



Dom Maklerski BDM S.A.

Creepy Jar

RAPORT ANALITYCZNY

Mgła wokół najważniejszego obecnie projektu zaczyna stopniowo opadać. W pierwszych devlogach spółka zaprezentowała środowisko, w którym osadzona będzie najnowsza produkcja, oraz elementy base-buildingu. Natomiast w niedawno opublikowanym gameplayu ze „StarRupture” deweloper przedstawił podstawowe mechaniki takie jak strzelanie oraz elementy survivalu. Przestrzegamy przed pochopnym wyciąganiem wniosków na podstawie tego materiału. Uważamy, że podobnie jak w przypadku devlogów, publikacja miała na celu dalsze budowanie świadomości społeczności graczy na temat kluczowych elementów świata gry. Najważniejszym momentem kampanii marketingowej będzie prezentacja dłuższego gameplaya, który przedstawi pełen zakres możliwości „StarRupture”. Spodziewamy się, że nastąpi to na początku 4Q'24. Prace nad projektem przebiegają zgodnie z harmonogramem, dlatego podtrzymujemy przewidywaną datę premiery na 1Q'23 na PC. W naszej ocenie „StarRupture” jest projektem o sporym potencjale komercyjnym, który łączy ze sobą bardzo popularne gatunki gier. Wierzymy, że deweloperowi uda się wykorzystać potencjał tego projektu, dzięki czemu wejdzie on na nowy poziom generowanych wyników. Ponadto potencjalny sukces pozwoli na dywersyfikację portfela produktowego, umacniając jednocześnie pozycję spółki w hierarchii europejskich deweloperów. Dodatkowo akcentujemy atrakcyjną wycenę studia. Według naszych prognoz na 2025 rok i kolejne lata, CRJ jest handlowany z wyraźnym dyskontem względem spółek porównywalnych (adj. EV/EBITDA = 3,5x, adj. P/E = 6,4x). Mając powyższe na uwadze utrzymujemy zalecenie KUPUJ, jednocześnie obniżając cenę docelową do poziomu 621 PLN.

Mimo mieszane odbioru zaprezentowanego pod koniec sierpnia'24 gameplaya, od momentu jego publikacji gra awansowała o 44 pozycje na liście najbardziej oczekiwanych tytułów, zyskując ponad 14 tys. nowych zapisów (najwyższy przyrost od momentu uruchomienia karty na Steamie). Kluczowym momentem kampanii marketingowej będzie prezentacja dłuższego gameplaya, który przedstawi pełen zakres możliwości gry. Spodziewamy się, że nastąpi to na początku 4Q'24. Prace nad projektem przebiegają zgodnie z harmonogramem, dlatego podtrzymujemy przewidywaną datę premiery na 1Q'25 na PC.

W naszej ocenie „StarRupture” jest projektem o sporym potencjale komercyjnym, który łączy ze sobą bardzo popularne gatunki gier (survival, base building, shooter, crafting). Wierzymy, że deweloperowi uda się wykorzystać potencjał tego projektu, dzięki czemu wejdzie on na nowy poziom generowanych wyników. Ponadto potencjalny sukces „StarRupture” pozwoli na dywersyfikację portfela produktowego, umacniając jednocześnie pozycję spółki w hierarchii europejskich deweloperów.

Akcentujemy atrakcyjną wycenę warszawskiego dewelopera gier, którego obecna kapitalizacja wynosi ok. 310 mln PLN. Sytuacja finansowa spółki jest komfortowa, a jej bufor gotówkowy po wypłacie ostatniej dywidendy (9,2 mln PLN) sięga ok. 72,7 mln PLN, co stanowi blisko 1/4 aktualnej kapitalizacji. Przy założeniu sprzedaży gry „StarRupture” na poziomie 1 miliona egzemplarzy w 2025 roku, oczekujemy, że spółka osiągnie 58,4 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 48,3 mln PLN skoryg. zysku netto, przekraczając cel skoryg. zysku brutto z PM o niecałe 6 mln PLN. Pragniemy podkreślić, że według naszych prognoz CRJ jest handlowany z istotnym dyskontem względem spółek porównywalnych (adj. EV/EBITDA = 3,5x, adj. P/E = 6,4x).

Zwracamy również uwagę na tegoroczną transakcję na polskim rynku, w ramach której Krafton zainwestował ponad 10 mln PLN w Far From Home, a która implikuje wycenę wrocławskiej firmy na poziomie blisko 112 mln PLN. Pragniemy zauważyć, iż jedyny tytuł w dorobku tego studia „Forever Skies” (wydany w EA w czerwcu'23) jest gatunkowo zbliżony do „StarRupture”, a jego aktualna sprzedaż przekroczyła poziom 180 tys. sztuk. Naszym zdaniem transakcja ta pokazuje na ile branżowy inwestor jest w stanie wycenić takie IP. Ważnym wydarzeniem, w kontekście próby oceny potencjału komercyjnego najnowszej produkcji CRJ będzie premiera wersji co-op do gry „Forever Skies”, zaplanowana na jesień'24.

Podczas konferencji wynikowej za 2023 rok spółka poinformowała o trwających pracach koncepcyjnych nad grą „GH2”, co pozytywnie nas zaskoczyło. Uważamy, że dzięki wypracowanym przy okazji tworzenia GH i dodatków fundamentom i mechanikom tego świata, prace nad kolejną produkcją z tego uniwersum będą przebiegać szybciej niż nad „StarRupture”. Biorąc to pod uwagę, uważamy, że debiut sequela może nastąpić jeszcze przed końcem 2028 roku. Niemniej jednak, wolimy zachować ostrożność w naszych prognozach, zakładając premierę na początku 2029 roku.

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	46,1	54,9	37,5	29,2	76,2	70,5
EBITDA [mln PLN]	31,8	37,1	17,1	11,0	53,2	50,7
EBITDA adj. [mln PLN]	38,0	44,2	21,6	16,1	58,4	50,7
EBIT [mln PLN]	30,2	36,1	15,8	9,6	43,2	36,9
EBIT adj. [mln PLN]	36,4	43,1	20,3	14,7	48,4	36,9
Wynik brutto [mln PLN]	31,4	39,6	20,7	12,9	47,3	41,4
Zysk netto [mln PLN]	29,1	36,5	18,3	11,5	43,1	37,7
Zysk netto adj. [mln PLN]	35,3	43,5	22,8	16,6	48,3	37,7
P/BV	4,2	3,0	3,1	3,0	2,2	2,3
P/E	10,3	8,2	16,8	26,7	7,1	8,6
P/E adj.	8,5	6,9	13,5	18,5	6,4	8,6
EV/EBITDA	7,5	3,7	13,5	21,9	3,9	4,3
EV/EBITDA adj.	6,3	3,1	10,7	14,9	3,5	4,3
EV/EBIT	7,9	3,8	14,6	25,0	4,8	5,9
EV/EBIT adj.	6,6	3,2	11,3	16,3	4,3	5,9

