-204,2	-103,3	-102,3	-1,7	-1,7	-1,7
Przepływy pieniężne netto	-151,7	-133,8	-99,8	-65,1	357,7	-448,2	1 575,4
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E*	75,9	45,7	32,7	51,7	61,7	119,7	7,9
P/BV*	8,4	7,8	6,5	6,0	5,5	5,2	3,1
EV/ EBITDA*	43,6	29,9	20,2	37,3	46,2	90,1	5,0
EV/EBIT*	63,3	39,2	30,7	54,3	61,8	145,2	6,0
EV/S*	16,6	15,5	11,7	16,7	18,1	23,4	3,5
MC/S*	17,8	16,6	12,8	18,4	19,7	24,7	4,1
BVPS*	18,8	20,2	24,1	26,1	28,7	30,0	50,0
EPS*	2,1	3,4	4,8	3,0	2,6	1,3	20,0
DPS (w danym roku)*	5,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0
Wskaźniki	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	-58,5%	7,3%	29,1%	-30,4%	-6,9%	-20,2%	503,9%
EBITDA zmiana r/r	-76,3%	46,5%	44,3%	-46,3%	-18,5%	-47,2%	1523,5%
EBIT zmiana r/r	-79,9%	62,0%	24,3%	-43,8%	-11,4%	-56,1%	2080,8%
Zysk netto zmiana r/r	-81,9%	66,1%	38,6%	-36,8%	-16,1%	-48,5%	1421,4%
Marża EBITDA	38,0%	51,9%	58,0%	44,8%	39,3%	26,0%	69,8%
Marża EBIT	26,2%	39,6%	38,1%	30,8%	29,3%	16,1%	58,2%
Marża netto	23,5%	36,4%	39,1%	35,6%	32,0%	20,7%	52,0%
ROE	11,0%	17,1%	20,0%	11,6%	8,9%	4,4%	40,0%
ROA	9,7%	15,3%	18,4%	10,7%	8,3%	4,1%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 157,4 PLN.

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

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


Główne założenia	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Skumulowana sprzedaż kopii [mln]					
Wiedźmin 1-3	73,4	77,7	81,5	84,7	87,3
Cyberpunk 2077	27,4	31,1	34,6	37,9	41,1
Cyberpunk 2077 Widmo Wolności	5,1	8,1	10,2	11,9	12,8
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	22,3
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
Przychody [mln PLN]	1230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9
Wiedźmin 1-3	158,8	119,3	107,0	66,3	52,1
Cyberpunk 2077 + Widmo Wolności	852,1	508,8	425,8	373,8	199,1
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	3 019,1
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
Gag.com	233,8	185,0	173,9	171,1	386,8
USD/PLN	4,202	3,989	4,051	3,998	3,998

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.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki CD Projekt opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą, której nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 136 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 103 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 13,2 mld PLN, czyli **130 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	136
Wycena porównawcza	20%	103
Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN]		130

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

Główne założenia modelu:

- W 2024 r. zakładamy spadek przychodów do ok. 855,6 mln PLN (-30% r/r), z czego za 508,8 mln PLN będzie odpowiedzialne IP „CP” (-40% r/r). W 2H'24 liczymy się z dalszym wzrostem kosztów związanych z fazą koncepcyjną takich gier jak „Orion”, „Canis Majoris” czy „Hadar”. Oczekujemy, że dwa pierwsze tytuły wejdą dopiero w 2025 do fazy pre-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. 383,7 mln PLN EBITDA (-46% r/r) oraz 304,2 mln PLN zysku netto (-37% r/r).
- W 2025 r. oczekujemy debiutu „Cyberpunk 2077” na konsolach Nintendo Switch oraz drugiego sezonu „Cyberpunk Edgerunners”. Uważamy, że oba te wydarzenia powinny znacząco przyczynić się do zmniejszenia skali spadku wyników r/r. W całym 2025 r. prognozujemy 796,3 mln PLN przychodów (-7% r/r), 312,6 mln PLN EBITDA (-19% r/r) oraz 255,1 mln PLN zysku netto (-16% r/r).
- Spodziewamy się premiery projektu „Sirius” w 2028 r. Zakładamy jego budżet w okolicach 341 mln PLN, a sprzedaż w pierwszym roku od premiery na poziomie ok. 5,6 mln kopii.
- Jeżeli chodzi o nową wiedzmińską sagę („Projekt Polaris”), oczekujemy że premiera pierwszej części będzie miała miejsce w 2027 r. (PC + konsole). Prognozowany przez nas budżet sięga ok. 842 mln PLN, a sprzedaż w pierwszym roku to ok. 22,3 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 859 mln PLN/ 963 mln PLN. Zakładamy, że sprzedaż „Polaris cz.2” w pierwszym roku wyniesie 24,6 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. 1 mld 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. 1,2 tys. osób, punktowo zwiększając zatrudnienie w USA. W latach 2025-2027 liczymy się ze wzrostem zatrudnienia o ok. 100-160 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. 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 listopada 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 13,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 136 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	855,6	796,3	635,9	3 839,9	3 552,1	5 002,6	3 087,1	6 216,6	3 376,8	2 358,8
EBIT [mln PLN]	263,5	233,4	102,5	2 235,7	1 937,5	2 765,6	1 785,1	3 700,1	1 958,6	1 009,5
Stopa podatkowa	7,5%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19,8	27,8	12,2	266,1	230,6	329,1	212,4	440,4	233,1	120,1
NOPLAT [mln PLN]	243,7	205,7	90,3	1 969,6	1 706,9	2 436,5	1 572,6	3 259,7	1 725,5	889,3
Amortyzacja [mln PLN]	120,2	79,2	62,6	445,2	403,9	805,1	362,2	761,6	393,9	319,5
CAPEX [mln PLN]	-274,5	-489,4	-637,6	-668,2	-711,3	-687,2	-702,0	-736,5	-755,0	-773,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	74,3	11,9	2,4	-205,1	-19,6	7,0	-4,7	-258,4	170,9	98,6
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]	163,8	-192,6	-482,3	1 541,4	1 379,9	2 561,4	1 228,0	3 026,5	1 535,3	533,7
DFCF [mln PLN]	162,2	-169,8	-378,5	1 076,9	858,4	1 418,6	605,6	1 328,8	600,1	185,7
Suma DFCF [mln PLN]	5 688,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	19 948,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	6 943,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	12 631,2									
Dług netto 2023 [mln PLN]*	-1 208,1									
Wartość kapitału [mln PLN]	13 839,3									
Ilość akcji [mln szt.]	101,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	136									

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

Przychody zmiana r/r	-3,7%	-3,7%	-6,9%	-20,2%	503,9%	-7,5%	40,8%	-38,3%	101,4%	-45,7%
EBIT zmiana r/r	13,1%	13,1%	-11,4%	-56,1%	2080,8%	-13,3%	42,7%	-35,5%	107,3%	-47,1%
FCF zmiana r/r	-86,2%	-	-	-	-419,6%	-10,5%	85,6%	-52,1%	146,5%	-49,3%
Marża EBITDA	44,8%	44,8%	39,3%	26,0%	69,8%	65,9%	71,4%	69,6%	71,8%	69,7%
Marża EBIT	30,8%	30,8%	29,3%	16,1%	58,2%	54,5%	55,3%	57,8%	59,5%	58,0%
Marża NOPLAT	28,5%	28,5%	25,8%	14,2%	51,3%	48,1%	48,7%	50,9%	52,4%	51,1%
CAPEX / Przychody	32,1%	32,1%	61,5%	100,3%	17,4%	20,0%	13,7%	22,7%	11,8%	22,4%
CAPEX / Amortyzacja	228,3%	228,3%	617,9%	1018,5%	150,1%	176,1%	85,4%	193,8%	96,7%	191,7%
Zmiana KO / Przychody	-8,7%	-8,7%	-1,5%	-0,4%	5,3%	0,6%	-0,1%	0,2%	4,2%	-5,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	228,3%	228,3%	20,1%	1,5%	6,4%	-6,8%	-0,5%	-0,2%	8,3%	6,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-uwzględnia wypłaconą dywidendę