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 621 PLN

9 WRZEŚNIA 2024, 09:50 CEST

Wycena DCF [PLN]	600
Wycena porównawcza [PLN]	672
Wycena końcowa [PLN]	621
Potencjał do wzrostu	41%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	440
Kapitalizacja [mln PLN]	310
Ilość akcji [mln. szt.]	0,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	625
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	430
Stopa zwrotu za 3 mc	-16,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-25,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20,6%
Struktura akcjonariatu:	
Venture FIZ	12,5%
Krzysztof Maciej Kwiatek	11,3%
Krzysztof Salek	11,3%
Tomasz Michał Soból	9,5%
TFI Allianz Polska	8,6%
TFI Quercus	5,8%
Pozostali Akcjonariusze	41,0%

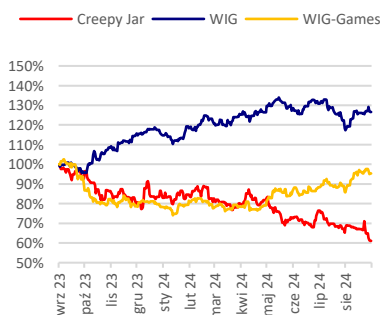
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

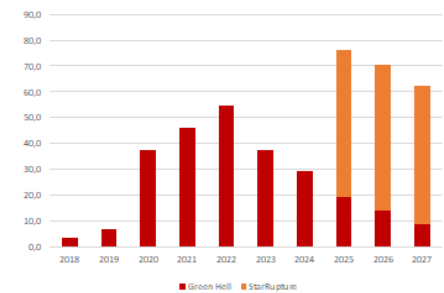
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 2Q'24	8
FINANSE I PROGNOZY	9
PROGNOZY FINANSOWE NA 2H'24.....	9
CZY „STARRUPTURE” MA SZANSĘ POWTÓRZYĆ SUKCES „GREEN HELL’A”?	10
KRAFTON – INWESTYCJA W FAR FROME HOME, PRODUCENTA „FOREVER SKIES”	12
PRACE KONCEPCYJNE NAD „GREEN HELL 2” RUSZYŁY SZYBCIEJ NIŻ ZAKŁADALIŚMY	13
CIĘŻSZY RYNEK DLA GIER INDIE ALE SURVIVAL WCIĄŻ POPULARNY.....	14
PROGNOZY NA KOLEJNE LATA	14
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	17
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

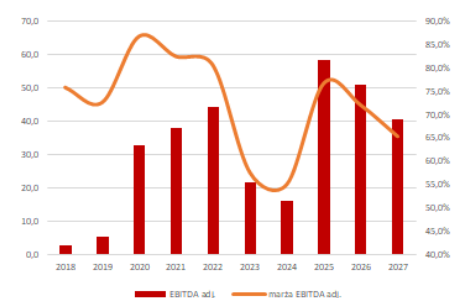
Rachunek wyników [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	46,1	54,9	37,5	29,2	76,2	70,5	62,2
Zysk brutto ze sprzedaży	30,2	36,3	16,5	9,4	43,2	36,9	26,6
EBITDA	31,8	37,1	17,1	11,0	53,2	50,7	40,6
EBITDA adj.	38,0	44,2	21,6	16,1	58,4	50,7	40,6
EBIT	30,2	36,1	15,8	9,6	43,2	36,9	26,6
EBIT adj.	36,4	43,1	20,3	14,7	48,4	36,9	26,6
Zysk brutto	31,4	39,6	20,7	12,9	47,3	41,4	31,1
Zysk netto	29,1	36,5	18,3	11,5	43,1	37,7	28,3
Zysk netto adj.	35,3	43,5	22,8	16,6	48,3	37,7	28,3
Marża brutto ze sprzedaży	65,5%	66,0%	44,0%	32,0%	56,7%	52,3%	42,8%
Marża EBITDA	68,9%	67,6%	45,5%	37,6%	69,8%	72,0%	65,3%
Marża EBITDA adj.	82,4%	80,5%	57,5%	55,0%	76,6%	72,0%	65,3%
Marża EBIT	65,5%	65,7%	42,0%	32,8%	56,7%	52,3%	42,8%
Marża EBIT adj.	78,9%	78,4%	54,0%	50,3%	63,5%	52,3%	42,8%
Marża zysku netto	63,1%	66,4%	48,9%	39,4%	56,5%	53,5%	45,5%
Marża zysku netto adj.	76,5%	79,1%	60,9%	56,8%	63,3%	53,5%	45,5%
Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	5,4	9,4	17,8	31,0	35,2	34,1	33,8
WNiP	0,9	1,6	0,8	0,6	17,3	16,1	3,7
Rzeczowe aktywa trwałe	0,7	0,6	1,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Długoterminowe rozliczenia między	3,8	7,2	15,8	28,0	15,4	15,6	27,7
Aktywa obrotowe	69,0	94,3	84,3	74,6	114,6	122,3	126,5
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności krótkoterminowe	8,8	8,1	4,9	4,9	10,7	11,0	9,0
Inwestycje krótkoterminowe	59,9	86,0	79,1	69,2	103,5	110,9	117,0
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	59,7	80,6	59,6	49,8	84,1	91,4	97,6
Krótkoterminowe rozliczenia między	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa razem	74,4	103,7	102,2	105,6	149,8	156,4	160,3
Kapitał własny	71,0	100,0	97,7	101,2	138,5	143,9	149,6
Rezerwy na zobowiązania	0,6	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania krótkoterminowe	2,5	3,4	3,8	3,6	10,4	11,6	9,9
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	74,4	103,7	102,2	105,6	149,8	156,4	160,3
Cash Flow [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	35,5	45,4	23,5	13,4	54,2	52,5	42,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,6	-84,9	56,0	-13,8	-14,1	-12,8	-13,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,2	-14,8	-25,6	-9,3	-5,8	-32,3	-22,6
Przepływy pieniężne netto	31,7	-54,3	54,0	-9,7	34,3	7,4	6,2
Środki pieniężne na początek okresu	28,0	59,7	5,5	59,4	49,8	84,1	91,4
Środki pieniężne na koniec okresu	59,7	5,5	59,4	49,8	84,1	91,4	97,6
Dynamiki [%]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	22,5%	19,0%	-31,7%	-22,1%	160,9%	-7,5%	-11,8%
EBITDA	19,3%	16,7%	-54,0%	-35,7%	385,1%	-4,7%	-20,0%
EBITDA adj.	16,4%	16,3%	-51,2%	-25,5%	263,5%	-13,2%	-20,0%
EBIT	18,4%	19,4%	-56,3%	-39,1%	350,5%	-14,7%	-27,9%
EBIT adj.	15,5%	18,3%	-53,0%	-27,5%	229,5%	-23,8%	-27,9%
Zysk netto	29,9%	25,3%	-49,7%	-37,2%	274,2%	-12,5%	-25,0%
Zysk netto adj.	24,3%	23,1%	-47,5%	-27,2%	190,6%	-21,9%	-25,0%
Wybrane dane i wskaźniki*	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
ROE	41,0%	36,5%	18,8%	11,4%	31,1%	26,2%	18,9%
ROA	39,1%	35,1%	17,9%	10,9%	28,8%	24,1%	17,6%
Dywidend	0,0%	4,9%	9,1%	3,0%	1,9%	10,0%	7,0%
DPS w okresie (PLN)	0,0	21,5	40,0	13,1	8,2	43,9	30,7
Payout ratio	-	50%	77%	50%	50%	75%	60%
P/E (x)	10,3	8,2	16,8	26,7	7,1	8,6	11,5
P/E adj. (x)	8,5	6,9	13,5	18,5	6,4	8,6	11,5
P/BV (x)	4,2	3,0	3,1	3,0	2,2	2,3	2,2
EV/EBIT (x)	7,9	3,8	14,6	25,0	4,8	5,9	7,9
EV/EBIT adj. (x)	6,6	3,2	11,3	16,3	4,3	5,9	7,9
EV/EBITDA (x)	7,5	3,7	13,5	21,9	3,9	4,3	5,2
EV/EBITDA adj. (x)	6,3	3,1	10,7	14,9	3,5	4,3	5,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 440 PLN.

CRJ - udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln PLN]



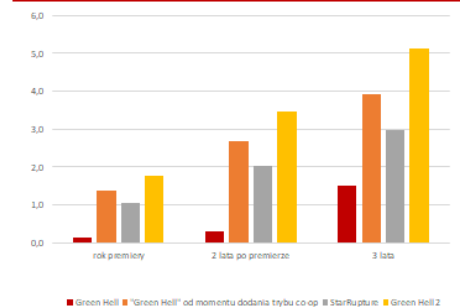
CRJ - EBITDA adj./ marża EBITDA [mln PLN, %]



CRJ - dane dotyczące poszczególnych tytułów

Tytuł	Cena (USD)			
	EA	Premiera	Data EA	Data premiery
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19
"StarRapture"	29,99	34,99	1Q'25	1Q'26
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2029	2030

CRJ - II. sprzedaż gier w poszczególnych latach po premierze [mln sztuk]



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier
- 2) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników
- 3) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym
- 4) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami
- 5) Ryzyko związane z wpływem COVID - 19 na działalność spółki
- 6) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty
- 7) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR
- 8) Ryzyko płynności
- 9) Ryzyko związane z obrotem wtórnym grami spółki

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Creepy Jar opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą, której nadaliśmy wagę 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 600 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 672 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 457,5 mln PLN, czyli **621 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	600
Wycena porównawcza	30%	672
Wycena 1 akcji Creepy Jar [PLN]		621

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 w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3%, premia za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5%, a współczynnik beta = 1,0. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji i płynności jakim jest Creepy Jar.

Główne założenia modelu:

- W 2H'24 liczymy na stabilizację wyników względem pierwszego półrocza. W całym 2024 r. prognozujemy 29,2 mln PLN przychodów, 16,1 mln PLN adj. EBITDA oraz 16,6 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- Oczekujemy premiery „StarRupture” w formule early access w 1Q'25 (PC) przy cenie na poziomie 29,99 USD. Pomimo, iż gra tworzona jest na silniku Unreal Engine 5, który znacząco ułatwia jednoczesną produkcję na PC jak i konsole, zakładamy, że tytuł ten zadebiutuje na platformach nowej generacji dopiero w okolicach pełnoprawnej premiery (1Q'26). Spodziewamy się, że budżet tego projektu do premiery w formule wczesnego dostępu sięgnie ok. 27 mln PLN. Szacujemy, że w rok od debiutu (EA) sprzedaż „StarRupture” wyniesie ok. 1 mln sztuk, co przełoży się na 57 mln PLN przychodów.
- W naszym modelu przyjmujemy założenie stopniowego podnoszenia budżetów kolejnych gier. Spodziewamy się, że CRJ wykorzysta stworzone IP przy produkcji nowych projektów. Tym samym następną produkcją, która zadebiutuje po „StarRupture”, będzie „Green Hell 2”. Przyjmując, że pierwsze prace pre-produkcyjne nad „GH2” ruszą w 2025 r., a produkcja tego tytułu potrwa ok. 4 lat, zakładamy jego debiut w 2029 r.
- Spodziewamy się, że moce przerobowe spółki będą jednocześnie skupione na rozwijaniu nowej gry, jak i utrzymaniu atrakcyjności tych, które już zadebiutowały, poprzez dodawanie nowego contentu w formie darmowych DLC i aktualizacji. Tym samym CRJ nie będzie tworzył dodatkowych zespołów do prowadzenia kilku nowych projektów jednocześnie.
- Zakładamy, że na przestrzeni 2024 r. zmiana zatrudnienia będzie miała punktowy charakter. Spodziewamy się, że do końca tego roku liczba pracowników wzrośnie do ok. 68. W kolejnych latach oczekujemy organicznego wzrostu zatrudnienia.
- Program Motywacyjny – czas trwania 2023-2025 r., w jego ramach uprawnionym będzie mogło być przyznane do 37 tys. nowych akcji w podwyższonym kapitale zakładowym spółki (cena emisyjna = 1 PLN). Cele: 1) pozostawanie przez pracownika lub współpracownika spółki w relacji prawnej wynikającej z określonych umów (np. umowa o świadczenie usług, umowa o pracę), co najmniej od dnia zawarcia Umowy Uczestnictwa do 31 grudnia 2025 roku włącznie (Transza 1); 2) osiągnięcie przez spółkę średniorocznego zysku brutto w latach 2023-2025 w wysokości 30 mln PLN (Transza 2). - uwzględniamy w wycenie, gdyż według szacunków zostanie zrealizowany.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), umożliwi zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie ok. 9%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Z uwagi na brak planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów, spodziewamy się kontynuacji dystrybucji zysków do akcjonariuszy. W naszych założeniach, przyjęliśmy, że po premierze „StarRupture” DPS urośnie do poziomu ok. 44 PLN.
- W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN dla poszczególnych lat 2024/2025/2026+ odpowiednio na poziomach: 3,868/3,921/3,877 – zgodnie z aktualną krzywą forward.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 0,7 mln akcji (699,4 tys. + 37 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 grudnia 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 441,6 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 600 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	29,2	76,2	70,5	62,2	47,6	145,8	144,9	126,1	98,4	80,7
EBIT [mln PLN]	9,6	43,2	36,9	26,6	20,8	110,2	98,2	73,3	51,1	35,2
Stopa podatkowa	11%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,0	3,9	3,3	2,4	1,9	9,9	8,8	6,6	4,6	3,2
NOPLAT [mln PLN]	8,6	39,3	33,6	24,2	18,9	100,2	89,3	66,7	46,5	32,1
Amortyzacja [mln PLN]	1,4	10,0	13,9	14,0	7,5	9,0	17,2	18,9	13,0	10,0
CAPEX [mln PLN]	-12,4	-13,4	-11,3	-12,1	-16,2	-15,5	-13,8	-11,7	-13,6	-15,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,3	1,1	0,9	0,2	-0,1	1,5	1,2	-0,6	-0,1	-0,5
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]	-2,8	37,0	37,0	26,3	10,1	95,2	93,9	73,3	45,8	26,1
DFCF [mln PLN]	-2,8	32,7	28,8	18,1	6,1	51,0	44,4	30,6	16,9	8,5
Suma DFCF [mln PLN]	234,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]	427,0	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	138,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]	372,9									
Dług netto 2023 [mln PLN]*	-68,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	441,6									
Ilość akcji [mln szt.]	0,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	600									