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
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	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,8	148	152	157	163	169	176	183	193	203
	0,9	138	141	145	150	155	160	167	174	182
	1,0	129	132	135	139	143	147	153	158	165
	1,1	121	123	126	129	133	136	141	145	151
	1,2	114	116	118	121	124	127	130	134	139
	1,3	107	109	111	113	116	119	121	125	128
	1,4	101	103	105	107	109	111	114	116	119

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%	152	157	162	168	175	182	191	201	213
	5,5%	135	138	142	146	151	156	162	169	177
	6,5%	121	123	126	129	133	136	141	145	151
	7,5%	109	111	113	116	118	121	124	128	131
	8,5%	99	101	103	104	106	109	111	113	116
	9,5%	91	92	94	95	97	98	100	102	104
	10,5%	84	85	86	87	88	90	91	93	94

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%	207	198	189	182	176	170	165	160	156
	5,5%	178	169	162	156	151	146	142	138	135
	6,5%	155	148	142	136	132	128	125	122	119
	7,5%	136	130	125	121	117	114	111	108	106
	8,5%	122	117	112	109	105	103	100	98	96
	9,5%	110	105	101	98	96	93	91	89	88
	10,5%	100	96	92	90	87	85	84	82	81

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

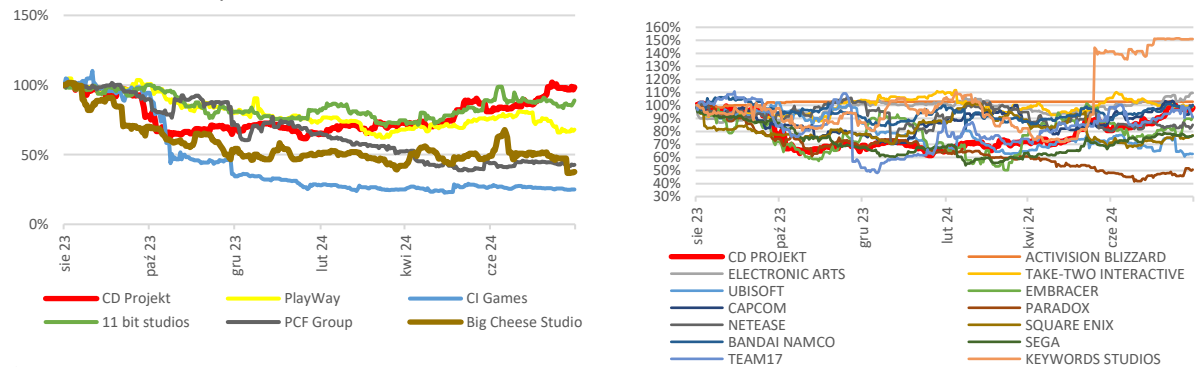
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest na światowych deweloperach gier wideo. Wycena porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **103 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 20%.

Wycena porównawcza do producentów gier wideo

	P/E					EV/EBITDA				
	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
ELECTRONIC ARTS	20,4	19,1	17,3	16,2	14,4	15,6	14,2	13,4	12,4	11,1
FRONTIER DEVELOPMENTS	65,5	57,4	19,0	16,4	15,9	40,3	36,6	15,2	12,0	9,9
TAKE-TWO INTERACTIVE	10,5	8,9	8,1	7,3	6,0	3,4	3,0	2,7	2,3	-
UBISOFT ENTERTAINMENT	12,9	7,3	6,4	5,7	5,7	4,9	4,2	3,5	3,0	2,8
EMBRACER GROUP	35,1	30,4	27,2	25,2	22,6	22,2	18,4	16,2	14,9	13,0
CAPCOM	29,4	20,4	16,0	15,2	13,1	9,8	7,2	6,7	6,1	5,4
PARADOX INTERACTIVE	16,7	17,7	17,3	16,9	14,6	6,8	6,4	5,9	6,0	-
SQUARE ENIX	7,3	7,6	9,1	18,1	6,4	5,3	5,0	5,1	6,0	2,5
NETEASE	13,3	12,1	11,0	9,9	8,8	9,5	1,9	2,8	-	-
11 BIT STUDIOS	7,3	7,6	9,1	18,1	6,4	5,3	5,0	5,1	6,0	2,5
BANDAI NAMCO	24,3	20,0	19,0	17,4	17,2	13,9	9,5	8,9	8,1	6,9
KRAFTON	16,9	15,6	14,8	11,5	10,5	11,1	9,2	8,0	5,8	4,6
SEGA SAMMY	20,6	12,0	11,7	10,6	12,8	8,9	6,5	5,5	4,9	-
TEAM17 GROUP	14,5	13,6	12,8	9,2	10,5	8,9	8,0	6,9	4,9	5,1
Mediana	16,8	14,6	13,8	15,7	11,7	9,2	6,8	6,3	6,0	5,3
CD PROJEKT	51,7	61,7	119,7	7,9	9,2	37,3	46,2	90,1	5,0	5,3
Premia/dyskonto dla CD PROJEKT	208,0%	321,7%	767,3%	-50,0%	-21,4%	304,7%	574,8%	1326,3%	-17,4%	-0,1%
Wycena wg wskaźnika	51,1	37,3	18,1	314,9	200,2	41,5	26,1	10,7	177,2	149,5
Waga roku	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]			124					81		
Waga wskaźnika			50%					50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]										103

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od sierpnia 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Poniżej przedstawiamy porównanie kapitalizacji i EV CD Projektu na tle najbliższej europejskiej porównywalnej spółki czyli Ubisoft Entertainment. Pragniemy zauważyć, iż kapitalizacja CDR jest obecnie o ok. 6 mld PLN wyższa od UBI, natomiast EV spółek dzieli niecały 1 mld PLN. Ponadto warto również zwrócić uwagę na różnicę w ilości posiadanych dużych IP (praw do tworzenia gier). W przypadku CDR jest to Wiedźmin i Cyberpunk, natomiast UBI dysponuje takimi tytułami jak: Assassin's Creed, Far Cry, Star Wars, Avatar, The Crew, Skull and Bones, Just Dance, Tom Clancy's, Prince of Persia itd.

Porównanie kapitalizacji CDR i UBI [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Porównanie EV CDR i UBI [mld PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'24

Wyniki za 1Q'2024 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	zmiana r/r	1Q'24P BDM	odchyl.	1Q'24P kons.	odchyl.
Przychody	174,8	226,8	29,8%	221,9	2,2%	229,4	-1,1%
RED	135,2	187,2	38,5%	177,8	5,3%	-	-
GOG.com	41,5	44,2	6,6%	44,1	0,2%	-	-
Wylączenia	-1,9	-4,7	140,5%	-	-	-	-
Wynik brutto ze sprzedaży	120,5	164,7	36,7%	166,4	-1,0%	-	-
EBITDA	96,6	111,2	15,2%	100,5	10,7%	104,0	6,9%
EBIT	71,5	81,3	13,6%	74,3	9,4%	75,7	7,4%
Zysk (strata) brutto	80,4	97,2	20,9%	87,8	10,7%	-	-
Zysk (strata) netto	69,7	100,1	43,6%	77,3	29,4%	75,2	33,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	69,0%	72,6%		75,0%		-	
Marża EBITDA	55,3%	49,1%		45,3%		45,3%	
Marża EBIT	40,9%	35,8%		33,5%		33,0%	
Marża zysku netto	39,9%	44,1%		34,8%		32,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W omawianym okresie przychody z segmentu RED wyniosły 187,2 mln PLN (+38,5%) i okazały się delikatnie wyższe od naszych prognoz. Nasze szacunki wskazują, że sprzedaż dodatku i „CP” w tym okresie wyniosła odpowiednio 0,9/ 1,0 mln kopii (ok. -61% q/q, - 57% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 146 mln PLN. Według naszych kalkulacji „W3” zanotował regresję sprzedaży q/q do 0,7 mln, a całe IP razem z dodatkami wypracowało ok. 28 mln PLN przychodów.

Na poziomie kosztów lekko negatywnie zaskoczył nas COGS, który wyniósł 62,1 mln PLN (+14% r/r). Koszty sprzedaży w 1Q'24 sięgnęły 31,2 mln PLN (-20% r/r), co było zgodne z naszymi przewidywaniami. Jednocześnie pozytywnie zaskoczyły nas poziome kosztów ogólnego zarządu, który wyniósł 54,4 mln PLN (+91% r/r) – z czego 20,6 mln PLN dotyczy kosztów prac badawczych (vs 20 mln PLN BDM).