Przychody zmiana r/r	-46,8%	160,9%	-7,5%	-11,8%	-23,5%	206,3%	-0,6%	-13,0%	-22,0%	-18,0%
EBIT zmiana r/r	-73,4%	350,5%	-14,7%	-27,9%	-21,8%	429,8%	-10,9%	-25,4%	-30,3%	-31,0%
FCF zmiana r/r	-109,4%	-1426,0%	0,0%	-28,8%	-61,8%	845,7%	-1,3%	-22,0%	-37,5%	-43,0%
Marża EBITDA	37,6%	69,8%	72,0%	65,3%	59,5%	81,7%	79,6%	73,1%	65,1%	55,9%
Marża EBIT	32,8%	56,7%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%	67,7%	58,1%	51,9%	43,6%
Marża NOPLAT	29,3%	51,6%	47,6%	38,9%	39,8%	68,8%	61,6%	52,9%	47,2%	39,7%
CAPEX / Przychody	42,4%	17,6%	16,0%	19,5%	34,1%	10,6%	9,5%	9,3%	13,8%	19,1%
CAPEX / Amortyzacja	899,2%	134,0%	81,6%	86,5%	215,9%	172,6%	80,2%	62,1%	104,3%	155,2%
Zmiana KO / Przychody	1,2%	-1,4%	-1,3%	-0,4%	0,3%	-1,0%	-0,8%	0,4%	0,1%	0,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-1,3%	-2,3%	15,5%	3,0%	-0,9%	-1,5%	139,2%	-2,9%	-0,4%	-2,7%

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	5,3%	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	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
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	6,1%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

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	0,7	643	654	666	679	694	711	729	751	775
	0,8	612	621	631	643	655	669	684	701	721
	0,9	584	592	601	610	620	632	645	659	675
	1,0	559	566	573	581	590	600	610	622	635
	1,1	536	542	549	555	563	571	580	590	601
	1,2	516	521	526	532	539	545	553	561	570
	1,3	497	501	506	511	517	522	529	536	544

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%	646	657	669	682	697	714	733	755	780
	5,5%	599	607	617	627	638	651	665	681	698
	6,5%	559	566	573	581	590	600	610	622	635
	7,5%	525	530	536	543	549	557	565	574	584
	8,5%	495	500	504	509	515	521	527	534	542
	9,5%	469	473	477	481	485	490	495	500	506
	10,5%	446	449	452	456	459	463	467	471	476

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	4,5%	767	748	730	714	700	687	676	665	656
	5,5%	700	681	665	651	638	627	617	608	599
	6,5%	644	627	612	600	588	579	570	562	554
	7,5%	596	581	568	557	547	538	531	524	517
	8,5%	556	542	531	521	512	504	498	492	486
	9,5%	521	509	499	490	482	475	469	464	459
	10,5%	491	480	471	463	456	450	445	440	436

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

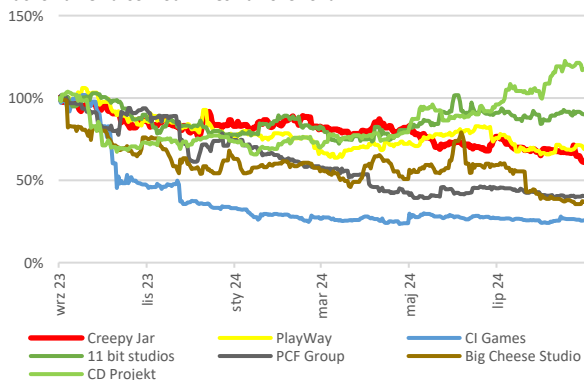
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest na światowych deweloperach gier wideo. Wycena porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **672 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza do producentów gier wideo

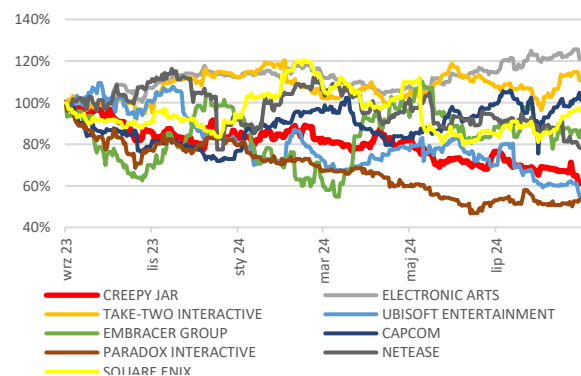
	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ELECTRONIC ARTS	19,9	18,7	17,2	15,2	14,1	13,2
FRONTIER DEVELOPMENTS	-	-	41,9	4,8	3,2	3,1
TAKE-TWO INTERACTIVE	70,4	61,5	19,4	43,1	39,5	14,9
UBISOFT ENTERTAINMENT	9,0	8,2	7,1	3,1	2,7	2,5
EMBRACER GROUP	12,8	8,8	6,4	4,9	4,2	3,5
CAPCOM	40,0	34,6	31,0	25,5	21,3	18,7
PARADOX INTERACTIVE	31,1	21,5	16,9	10,5	7,6	7,2
SQUARE ENIX	19,4	21,0	20,6	8,6	8,4	7,9
NETEASE	12,0	11,1	9,9	8,9	-	-
BANDAI NAMCO	26,6	21,7	20,7	15,4	10,5	10,1
KRAFTON	15,6	15,2	14,3	10,5	9,0	7,9
SEGA SAMMY	26,5	14,8	14,7	11,5	8,8	8,0
TEAM17 GROUP	11,6	10,9	10,2	6,8	6,1	4,9
KEYWORDS STUDIOS	21,4	20,0	19,0	11,5	10,0	8,6
11 BIT STUDIOS	7,4	7,5	8,2	5,3	4,9	4,6
CD PROJEKT	60,8	102,8	37,3	43,6	61,5	20,0
PCF GROUP	-	31,9	28,0	-	-	2,5
PLAYWAY	13,6	11,1	12,2	9,1	7,6	8,8
Mediana	19,7	18,7	17,0	10,5	8,6	7,9
Creepy Jar	26,7	7,1	8,6	21,9	3,9	4,3
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	35,9%	-61,8%	-49,6%	109,1%	-54,9%	-46,2%
Wycena wg wskaźnika	323,7	1152,6	872,5	235,2	777,8	670,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		783			561	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	672					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od września 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 2Q'24

Szacunkowe wyniki za 2Q'2024 [mln PLN]