Na poziomie pozostałej działalności spółka wygenerowała 2,2 mln PLN, co przekroczyło nasze założenia. W efekcie delikatnie wyższych przychodów, PDO i niższych kosztów zarządu, spółka przebiła nasze oczekiwania co do wyniku na poziomie EBITDA generując 111,2 mln PLN (+15% r/r).

Na poziomie działalności finansowej spółka wygenerowała 15,9 mln PLN (vs 13,5 mln PLN BDM), z czego przychody z odsetek sięgnęły 16,4 mln PLN. W związku z rozpoznaniem ulg R&D sporym zaskoczeniem okazał się poziom podatku (-2,9 mln PLN = 13,6 mln PLN – bieżący podatek dochodowy; -16,5 mln PLN – zmiana stanu podatku odroczonego). Całościowo na poziomie zysku netto CDR wypracował w 1Q'24 100,1 mln PLN, co stanowi wzrost r/r o 44%.

Na koniec marca'24 nakłady na prace rozwojowe sięgnęły 555,3 mln PLN (+28,1 mln PLN q/q). W 1Q'24 CF operacyjny wyniósł 181,0 mln PLN (92,2 mln PLN dot. zmiany należności), CF inwestycyjny = -234,1 mln PLN (z czego 50,3 mln PLN nakładów na prace rozwojowe vs 45,2 mln PLN w 4Q'23), CF finansowy = -1,1 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 1Q'24 wyniosła 1,4 mld PLN (+136,7 mln PLN q/q).

Dalsze prace nad ogłoszonymi projektami, rozwój zespołu studia w Bostonie i wdrażanie silnika UE5 będą kluczowymi działaniami w perspektywie najbliższych kwartałów.

Podczas konferencji inwestorskiej spółka poinformowała, iż „P.Polaris” zbliża się do końca fazy pre-produkcji, a nad tytułem pracuje ok. 407 osób (w 403 na koniec 1Q'24). Nad projektem Sirius czuwa zespół złożony z 39 deweloperów (vs 37 na koniec 1Q'24), nad Orionem 56 (vs 47 na koniec 1Q'24), natomiast nad Hadarem 20 (bez zmian). Poziom rekrutacji jest zgodny z planami na bieżący rok, według których spółka dąży do utrzymania obecnego poziomu zatrudnienia, przy czym Boston Hub pozostaje głównym obszarem rekrutacyjnym. Deweloper gier rozważa licencjonowanie IP dla projektów mobilnych. CDR planuje wypuścić trailer/ teaser trailera przed faktycznym rozpoczęciem kampanii marketingowej nowego Wiedźmina.

FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZA NA 2Q'24

Prognozy wyników na 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24P	zmiana r/r	1H'23	1H'24P	zmiana r/r
Przychody	150,5	199,2	32,4%	325,2	426,0	31,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	97,5	140,8	44,5%	218,0	305,6	40,2%
EBITDA	52,3	87,0	66,2%	148,9	198,3	33,1%
EBIT	27,5	56,9	106,6%	99,1	138,2	39,5%
Zysk brutto	40,4	74,5	84,7%	120,7	171,7	42,2%
Zysk netto	21,6	65,7	204,0%	91,3	165,7	81,6%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	64,8%	70,7%		67,0%	71,7%	
Marża EBITDA	34,8%	43,7%		45,8%	46,5%	
Marża EBIT	18,3%	28,6%		30,5%	32,4%	
Marża zysku netto	14,4%	33,0%		28,1%	38,9%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mimo licznych wyprzedaży które miały miejsce na przestrzeni minionego kwartału, oraz innych działań skierowanych na pobudzenie sprzedaży (udostępnienie darmowej wersji próbnej CP na konsole nowej generacji w dniach 28.03-01.04), 2Q'24 przyniósł dalszą regresję sprzedaży zarówno podstawowej gry „Cyberpunk 2077”, rozszerzenia „Phantom Liberty” oraz coraz bardziej starzejącego się „Wiedźmina 3”. Szacujemy, że na przestrzeni 2Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,7/ 0,6 mln kopii (ok. -22% q/q, - 40% q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 107 mln PLN. Według naszych kalkulacji „W3” dzięki dużemu zainteresowaniu podczas Steam Summer Sale spowodowanemu najgłębszą obniżką dotychczas (90%) oraz udostępnieniu narzędzia do modyfikacji gry (REDkit) zanotował progresję sprzedaży q/q (+86%) do 1,3 mln, co pozwoliło wypracować ok. 35 mln PLN przychodów.

2Q'24 był drugim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 5% (ok. 23 mln PLN). W miarę postępu prac nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) koszty badań i rozwoju nadal rosły. Nasze szacunki wskazują, że mogły one osiągnąć wartość 23 mln PLN (vs 20,6 mln PLN w 1Q'24). Spodziewamy się, że koszty sprzedaży w omawianym okresie sięgnęły ok. 30 mln PLN i były zbliżone q/q. Zakładamy, że koszty związane z programem motywacyjnym wyniosły ok. 4,1 mln PLN.

W całym 2Q'24 prognozujemy 199,2 mln PLN przychodów (+32% r/r; -12% q/q), z czego zakładamy, że CDR RED odpowiadał za 156 mln PLN, a GOG.com za 43 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 87,0 mln PLN (+66% r/r, -22% q/q), EBIT równy 57,0 mln PLN (+107% r/r i -30% q/q; GOG = 0,2 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 65,7 mln PLN (+204% r/r i -34% q/q). W związku z dalszymi postępami prac nad „P.Polaris” (powiększenie zespołu o kilka osób) zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 56 mln PLN (vs 54 mln PLN w 1Q'24).

Mimo licznych działań skierowanych na pobudzenie sprzedaży (przeceny, udostępnienie darmowej wersji próbnej CP na konsole czy nowego narzędzia do modyfikacji „W3”) 2Q'24 przyniósł dalszą regresję sprzedaży flagowych gier spółki. Natomiast postępujące prace nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) przełożyły się na dalszy wzrost kosztów badań i rozwoju, tym samym na spadek marżowości. W związku z oczekiwanym przez nas spadkiem wyniku EBITDA q/q o 22% do 87 mln PLN liczymy się z potencjalną lekko negatywną reakcją na wyniki CDR. Aktualnie zakładamy, że wyjście „P.Polaris” do fazy produkcji nastąpi w 4Q'24, tym samym podtrzymujemy nasze założenie, że gra zadebiutuje na rynku najszybciej w 2027 r. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się nastawienia inwestorów do walorów CDR będzie zapowiedź „W4”, co może mieć miejsce jeszcze w 2024 r., a co powinno pokazać jaki kierunek w rozwoju IP wybrało studio.

Prowadzone projekty:

- Polaris – gra zbliża się do końca fazy pre-produkcji, pracuje nad nią zespół złożony z 407 osób (w 403 na koniec 1Q'24), jeszcze w 2H'24 gra wejdzie w fazę produkcji.
- Orion – nad grą pracuje 56 osób (vs 47 na koniec 1Q'24).
- Sirius – 39 osób czuwa nad tym projektem (vs 37 na koniec 1Q'24).
- Hadar – zespół złożony z 20 osób (płasko vs 1Q'24).
- 96 osób działa w zespole Shared Services, który aktualnie w większości wspiera „Polaris”, a dodatkowe 13 osób zajmuje się innymi projektami.
- Remake Wiedźmina – trwają prace koncepcyjne.
- Spółka rozważa udzielenie IP podmiotom trzecim na produkcję mobilnych wersji gier.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

„Wiedźmin 4”

Teaser Wiedźmina a niedoceniane obszary ryzyka. Wysoko zawieszona poprzeczka dla kontynuacji IP.

Na ostatniej konferencji przedstawiciele spółki otwarcie zakomunikowali, że przed rozpoczęciem głównej kampanii marketingowej zamierzają stopniowo wprowadzać graczy w nową sagę, publikując informacyjne teasery. W przeciwieństwie do kampanii związanych z wcześniejszymi premierami, gdzie materiały pojawiały się niespodziewanie, tym razem spółka częściowo rezygnuje z elementu zaskoczenia. Analizując kalendarz, uważamy, że udostępnienie pierwszego zwiastuna może nastąpić w grudniu podczas TGE.