	2Q'23	2Q'24S	zmiana r/r	2Q'24P BDM	odchyl.	1H'23	1H'24S	zmiana r/r
Przychody	7,9	7,5	-5,2%	7,1	6,0%	19,9	14,8	-25,8%
EBIT	2,5	2,2	-12,3%	2,5	-9,0%	11,2	5,1	-54,4%
Zysk (strata) netto	3,5	2,8	-20,4%	3,0	-7,5%	12,8	6,1	-52,3%
Marża EBIT	32,1%	29,7%		34,5%		56,1%	34,5%	
Marża zysku netto	44,1%	37,1%		42,5%		64,2%	41,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

W analizowanym okresie, udostępnienie nowego dodatku „Anteater” do PCtowej wersji „Green Hell’a” wraz z głębszymi wyprzedzeniami sięgającymi 68% wspierało sprzedaż ilością tego tytułu. Spółce udało się przebić nasze oczekiwania (450 tys. sztuk) i sprzedać ok. 524 tys. kopii tej produkcji, z czego 91% stanowiła wersja PC – ok. 467 tys. (+63% q/q)/ 9% - ok. 47 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 2% - ok. 10 tys. wersja VR. W związku z wyższymi promocjami dalszej regresji uległ średni przychód z każdej sprzedanej kopii, co przełożyło się na spadek przychodów r/r do 7,5 mln PLN (-5% r/r).

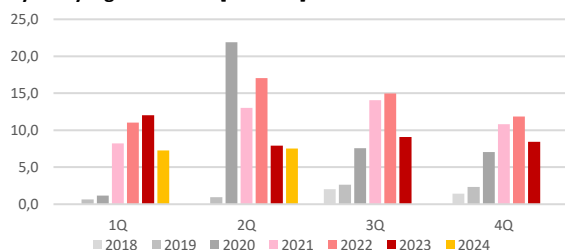
Z drugiej strony delikatnie gorsza od naszych oczekiwań okazała się rentowność spółki. CRJ na poziomie działalności operacyjnej wypracował 2,5 mln PLN co oznacza spadek o 12% r/r. Pragniemy zauważyć, iż w 2Q'24 spółka rozpoznała niegotówkowy koszt Programu Motywacyjnego na lata 2023-2025 w wysokości 1,2 mln PLN (koszt PM nie był uwzględniony w wynikach 1H'23). W omawianym okresie zysk netto dewelopera gier sięgnął 2,8 mln PLN i był zbliżony do naszych prognoz.

W efekcie wypłaty dywidendy (9,2 mln PLN) krótkoterminowe aktywa finansowe CRJ na koniec czerwca'24 sięgnęły 72,7 mln PLN wobec 80,1 mln PLN na koniec 1Q'24, co stanowi spadek q/q o 7,4 mln PLN.

Neutralnie odbieramy sprzedaż GH w 3Q'24, która aktualnie kształtuje się na poziomie 178 tys. kopii (152 tys. PC, 26 tys. konsole) vs 278 tys. w analogicznym okresie 3Q'23 (130 tys. PC, 17 tys. konsole).

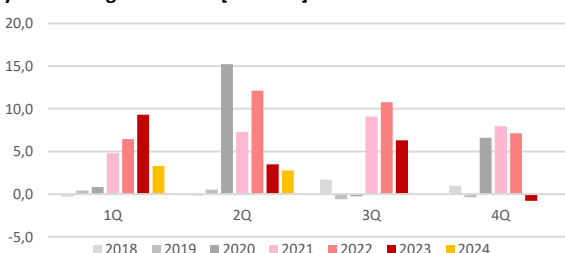
Ostateczne wyniki finansowe Creepy Jar za 2Q'24 zostaną przekazane w raporcie okresowym, który zostanie opublikowany 19 września 2024 r.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



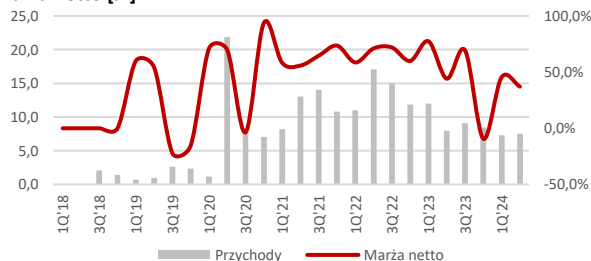
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



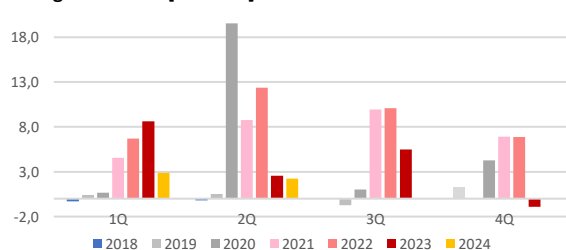
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża netto [%]



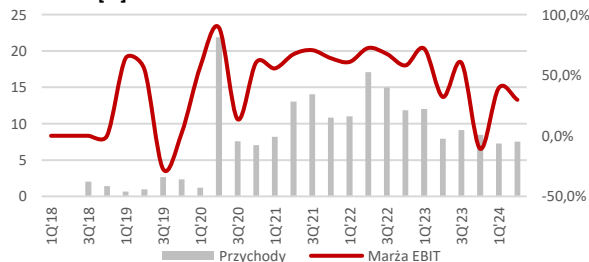
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



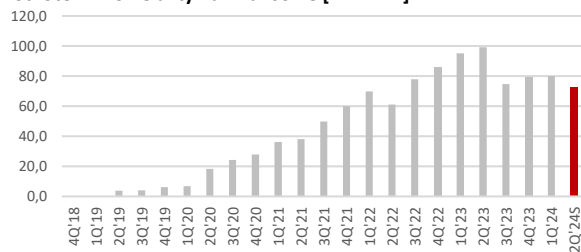
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża EBIT [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Krótkoterminowe aktywa finansowe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

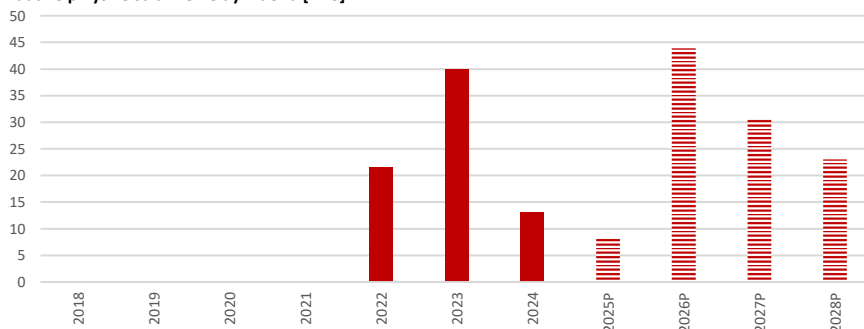
FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZY FINANSOWE NA 2H'24

Mimo upływu 6 lat od premiery „GH” w formule wczesnego dostępu, wyniki generowane przez CRJ stanowią dobry dowód na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego poprzez wprowadzanie dodatkowej zawartości oraz elastyczne zarządzanie cenami.

Pragniemy zauważyć, że mimo zaawansowanych prac nad nową grą, które wiążą się z wydatkami na poziomie około 2,5-2,6 mln PLN kwartalnie, spółka nadal generuje dodatnie przepływy pieniężne. Dodatkowo od około 3 lat regularnie dzieli się zyskiem z akcjonariuszami w formie dywidendy (łącznie wypłaciła 52 mln PLN, co daje DPS równy 75 PLN). Z uwagi na brak planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów, spodziewamy się kontynuacji dystrybucji zysków do akcjonariuszy. W naszych założeniach, przyjęliśmy, że po premierze „StarRupture” DPS urośnie do poziomu ok. 44 PLN.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Oczekujemy, że drugie półrocze 2024 pod względem wyników będzie zbliżone do poprzedniego. Przypominamy, że w połowie sierpnia 2024 miała miejsce premiera wersji „GH” dedykowanej nowym konsolom, wzbogacona o dodatki, które wcześniej były dostępne tylko na PC. Ponadto na początku września oprócz nowego dodatku „Decorations” zadebiutowała wersja Anniversary Edition. Liczymy, że wydarzenia te pozytywnie wpłyną na sprzedaż flagowego IP spółki w 2H'24. Dodatkowo zakładamy, że wprowadzenie trybu kooperacji w wersji VR w 2H'24 przyczyni się do poprawy monetyzacji tego kanału.

Od początku 2024 roku spółka zwiększyła zatrudnienie o około 10%, osiągając łączną liczbę 66 pracowników. Uważamy, że obecna kadra stanowi docelową strukturę CRJ, umożliwiającą deweloperowi jednoczesne prowadzenie dwóch projektów. Oczekując intensyfikacji działań marketingowych w drugiej połowie 2024 roku, zakładamy delikatny wzrost kosztów usług obcych, tym samym liczymy się ze spadkiem rentowności.

W całym 2024 r. prognozujemy sprzedaż „GH” na poziomie 1,6 mln sztuk (+51% r/r), co powinno wygenerować przychody rzędu 29,2 mln PLN (-22% r/r). Pragniemy zauważyć, że przychody z franczyzy „Green Hell’a” przekroczyły 200 mln PLN w połowie 2024 roku. Na poziomie skorygowanej EBITDA przewidujemy 16,1 mln PLN (-25% r/r), natomiast na poziomie skorygowanego zysku netto prognozujemy 16,6 mln PLN (-27% r/r). Oczekujemy, że nakłady na produkcję „StarRupture” wyniosą około 10 mln PLN.

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'24S	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	11,0	17,1	15,0	11,9	12,0	7,9	9,1	8,4	7,3	7,5	7,2	7,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,8	12,4	10,1	6,9	8,7	2,7	5,7	-0,6	2,6	2,2	2,4	2,1
EBITDA	6,9	12,6	10,4	7,2	9,0	2,9	5,8	-0,6	3,2	2,6	2,7	2,5
EBITDA adj.	8,5	14,1	12,5	9,1	9,0	2,9	5,8	3,9	4,4	3,9	4,0	3,8
EBIT	6,7	12,4	10,1	6,9	8,6	2,5	5,5	-0,9	2,9	2,2	2,4	2,1
EBIT adj.	8,3	13,8	12,2	8,8	8,6	2,5	5,5	3,6	4,1	3,5	3,7	3,4
Zysk brutto	7,2	13,0	11,6	7,8	10,0	3,8	7,2	-0,3	3,9	3,1	3,1	2,9
Zysk netto	6,5	12,1	10,8	7,1	9,3	3,5	6,3	-0,8	3,3	2,8	2,8	2,6
Zysk netto adj.	8,1	13,5	12,9	9,0	9,3	3,5	6,3	3,7	4,5	4,1	4,1	3,9
Marża brutto	62,1%	72,6%	67,6%	58,3%	72,8%	33,5%	63,1%	-7,6%	36,1%	29,7%	32,5%	29,7%
Marża EBITDA	63,0%	73,6%	69,7%	60,6%	74,9%	36,0%	63,5%	-6,7%	44,3%	34,2%	37,4%	34,4%
Marża EBITDA adj.	77,5%	82,3%	83,7%	76,6%	74,9%	36,0%	63,5%	46,5%	60,8%	51,5%	55,4%	52,5%
Marża EBIT	60,9%	72,4%	67,5%	58,1%	71,9%	32,1%	60,2%	-10,7%	39,4%	29,7%	32,5%	29,7%
Marża EBIT adj.	75,4%	80,6%	81,5%	74,1%	71,9%	32,1%	60,2%	42,5%	55,9%	47,0%	50,5%	47,8%
Marża zysku netto	58,6%	71,1%	71,9%	59,9%	77,4%	44,1%	69,3%	-9,3%	45,5%	37,1%	38,8%	36,2%
Marża zysku netto adj.	73,1%	79,3%	86,0%	75,9%	77,4%	44,1%	69,3%	43,9%	62,0%	54,4%	56,7%	54,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CZY „STARRUPTURE” MA SZANSĘ POWTÓRZYĆ SUKCES „GREEN HELL’A”?

Mgła zaczyna powoli opadać

Mgła wokół najważniejszego obecnie projektu zaczyna stopniowo opadać. W swoich pierwszych devlogach spółka zaprezentowała środowisko, w którym będzie osadzona najnowsza produkcja, oraz elementy base-buildingu. Natomiast w niedawno opublikowanym 2-minutowym gameplayu z gry „StarRupture” ([LINK](#)) deweloper przedstawił podstawowe mechaniki takie jak strzelanie oraz elementy survivalu (ekstremalne temperatury).

Uważamy, że celem prezentacji wspomnianego gameplayu było stopniowe wprowadzanie społeczności w kolejny istotny element świata gry, który lepiej było zaprezentować w krótkiej, spójnej formie wideo niż poszatkowanego na wiele kadrów devlogu. W związku z powyższym przestrzegamy przed wyciąganiem zbyt pochopnych wniosków na podstawie tego materiału. Mimo mieszanego odbioru tej publikacji, od momentu jej pojawienia się gra umocniła swoją pozycję na liście najbardziej oczekiwanych tytułów o 44 pozycje, zyskując ponad 14 tys. nowych zapisów (najwyższy przyrost od momentu uruchomienia karty na Steamie). Zakładamy, że kluczowym momentem kampanii będzie prezentacja dłuższego gameplaya, który będzie prezentował wszystkie mechaniki zawarte w grze. Spodziewamy się, że nastąpi to na początku 4Q’24.