Naszym zdaniem moment ten, oprócz wzbudzenia hype’u wokół najnowszego „Wiedźmina”, niesie ze sobą potencjalne, niedoceniane obszary ryzyka, takie jak kierunek rozwoju flagowego IP. Biorąc pod uwagę to jak wysoko została zawieszona poprzeczka przez „W3” i postać Geralta (w dużej mierze przyczynił się do sukcesu gier, książek czy serialu), spółka stoi przed sporym wyzwaniem, jakim jest rozwój IP bez tak charyzmatycznego bohatera.

Pragniemy zauważyć, że w jednej z ostatnich wypowiedzi, Sebastian Kalemba (Game Director), zdradził, że saga „Polaris” będzie próbowała sprostać oczekiwaniom zarówno zagorzałych fanów, jak i nowych graczy, co naszym zdaniem może prowadzić do pewnych kompromisów wobec pierwszej grupy. Oczywiście takie podejście ma na celu stworzenie przestrzeni do lepszej sprzedaży, jednak niezadowolenie najwierniejszych fanów może być bardziej zauważalne na wczesnych etapach kampanii, co może zasiać ziarno zwątpienia wśród inwestorów.

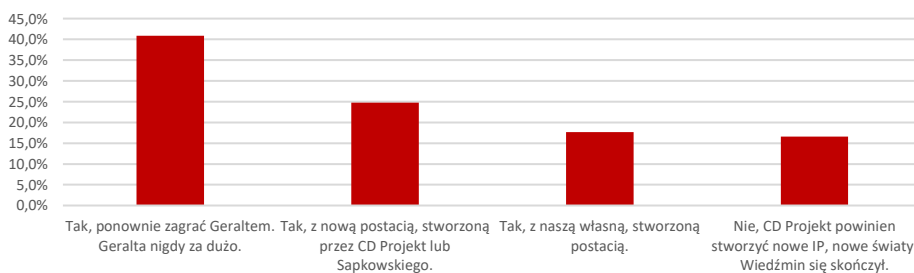
W jakim kierunku podąży Wiedźmin? Nasze oczekiwania co do rozwoju IP.

Jak już wcześniej wspomnieliśmy, uważamy, że sukces „Wiedźmina 3” w dużej mierze wynikał z budowania narracji wokół charyzmatycznego głównego bohatera. Naszym zdaniem, nie da się osiągnąć takiego poziomu immersji budując własnego bohatera. Dlatego, mimo pewnych przesłanek (medalion szkoły rysia stworzony przez Redów na potrzeby uniwersum), mamy nadzieję, że studio nie wybrało takiej ścieżki rozwoju tego IP.

Naszym zdaniem protagonistą Geralta powinien być równie charyzmatyczny bohater/ bohaterowie (droga GTA5). Spodziewamy się, że Ciri odegra ważną rolę w nowej sadze, jednakże biorąc pod uwagę oczekiwania społeczności, uważamy, że nie zostanie ona wybrana na główną postać.

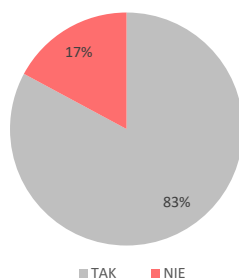
Wskazówki, które pozostawia studio (obraz zapowiadający serię/ robocza nazwa „Polaris”) naszym zdaniem wskazują, że potencjalnym regionem, w którym będzie umiejscowiona rozgrywka będzie Kovir i Poviss ([LINK](#) – więcej informacji o tym obszarze), co jednocześnie prowadzi nas na trop charyzmatycznego Wiedźmina Coëna. Uważamy, że wybór takiego protagonisty Geralta byłby pożądanym przez społeczność graczy posunięciem. Wystarczy spojrzeć na poniższą ankietę, w której zaraz po kolejnych przygodach z Geralem, gracze wybraliby rozgrywkę z nową postacią, stworzoną przez CD Projekt lub Sapkowskiego (25%/ 243 głosy).

Czy chcecie „Wiedźmina 4”? [ankieta – forums.cdprojektred.com]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., forums.cdprojektred.com

Czy zagralbyś w Wiedźmina 4, gdyby Ciri była główną bohaterką? [ankieta – Reddit]



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

W jednej z ankiet przeprowadzonej na portalu Reddit, zapytano graczy o to, czy zagraliby w „Wiedźmina 4” gdyby Ciri była główną bohaterką. Większość ankietowanych (83%) z optymizmem przyjęła ten pomysł, jednakże znalazło się też spore grono (17%), które nie było zachwycone takim kierunkiem rozwoju IP.

Exodus talentów

Pragniemy zauważyć, że studio, które stworzyło „Wiedźmina 3” i „Cyberpunk 2077” nie jest już tym samym co kiedyś. Po premierach wspomnianych gier nastąpił exodus talentów, a wielu kluczowych pracowników opuściło szeregi redów. Po debiucie „W3” z 14 kluczowych pracowników pozostało zaledwie 4, natomiast po „CP2077” z 12 pozostała połowa.

Zmiany w zatrudnieniu kluczowej kadry po premierach gier „Wiedźmin 3” i „Cyberpunk 2077”

Wiedźmin 3	Osoba	Aktualne miejsce pracy	Do kiedy w CDR	Cyberpunk 2077	Osoba	Aktualne miejsce pracy	Do kiedy w CDR
Szef studia:	Adam Badowski	CD PROJEKT	---	Reżyser gry:	Adam Badowski	CD PROJEKT	---
Producent wykonawczy:	John Mamais	Iron Golem	03.2021	Drugi reżyser i szef produkcji:	Konrad Tomasziewicz	Rebel Wolves	05.2021
Reżyser gry:	Konrad Tomasziewicz	Rebel Wolves	05.2021	Dyrektorzy projektu rozgrywki:	Grzegorz Mocarski	CD PROJEKT	---
Główny producent:	Piotr Krzywonosiuk	Techland	04.2020		Mateusz Kanik	BLANK. Game Studios	01.2022
Techniczny dyrektor artystyczny:	Krzysztof Krzyściński	Elsewhere Entertainment	03.2022	Dyrektor Fabularny:	Marcin Blacha	CD PROJEKT	---
Główny projektant rozgrywki:	Grzegorz Mocarski	CD PROJEKT	---	Dyrektor projektowania zadań:	Mateusz Tomasziewicz	Rebel Wolves	05.2021
Główny scenarzysta:	Marcin Blacha	CD PROJEKT	---	Dyrektor Lokalizacji:	Mikołaj Szwed	CD PROJEKT	---
Główny producent Questów:	Mateusz Tomasziewicz	Rebel Wolves	05.2021	Dyrektor animacji:	Sebastian Kalembe	CD PROJEKT	---
Główny artysta postaci:	Paweł Mielniczuk	CD PROJEKT	---	Dyrektor reżyserii scen:	Igor Sarzyński	CD PROJEKT	---
Reżyser animacji:	Jamie Lee Bury	Techland	02.2017	Główni producenci:	Jędrzej Mróz	BLANK. Game Studios	08.2022
Dodatkowa reżyseria:					Michał Stec	Dead Nice Studio/ UNIMA FILMS	06.2021
Reżyser gry:	Mateusz Kanik	BLANK. Game Studios	01.2022		Przemysław Wójcik	Rebel Wolves	02.2022
Główny producent:	Jędrzej Mróz	BLANK. Game Studios	08.2022				
Dyrektor kreatywny:	Sebastian Stępień	Blizzard Entertainment	12.2018				
Główny artysta postaci:	William Daly	Elsewhere Entertainment	09.2021				

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Unreal Engine 5 – nie ignorujemy znaków ostrzegawczych

Pomimo iż uważamy przejście na silnik Unreal Engine 5 za dobre rozwiązanie w długim terminie (szerszy dostęp do talentów, przyspieszenie prac nad kolejnymi projektami, skupienie na aspektach kreatywnych), to w średnim horyzoncie, przy produkcji „Wiedźmina 4”, może on stanowić źródło potencjalnych problemów. Obecna wersja Unreal Engine 5 boryka się z wieloma trudnościami. Sporo nowych gier stworzonych przy użyciu UE5 ma problemy z optymalizacją i przycinaniem (stutter struggle). Dodatkowo warto zauważyć, że rozmiar tych gier nie jest porównywalny z tym, jaki prawdopodobnie będzie prezentował „Wiedźmin 4”. Co ważne, możliwości technologii UE5 nie zostały dotąd zweryfikowane przez żadną grę z tak dużym otwartym światem, podczas gdy poprzednia wersja (UE4), została wykorzystana jedynie w kilku grach o takim rozmiarze. Oczywiście twórcy są świadomi tych niedoskonałości i współpracują z Epic Games nad poprawą technologii. Uważamy, że doświadczenia z przeszłości nie pozwolą spółce na kompromisy w zakresie jakości, co bez ponownego złamania obietnicy dot. crunchu może wiązać się z wydłużeniem procesu produkcji.

Oceny gier stworzonych przy wykorzystaniu technologii UE5

Gry stworzone na UE5	Oceny w dniu premiery
1. RoboCop: Rogue City	95%
2. Senua's Saga: Hellblade II	88%
3. Remnant 2	86%
4. TEKKEN 8	85%
5. Layers of Fear	83%
6. Immortals Of Aevum	64%
7. Banishers: Ghosts of New Eden	60%
8. Serum	52%
9. Nightingale	51%
10. Lords of the Fallen	49%
11. Deceit 2	48%
12. Ark: Survival Ascended	42%
13. Payday 3	40%
14. Redfall	30%
15. Fort Solis	25%
16. The Day Before	14%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

Prześledziliśmy większość najważniejszych zeszłorocznych i tegorocznych premier gier, które zostały stworzone przy wykorzystaniu technologii Unreal Engine 5. Średnia ocen z prezentowanych tytułów w tabeli to zaledwie 57%. Ponadto żadna z gier nie jest nawet zbliżona rozmiarami świata do tego jaki prezentował W3, czy jaki prawdopodobnie będzie w W4.

Aktualne działania w fazie pre-produkcji skupiają się prawdopodobnie na tworzeniu/ dostosowaniu narzędzi, opracowywaniu grafik koncepcyjnych, pisaniu historii, prototypowaniu postaci, środowiska itp., stąd prace na UE5 nie stanowiły dla CDR większego problemu (oprócz przetransferowania tak dużej grupy ludzi z silnika RedEngine do UE). Uważamy jednak, że najcięższy etap jest dopiero przed spółką.

Kreślone przez nas tezy zostaną poddane pierwszej weryfikacji w najbliższych miesiącach. Uważamy, że problemy z technologią mogą się uwidocznić przy wejściu do fazy produkcji i bardziej zaawansowanych pracach na otwartym świecie. Ponadto ważnym sprawdzianem dla technologii UE5 będą nadchodzące premiery gier „Black Myth: Wukong” oraz „S.T.A.L.K.E.R. 2: Heart of Chernobyl” (opóźniona z powodu problemów technicznych). W przypadku problemów od strony technologicznej, obawy co do jakości przyszłych, dużych gier tworzonych na UE5 mogą zacząć nabierać na sile.

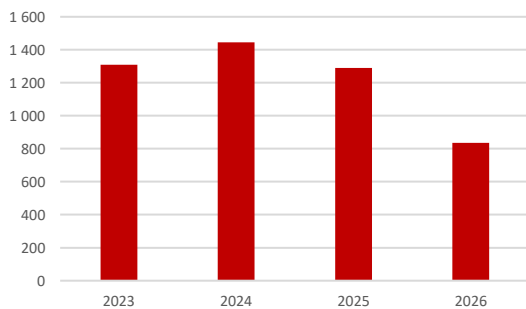
4 lata spadkowych wyników i ujemnych przepływów ryzykiem dla mniej perspektywicznych projektów

W scenariuszu, w którym wyżej nakreślone przez nas obawy się materializują, założony przez nas termin premiery „Wiedźmina 4” w 2027 r. może okazać się zbyt ambitny, podobnie jak daty debiutów pozostałych projektów. Zakładając pełną produkcję większości projektów oznaczałoby to okres 4 lat spadkowych wyników i mocno ujemnych przepływów pieniężnych (CAPEX przy pełnej produkcji 4 projektów i pre-produkcji Hadaru może sięgnąć nawet 220 mln PLN), co prowadziłoby do znaczącego uszczuplenia rezerw gotówkowych. W konsekwencji mogłoby to wymusić trudne decyzje o wstrzymaniu prac nad mniej perspektywicznymi projektami (np. eksperymentalnym „Syriuszem” bądź remakiem „W1”).

Poniżej przedstawiamy projekcje środków pieniężnych w zależności od założonego scenariusza przebiegu produkcji:

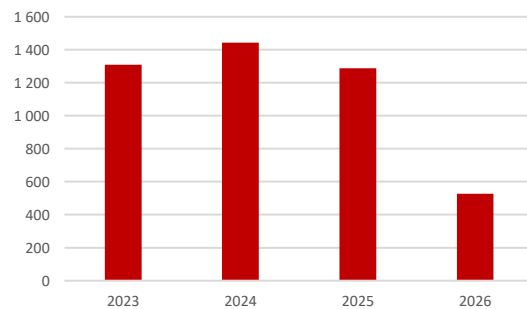
- **Scenariusz 1 (bazowy)** - zakłada premierę „Wiedźmina 4” na początku 2027 r., pełną produkcję takich gier jak: „Syriusz”, „Remake W1” oraz pre-produkcję „Cyberpunk 2”, jak i trwającą cały czas fazę koncepcyjną „Hadaru”. W takim scenariuszu na przestrzeni 2026 r. kwartały CAPEX sięga ok. 150 mln PLN, a bufor gotówkowy na koniec 2026 pozwala ze spokojem przygotować się do wydania „W4”.
- **Scenariusz 2** - zakłada premierę „Wiedźmina 4” w 2027 r., pełną produkcję takich gier jak: „Syriusz”, „Remake W1”, „Cyberpunk 2” oraz fazę pre-produkcyjną „Hadaru”. W takim scenariuszu kwartałny CAPEX w 2026 wynosi ok. 220 mln PLN. Przy takich wydatkach środki pieniężne wystarczą spółce do końca 1H’27. Biorąc pod uwagę poziom spalania gotówki CDR może rozważyć wstrzymanie prac nad mniej perspektywicznymi projektami.

Scenariusz 1 - bazowy



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

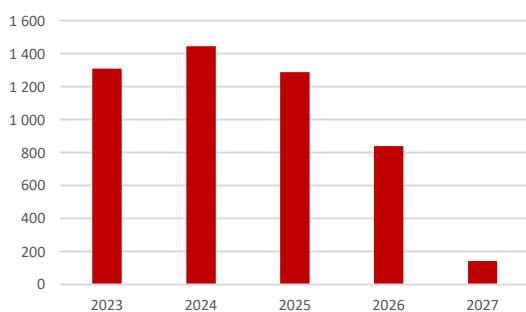
Scenariusz 2



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

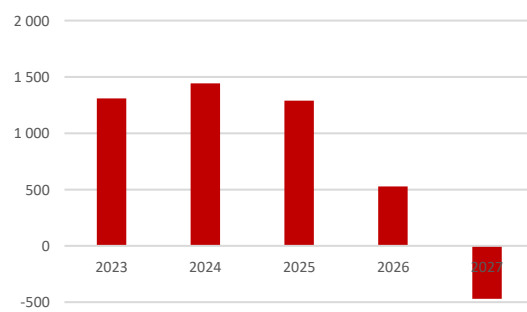
- **Scenariusz 3** - zakłada premierę „Wiedźmina 4” dopiero na początku 2028 r., pełną produkcję takich gier jak: „Syriusz”, „Remake W1” oraz pre-produkcję „Cyberpunk 2”, jak i trwającą cały czas fazę koncepcyjną „Hadaru”. W takim scenariuszu kwartałny CAPEX między 2026 a 2027 wynosi ok. 150 mln PLN, a poziom środków pieniężnych bardzo szybko topnieje, spadając do niebezpiecznych poziomów przed tak ważnym debiutem.
- **Scenariusz 4** - zakłada premierę „Wiedźmina 4” dopiero na początku 2028 r., pełną produkcję takich gier jak: „Syriusz”, Remake Wiedźmina, „Cyberpunk 2” oraz fazę pre-produkcyjną „Hadaru”. W takim scenariuszu kwartałny CAPEX między 2026 a 2027 wynosi ok. 220 mln PLN, a poziom środków pieniężnych wystarcza zaledwie do końca 1H’27.