Obrazy z najnowszego gameplaya gry „StarRupture”



Źródło: spółka

Elementy walki zaprezentowane we wspomnianym gameplayu przywodzą na myśl gry, które odniosły spory sukces, takie jak „Helldivers 2”, której sprzedaż osiągnęła 12 milionów egzemplarzy na PC i PS5 w zaledwie dwa tygodnie po premierze (obecnie sprzedaż na Steam oscyluje wokół 12 milionów kopii), oraz „Starship Troopers: Extermination”, która od debiutu w formule wczesnego dostępu sprzedała około 600-800 tysięcy egzemplarzy. Choć jesteśmy dalecy od bezpośredniego porównywania „StarRupture” do tych tytułów, chcemy zwrócić uwagę na pewne cechy wspólne, które mogą okazać się istotnym atutem najnowszej produkcji CRJ.

Ambitny projekt z potencjałem do pozytywnego zaskoczenia

W naszej ocenie „StarRupture” to ambitny projekt, znacznie bardziej złożony niż „Green Hell”, co powinno zostać docenione przez społeczność graczy. Jednym z największych atutów tej produkcji jest realistyczne i żyjące środowisko planety, z unikalnymi warunkowaniami i cyklami życia, do których trzeba będzie się dostosować. W takich warunkach gracze będą musieli przetrwać, budując bazy. Środowisko nie jest jedynym czyhającym zagrożeniem – ważnym wyróżnikiem „StarRupture” w porównaniu do gier takich jak „Subnautica” są elementy walki, gdzie gracz będzie musiał stawić czoła niebezpiecznym gatunkom. Co istotne, walkę tę będzie można prowadzić wspólnie ze znajomymi w trybie kooperacji.

Uważamy, że tytuł będzie oferował bardzo wciągającą rozgrywkę, w której gracz wraz z przyjaciółmi będzie musiał przygotować się na nadchodzące warunki pogodowe, planując m.in. ochronę wszystkiego, co wcześniej zbudował, jednocześnie odpierając cykliczne ataki groźnych stworzeń. Rozwój nowych technologii, umożliwiających egzystencję na obcej planecie, będzie natomiast zachęcał do zdobywania doświadczenia i eksploracji świata.

Potencjał sprzedaży i produkcja

Prace spółki nad produkcją „StarRupture” przebiegają zgodnie z założonym harmonogramem, stąd oczekujemy, że gra osiągnie finalny kształt (EA) jeszcze przed końcem 2024 r. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że ostatni kwartał roku jest wymagającym okresem wydawniczym dla gier indie, przewidujemy, że premiera najnowszej produkcji CRJ odbędzie się w 1Q’25 na PC.

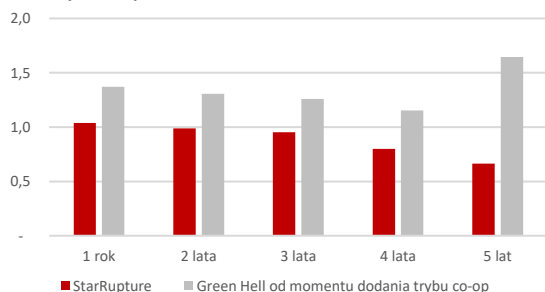
Aktualna wishlista tego projektu wynosi około 140 tys. zapisów (14,3 tys. followersów), co plasuje go na odległym 210 miejscu najbardziej oczekiwanych gier. Warto jednak zauważyć, że w ostatnich dniach jego pozycja szybko się poprawia. Po opublikowaniu pierwszego devlogu w grudniu 2023 roku, społeczność gry wzrosła o ok. 113%. Liczymy, że kolejne materiały prezentujące gameplay przyczynią się do znacznie dynamiczniejszego wzrostu zainteresowania „StarRupture”.

Zwracamy również uwagę na liczną bazę graczy „Green Hell’a” (około 6 milionów sprzedanych kopii). Liczymy, że nowa produkcja studia przyciągnie część fanów flagowego tytułu CRJ.

Podsumowując, naszym zdaniem „StarRupture” jest projektem o sporym potencjale komercyjnym, który łączy ze sobą bardzo popularne gatunki gier (survival, base building, shooter, crafting). Świat tworzony przez CRJ oferuje szerokie możliwości dalszego rozwoju, co jest zgodne z podejściem spółki do wieloletniego wsparcia gier m.in. poprzez nową zawartość. Wierzymy, że deweloperowi uda się wykorzystać potencjał tego projektu, dzięki czemu wejdzie on na nowy poziom generowanych wyników. Ponadto potencjalny sukces „StarRupture” pozwoli również na dywersyfikację portfela produktowego, umacniając jednocześnie pozycję spółki w hierarchii europejskich deweloperów.

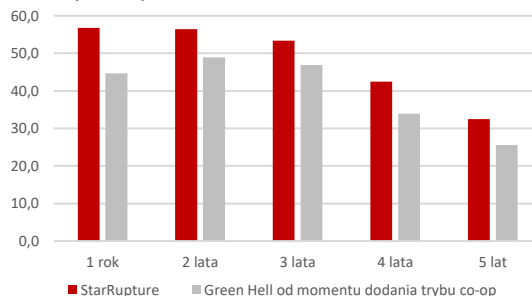
Bazując na statystykach dotyczących budowy społeczności i monetyzacji gier, które zadebiutowały w ostatnich latach, sprzedaży porównywalnych tytułów oraz obecnej wiszliście „StarRupture”, obniżamy nasze prognozy dotyczące potencjału komercyjnego tego projektu. Aktualnie prognozujemy sprzedaż na poziomie 1 mln sztuk w pierwszym roku od premiery (EA), co przekłada się na ok. 57 mln PLN przychodów. Przy takich założeniach BEP znajduje się w okolicach 0,5 mln sprzedanych kopii.

„StarRupture” - prognoza sprzedanych kopii na tle „GH” od momentu dodania trybu co-op



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

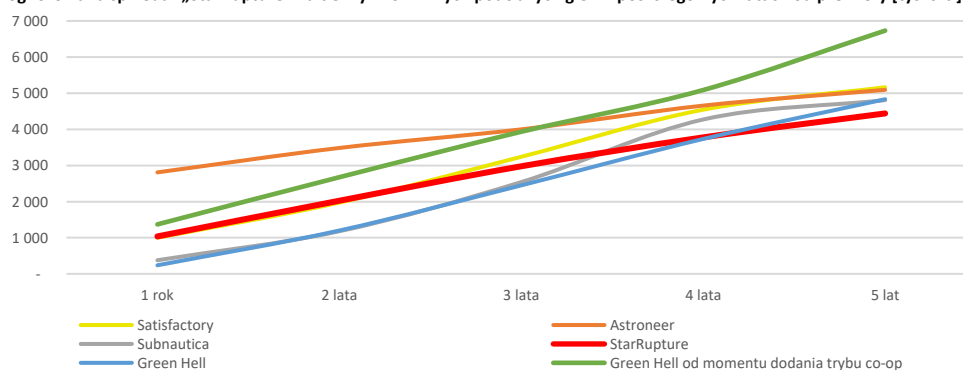
„StarRupture” - prognoza przychodów [mln PLN] na tle „GH” od momentu dodania trybu co-op



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Poniżej przedstawiamy prognozowaną przez nas sprzedaż „StarRupture” na tle wyników innych podobnych gier oraz flagowego produktu spółki czyli „Green Hell”.