Scenariusz 3



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 4



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W świetle ostatnich doświadczeń zalecamy ostrożne podejście do obietnic składanych przez spółkę oraz celów zawartych w programie motywacyjnym, a także nielekceważenie znaków ostrzegawczych m.in. dotyczących technologii Unreal Engine. Przede wszystkim uważamy, że po opublikowaniu teasera, należy poddać dokładnej analizie potencjał komercyjny nowej sagi „Polaris” czy odzew społeczności graczy oraz monitorować doniesienia na temat technologii UE5 i postępów prac „Wiedźmina 4” na tym silniku.

„Sirius” - projekt obciążony największym ryzykiem

Doceniamy działania spółki, w kontekście szukania nowych ścieżek. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż The Molasses Flood nie posiada kompetencji tworzenia rozbudowanych gier RPG. Stąd oczekujemy, że wyznacznikiem kierunku dla tego projektu jest poprzednia gra studia czyli „Drake Hollow”.

Nad projektem Syriusz pracuje obecnie około 39 osób, a gra znajduje się w fazie pre-produkcji. Wygląda na to, że spółka prawdopodobnie ograniczyła zakres gry i traktuje ten projekt raczej jako eksperyment.

Mimo iż projekt napotkał największe trudności pod koniec 2022 roku, uważamy, że nakreślona przez nas wyżej wizja może w przyszłości zmusić spółkę do podjęcia trudnych decyzji, w tym wstrzymania prac nad eksperymentalnymi projektami. W takim scenariuszu zespół The Molasses Flood może zostać przeniesiony m.in. do pracy nad rozwojem elementów multiplayer w „Cyberpunk 2”. W realizacji takiego przebiegu wydarzeń może pomóc fakt, że obie ekipy działają w tym samym biurze w Bostonie.

„Canis Majoris”/ W1 remake – postęp prac uzależniony od Polarisa

Pragniemy zauważyć, że do premiery „The Thaumaturge” zdecydowana większość zespołu była zaangażowana w projekt wydawniczy od 11 bit studios. Początkowe prace nad „Canis Majoris” skupiały się na analizie pierwotnej wersji w celu określenia obszarów wymagających gruntownego odnowienia oraz tych, które nadal są aktualne. Priorytetem dla dewelopera jest naprawa funkcji, które przestały działać prawidłowo niemal dwie dekady po premierze.

Uważamy, że tworzenie projektu z dużym, otwartym światem dla tak małego zespołu (mimo doświadczonych osób) może okazać się sporym wyzwaniem. Remake będzie wykorzystywał narzędzia wytworzone przy produkcji „Polarisa”, co oznacza, że postęp prac będzie zależny od postępów nad nowym „Wiedźminem”. W związku z tym, potencjalne problemy przy głównej produkcji spółki mogą wpływać na postęp prac nad innymi projektami w tym remakiem „W1”.

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

	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody BDM	856	796	636	3 840
Przychody konsensus	834	682	1 368	2 985
Różnica	3%	17%	-54%	29%
EBITDA BDM	384	313	165	2 681
EBITDA konsensus	385	280	644	1 951
Różnica	0%	12%	-74%	37%
Zysk netto BDM	304	255	131	1 999
Zysk netto konsensus	277	172	571	1 368
Różnica	10%	48%	-77%	46%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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. 341	60	5,6
„Projekt Polaris” cz.1	2027	ok. 842	80	22,3
„Projekt Polaris” cz.2	2031	ok. 859	80	24,6
„Projekt Polaris” cz.3	2034	ok. 963	-	-
„Projekt Canis Majoris” /Remake „W1”	2028	ok. 150	60	3,7
„Projekt Orion”	2029	ponad 1 mld	80	18,0
„Projekt Hadar”	2034	ponad 1 mld	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Główne założenia

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż kopii (mln)					
Wiedźmin 1-3	73,4	77,7	81,5	84,7	87,3
Cyberpunk 2077	27,4	31,1	34,6	37,9	41,1
Cyberpunk 2077 Widmo Wolności	5,1	8,1	10,2	11,9	12,8
Projekt Polaris pierwsza część	0,0	0,0	0,0	0,0	22,3
Projekt Syriusz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)	1 230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9
Wiedźmin 1-3	158,8	119,3	107,0	66,3	52,1
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	852,1	508,8	425,8	373,8	199,1
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	3 019,1
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	233,8	185,0	173,9	171,1	386,8
USD/PLN	4,202	3,989	4,051	3,998	3,998

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'23	1Q'24	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	216,1	161,8	245,5	329,1	174,8	150,5	442,7	462,3	226,8	199,2	196,7	232,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	168,5	108,1	166,3	265,7	120,5	97,5	299,5	332,1	164,7	140,8	137,9	170,8
EBITDA	107,2	73,8	148,8	164,9	96,6	52,3	283,4	281,8	111,2	87,0	80,4	105,1
EBIT	85,3	52,2	97,1	142,8	71,5	27,5	186,2	183,7	81,3	56,9	50,4	74,9
Zysk brutto	91,9	61,7	112,0	127,5	80,4	40,4	233,7	184,1	97,2	74,5	66,2	91,0
Zysk netto	68,9	44,8	98,7	134,6	69,7	21,6	202,9	187,0	100,1	65,7	58,3	80,2
Marża brutto ze sprzedaży	78,0%	66,8%	67,7%	80,7%	69,0%	64,8%	67,7%	71,8%	72,6%	70,7%	70,1%	73,3%
Marża EBITDA	49,6%	45,6%	60,6%	50,1%	55,3%	34,8%	64,0%	60,9%	49,1%	43,7%	40,9%	45,1%
Marża EBIT	39,5%	32,2%	39,5%	43,4%	40,9%	18,3%	42,1%	39,7%	35,8%	28,6%	25,6%	32,2%
Marża zysku netto	31,9%	27,7%	40,2%	40,9%	39,9%	14,4%	45,8%	40,4%	44,1%	33,0%	29,6%	34,4%

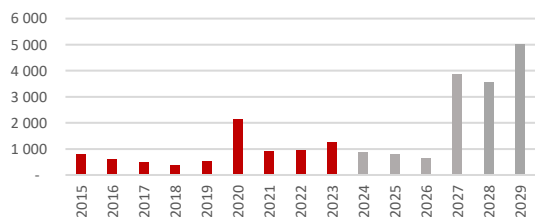
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

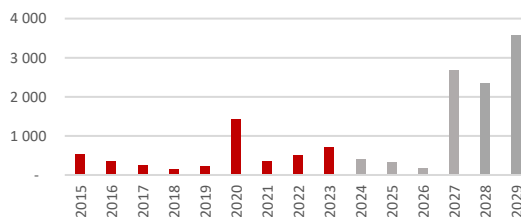
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	362,9	521,3	2 138,9	888,2	952,6	1 230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9	3 552,1	5 002,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	256,6	360,0	1 647,5	637,9	708,6	849,6	614,3	583,1	453,5	3 071,1	2 770,3	3 833,2
EBITDA	129,0	217,8	1 424,7	337,6	494,8	714,1	383,7	312,6	165,1	2 680,8	2 341,4	3 570,8
EBIT	112,4	180,3	1 157,1	232,9	377,3	469,0	263,5	233,4	102,5	2 235,7	1 937,5	2 765,6
Zysk brutto	123,0	189,2	1 164,9	219,1	393,2	538,5	328,9	289,5	149,1	2 268,7	1 970,7	2 798,8
Zysk netto	109,3	175,3	1 154,3	208,9	347,1	481,1	304,2	255,1	131,4	1 998,7	1 736,2	2 465,7
Marża brutto ze sprzedaży	70,7%	69,1%	77,0%	71,8%	74,4%	69,1%	71,8%	73,2%	71,3%	80,0%	78,0%	76,6%
Marża EBITDA	35,6%	41,8%	66,6%	38,0%	51,9%	58,0%	44,8%	39,3%	26,0%	69,8%	65,9%	71,4%
Marża EBIT	31,0%	34,6%	54,1%	26,2%	39,6%	38,1%	30,8%	29,3%	16,1%	58,2%	54,5%	55,3%
Marża zysku netto	30,1%	33,6%	54,0%	23,5%	36,4%	39,1%	35,6%	32,0%	20,7%	52,0%	48,9%	49,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

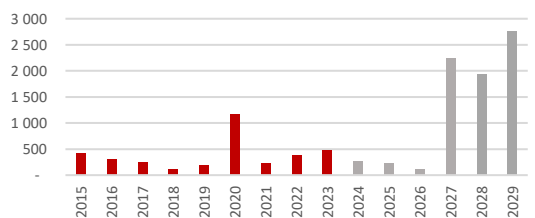
Przychody [mln PLN]



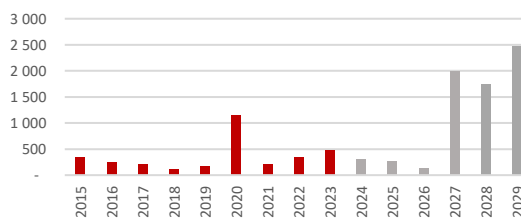
EBIT [mln PLN]



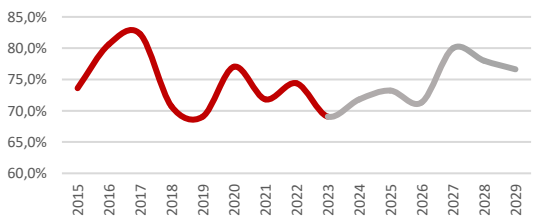
EBITDA [mln PLN]



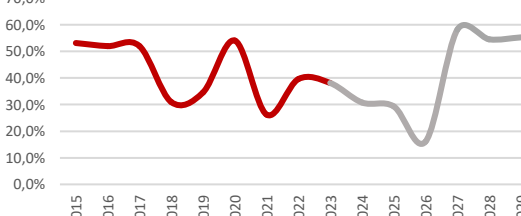
Zysk netto [mln PLN]



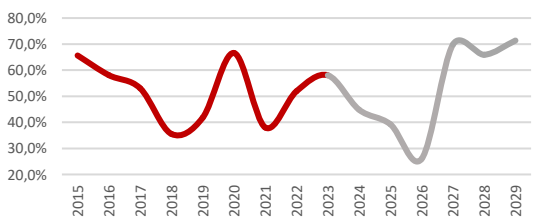
Rentowność brutto [%]



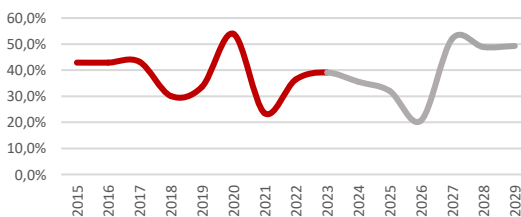
Rentowność EBIT [%]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.02.2024 wynika m.in. z:

- Niższych kosztów prowadzonych projektów w fazie koncepcyjnej.
- Przesunięcia momentu wejścia projektu „Orion” oraz „Canis Majoris” do fazy pre-produkcyjnej (z 2H’24 na 2025 r.).
- Lepszej sprzedaży IP „Cyberpunk” w związku z uwzględnieniem w 2025 r. premiery „CP” na platformach Nintendo Switch oraz drugiego sezonu „Cyberpunk Edgerunners”.
- Zwiększania skali CAPEXu (efekt wyższych nakładów na jednego dewelopera), tym samym wyższej amortyzacji w kolejnych latach.
- Podwyższenia cennika sagii „Polaris” z 70 USD do 80 USD (efekt doniesień dot. ceny GTA6) oraz „Canis Majoris” z 50 USD do 60 USD.
- Umocnienia PLN względem USD i EUR.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.02.2024 [mln PLN]

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
POPZEDNIA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	1 191,4	847,5	717,2	603,6	3 456,1
Wiedźmin 1-3	155,1	121,8	108,7	67,3	52,9
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	816,8	513,6	399,7	341,0	210,3
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	0	0	0	0	0,0
Projekt Polaris pierwsza część	0	0	0	0	2 834,5
Projekt Polaris druga część	0	0	0	0	0,0
Projekt Polaris trzecia część	0	0	0	0	0,0
Projekt Syriusz	0	0	0	0	0,0
Projekt Orion	0	0	0	0	0,0
Projekt Hadar	0	0	0	0	0,0
Gog.com	232,4	190,5	183,5	180,6	359,7
AKTUALNA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	1 230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9
Wiedźmin 1-3	158,8	119,3	107,0	66,3	52,1
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	852,1	508,8	425,8	373,8	199,1
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	3 019,1
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	233,8	185,0	173,9	171,1	386,8
ZMIANA %					
Przychody [mln PLN]	3,3%	1,0%	11,0%	5,3%	11,1%
Wiedźmin 1-3	2,4%	-2,0%	-1,6%	-1,5%	-1,5%
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	4,3%	-0,9%	6,5%	9,6%	-5,3%
Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"	-	-	-	-	-
Projekt Polaris pierwsza część	-	-	-	-	6,5%
Projekt Polaris druga część	-	-	-	-	-
Projekt Polaris trzecia część	-	-	-	-	-
Projekt Syriusz	-	-	-	-	-
Projekt Orion	-	-	-	-	-
Projekt Hadar	-	-	-	-	-
Gog.com	0,6%	-2,9%	-5,2%	-5,3%	7,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 12.02.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	847,5	855,6	1,0%	717,2	796,3	11,0%	603,6	635,9	5,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	618,5	614,3	-0,7%	520,3	583,1	12,1%	432,2	453,5	4,9%
EBITDA	347,8	383,7	10,3%	255,1	312,6	22,6%	149	165,1	10,8%
EBIT	243,3	263,5	8,3%	176	233,4	32,6%	86,1	102,5	19,1%
Wynik brutto	269,8	328,9	21,9%	200,5	289,5	44,4%	108,9	149,1	36,9%
Wynik netto	237,7	304,2	28,0%	176,6	255,1	44,4%	95,9	131,4	37,0%
marża brutto	73,00%	71,8%		72,60%	73,2%		71,60%	71,3%	
marża EBITDA	41,00%	44,8%		35,60%	39,3%		24,70%	26,0%	
marża EBIT	28,70%	30,8%		24,50%	29,3%		14,30%	16,1%	
marża netto	28,00%	35,6%		24,60%	32,0%		15,90%	20,7%	
USD/PLN	4,073	3,989	-2,1%	4,114	4,051	-1,5%	4,056	3,998	-1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	679,1	764,2	905,8	1 120,0	1 450,6	1 592,2	2 002,4	2 577,4	2 800,5	3 107,9	2 990,0
Rzeczowe aktywa trwałe	105,3	105,3	115,2	145,3	183,0	221,6	248,9	276,3	303,7	331,1	358,5
Wartości niematerialne	59,8	59,8	58,4	69,2	70,1	72,1	70,2	68,4	67,5	66,6	66,2
Nakłady na prace rozwojowe	385,8	406,8	350,2	473,2	527,2	653,8	1 038,5	1 588,0	1 784,5	2 065,4	1 920,6
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	71,8	135,8	325,6	375,9	613,9	588,3	588,3	588,3	588,3	588,3	588,3
Aktywa obrotowe	725,0	2 130,3	1 252,9	1 154,1	1 162,8	1 243,2	1 069,8	620,4	2 604,6	3 816,3	4 584,5
Zapasy	12,9	7,0	15,9	12,7	3,6	3,3	2,1	2,1	20,3	18,7	11,2
Należności	210,3	1 275,8	238,9	223,9	252,4	174,0	141,0	139,9	530,5	532,3	458,3
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	13,4	307,8	279,5	362,7	426,0	426,0	426,0	426,0	426,0	426,0
Inne aktywa obrotowe	19,6	106,4	13,8	22,9	27,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9	29,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	482,3	727,7	676,6	615,2	516,3	610,0	470,7	22,5	1 597,9	2 809,3	3 659,1
- w tym środki pieniężne	49,4	164,4	411,6	277,8	178,1	113,0	470,7	22,5	1 597,9	2 809,3	3 659,1
Aktywa razem	1 404,1	2 894,5	2 158,7	2 274,1	2 613,4	2 835,5	3 072,2	3 197,8	5 405,1	6 924,1	7 574,5
Kapitał własny	1 105,7	2 187,4	1 894,4	2 033,4	2 403,5	2 611,3	2 866,4	2 997,7	4 996,4	6 532,7	7 262,2
Zobowiązania długoterminowe	25,2	166,2	36,1	36,2	38,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8	35,8
Zobowiązania krótkoterminowe	273,3	541,0	228,3	204,5	171,2	188,4	170,0	164,3	372,9	355,6	276,4
Zobowiązania handlowe i inne	73,3	153,3	113,7	94,1	81,4	77,1	54,9	56,1	259,9	240,5	166,0
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	161,4	47,8	31,5	22,4	13,2	19,3	23,2	16,2	21,1	23,2	18,6
Pozostałe rezerwy	38,7	340,0	83,0	88,1	76,6	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9	91,9
Pasywa razem	1 404,1	2 894,5	2 158,7	2 274,1	2 613,4	2 835,5	3 072,2	3 197,8	5 405,1	6 924,1	7 574,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	521,3	2 138,9	888,2	952,6	1 230,2	855,6	796,3	635,9	3 839,9	3 552,1	5 002,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	360,0	1 647,5	637,9	708,6	849,6	614,3	583,1	453,5	3 071,1	2 770,3	3 833,2
EBITDA	217,8	1 424,7	337,6	494,8	714,1	383,7	312,6	165,1	2 680,8	2 341,4	3 570,8
Amortyzacja	37,5	267,7	104,7	117,4	245,1	120,2	79,2	62,6	445,2	403,9	805,1
EBIT	180,3	1 157,1	232,9	377,3	469,0	263,5	233,4	102,5	2 235,7	1 937,5	2 765,6
Saldo działalności finansowej	8,9	7,9	-13,8	15,8	69,5	65,4	56,1	46,6	33,0	33,2	33,1
Zysk (strata) brutto	189,2	1 164,9	219,1	393,2	538,5	328,9	289,5	149,1	2 268,7	1 970,7	2 798,8
Zysk (strata) netto	175,3	1 154,3	208,9	347,1	481,1	304,2	255,1	131,4	1 998,7	1 736,2	2 465,7
CF [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	216,7	711,7	967,8	406,0	610,9	433,1	293,9	142,8	2 210,6	2 089,3	3 240,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-164,5	-106,4	-613,8	-335,6	-607,3	-395,9	65,4**	-589,4	-633,5	-676,4	-652,5
Przepływy z działalności finansowej	-107,2	-91,4	-505,8	-204,2	-103,3	-102,3	-1,7	-1,7	-1,7	-201,5	-1 737,8
Przepływy pieniężne netto	-55,0	513,9	-151,7	-133,8	-99,8	-65,1	357,7	-448,2	1 575,4	1 211,4	849,8
Środki pieniężne na początek okresu	104,4	49,4	563,3	411,6	277,8	178,1	113,0	470,7	22,5	1 597,9	2 809,3
Środki pieniężne na koniec okresu	49,4	563,3	411,6	277,8	178,1	113,0	470,7	22,5	1 597,9	2 809,3	3 659,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz lokaty bankowe powyżej 3 msc.; **-obejmuje zamknięcie lokat powyżej 3 msc. w wysokości ok. 497 mln PLN

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	310,3%	-58,5%	7,3%	29,1%	-30,4%	-6,9%	-20,2%	503,9%	-7,5%	40,8%
EBITDA zmiana r/r	554,2%	-76,3%	46,5%	44,3%	-46,3%	-18,5%	-47,2%	1523,5%	-12,7%	52,5%
EBIT zmiana r/r	541,8%	-79,9%	62,0%	24,3%	-43,8%	-11,4%	-56,1%	2080,8%	-13,3%	42,7%
Zysk netto zmiana r/r	558,4%	-81,9%	66,1%	38,6%	-36,8%	-16,1%	-48,5%	1421,4%	-13,1%	42,0%
Marża brutto na sprzedaży	77,0%	71,8%	74,4%	69,1%	71,8%	73,2%	71,3%	80,0%	78,0%	76,6%
Marża EBITDA	66,6%	38,0%	51,9%	58,0%	44,8%	39,3%	26,0%	69,8%	65,9%	71,4%
Marża EBIT	54,1%	26,2%	39,6%	38,1%	30,8%	29,3%	16,1%	58,2%	54,5%	55,3%
Marża netto	54,0%	23,5%	36,4%	39,1%	35,6%	32,0%	20,7%	52,0%	48,9%	49,3%
ROE	52,8%	11,0%	17,1%	20,0%	11,6%	8,9%	4,4%	40,0%	26,6%	34,0%
ROA	39,9%	9,7%	15,3%	18,4%	10,7%	8,3%	4,1%	37,0%	25,1%	32,6%
Dług netto	-733,8	-1 116,0	-1 073,6	-1 308,0	-1 430,2	-1 290,9	-842,7	-2 418,1	-3 629,5	-4 479,3
Dług netto / kapitał własny	-33,5%	-58,9%	-52,8%	-54,4%	-54,8%	-45,0%	-28,1%	-48,4%	-55,6%	-61,7%
Dług netto / EBITDA	-0,5	-3,3	-2,2	-1,8	-3,7	-4,1	-5,1	-0,9	-1,6	-1,3
Dług netto / EBIT	-0,6	-4,8	-2,8	-2,8	-5,4	-5,5	-8,2	-1,1	-1,9	-1,6
EV	15 187,6	14 696,7	14 742,3	14 378,0	14 255,7	14 395,1	14 843,3	13 267,9	12 291,9	11 442,1
CAPEX / Przychody	10,4%	20,6%	26,9%	26,8%	32,1%	61,5%	100,3%	17,4%	20,0%	13,7%
CAPEX / Amortyzacja	82,8%	175,1%	218,1%	134,6%	228,3%	617,9%	1018,5%	150,1%	176,1%	85,4%
Amortyzacja / Przychody	12,5%	11,8%	12,3%	19,9%	14,1%	9,9%	9,8%	11,6%	11,4%	16,1%
Zmiana KO / Przychody	-49,9%	119,1%	0,6%	-2,8%	8,7%	1,5%	0,4%	-5,3%	-0,6%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	66,0%	84,6%	-8,8%	12,4%	19,8%	20,1%	1,5%	6,4%	-6,8%	-0,5%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	7,5	17,8	16,6	12,8	18,4	19,7	24,7	4,1	4,5	3,2
P/E*	13,8	75,9	45,7	32,7	51,7	61,7	119,7	7,9	9,2	6,5
P/BV*	7,3	8,4	7,8	6,5	6,0	5,5	5,2	3,1	2,4	2,2
P/CE*	249,6	48,6	88,8	146,7	78,5	85,3	920,6	196,9	97,3	106,1
EV/EBITDA*	10,7	43,6	29,9	20,2	37,3	46,2	90,1	5,0	5,3	3,2
EV/EBIT*	13,2	63,3	39,2	30,7	54,3	61,8	145,2	6,0	6,4	4,2
EV/S*	7,1	16,6	15,5	11,7	16,7	18,1	23,4	3,5	3,5	2,3
BVPS	21,6	18,8	20,2	24,1	26,1	28,7	30,0	50,0	64,4	71,6
EPS	11,4	2,1	3,4	4,8	3,0	2,6	1,3	20,0	17,1	24,3
CEPS	0,6	3,2	1,8	1,1	2,0	1,8	0,2	0,8	1,6	1,5
Dywidenda	0,0	503,7	100,7	99,9	99,9	0,0	0,0	0,0	199,9	1 736,2
DPS w okresie	0,0	5,0	1,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	2,0	17,1
Dyyield	0,0%	3,2%	0,6%	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	10,9%
Payout ratio	0,0%	43,6%	48,2%	28,8%	20,8%	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 157,4 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

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

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

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

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

Andrzej Wodecki
Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@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
sprzedaj	130	redukuj	102	05.08.2024	08:00 CEST	157,4	81 649
redukuj	102	akumuluj	143	12.02.2024	08:45 CET	111,2	78 451
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 (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

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

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'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	5	71%	0	0%
Akumuluj	1	14%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	14%	0	0%
Sprzedaj	1	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 dwa miesiące, 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: 2024-08-05.

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

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-08-12 (08:00 CEST).

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

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

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

Osoby, które trzymają 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 wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i 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 dwa miesiące” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-08-05:

- 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.