Prognozowana sprzedaż „StarRupture” na tle wyników innych podobnych gier w poszczególnych latach od premiery [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com, vginsights.com

Zestawienie gier zbliżonych gatunkowo do „StarRupture”

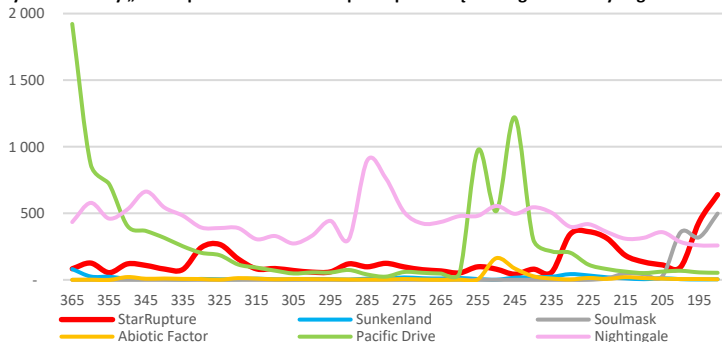
Sprzedaż gier przypominających „StarRupture” pod względem systemu walki					
Tytuł	Premiera	Ilość sprzed. kopii (tys.) Steam	Ile msc. od premiery	Liczba followersów w dniu premiery [tys.]	Cena [USD]
Helldivers 2	08.02.2024	ok. 12 mln	7	62,9	39,99
Starship Troopers	17.05.2023	600-850 tys.	16	34,2	29,99

Sprzedaż gier łączących elementy survivalu, base-bulidingu i eksploracji osadzonych w kosmosie					
Tytuł	Premiera	Ilość sprzed. kopii (tys.) Steam	Ile lat od premiery	Liczba followersów w dniu premiery [tys.]	Cena [USD]
Space Engineers	28.02.2019	4-7 mln	6	-	19,99
No man's sky	12.08.2016	6-7 mln	8	-	59,99
Empyrion - Galactic Survival	05.08.2020	1-2 mln	4	-	19,99
Elite dangerous	02.04.2015	3-9 mln	9	-	29,99

Ostatnie udane premiery gier survivalowych					
Tytuł	Premiera	Ilość sprzed. kopii (tys.) Steam	Ile msc. od premiery	Liczba followersów w dniu premiery [tys.]	Cena [USD]
Soulmask	30.05.2024	290-310	3	38,0	29,99
Abiotic Factor	02.05.2024	500-700	4	16,0	24,99
Enshrouded	24.01.2024	2300-3000	7	132,2	29,99
ARK: Survival Ascended	26.10.2023	1700-1800	11	48,4	44,99
Pacific Drive	21.02.2024	400-515	7	45,0	34,99
Sunkenland	26.08.2023	600-800	13	22,5	19,99
Nightingale	20.02.2024	260-410	7	142,2	29,99

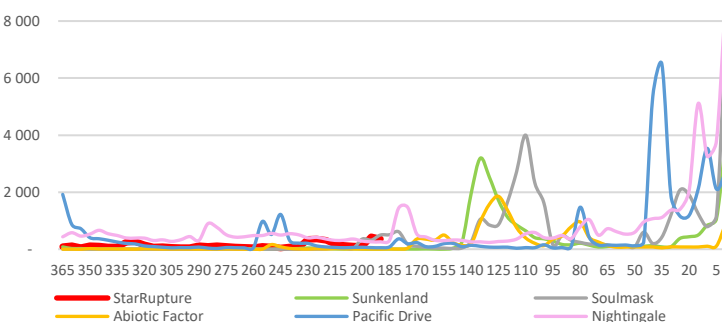
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

Przyrost wishlisty „StarRupture” na ok. 7 msc. przed premierą na tle gier zbliżonych gatunkowo



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

Przyrost wishlisty „StarRupture” na rok przed premierą na tle gier zbliżonych gatunkowo



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

Pomimo braku intensywnych działań marketingowych, przyrost wishlisty „StarRupture” jest porównywalny do tytułów takich jak „Sunkenland”, „Soulmask”, „Abiotic Factor” i „Pacific Drive” na około 7 miesięcy przed ich premierą.

Jak pokazuje załączony wykres, kampanie marketingowe gier przedstawionych w zestawieniu zazwyczaj nabierały tempa około 5-6 miesięcy przed premierą. Spodziewamy się, że podobnie będzie w przypadku „StarRupture.” Po opublikowaniu gameplaya prezentującego pełen zakres możliwości gry, zainteresowanie nowym tytułem CRJ powinno znacząco wzrosnąć.

KRAFTON – INWESTYCJA W FAR FROM HOME, PRODUCENTA „FOREVER SKIES”

Pragniemy zwrócić uwagę na transakcję, która miała miejsce na naszym rynku na początku 2024 r., czyli inwestycji Kraftona (twórca m.in. jednego z największych survivali – „Subnautika” oraz jeden z największych coopowych hitów: PUBG) w kolejne polskie studio, tym razem w Far From Home. Południowokoreański gigant objął 100 tys. akcji serii G po cenie emisyjnej 102 PLN, co stanowi 9,1% wszystkich akcji wrocławskiej firmy. Cena emisyjna implikuje wycenę studia na poziomie blisko 112 mln PLN.

Zwracamy uwagę, że gra „Forever Skies”, stworzona przez Far From Home, jest gatunkowo zbliżona do „StarRupture”. To jedyny tytuł w dorobku tego studia, którego premiera w wersji Early Access na PC odbyła się 22 czerwca 2023 roku, a jego aktualna sprzedaż przekroczyła 180 tys. sztuk. Naszym zdaniem wspomniana transakcja pokazuje na ile branżowy inwestor jest w stanie wycenić takie IP.

Ważnym wydarzeniem, w kontekście próby oceny potencjału komercyjnego najnowszej produkcji CRJ będzie premiera wersji co-op do gry „Forever Skies”, zaplanowana na jesień 2024 roku.



Źródło: spółka

Porównanie wyników FFH i CRJ na tle wyceny [mln PLN]

	FFH		Creepy Jar	
	2023	1Q'24	2023	1Q'24
Przychody netto ze sprzedaży	4,2	0,9	37,5	7,3
Przychody netto ze sprzedaży produktów	8,2	0,9	37,5	7,3
Zmiana stanu produktów	-4,1	0,0	-	-
EBITDA	-1,1	-0,5	17,1	3,2
EBIT	-1,2	-0,5	15,8	2,9
Zysk/ strata netto	-1,4	-0,4	18,3	3,3
Sprzedaż sztuk "Forever Skies"/ „GH” [tys.]	146,9	16,3	1 089	343
Środki pieniężne	5,5	5,0	79,1	80,1
Zatrudnienie	28	30	60	66
Wycena [mln PLN]	112		310	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zwracamy uwagę na różnice w skali i jakości porównywanych projektów. Jak już wcześniej wskazywaliśmy, szacujemy, że budżet produkcyjny „StarRupture” wyniesie około 27 mln PLN, w porównaniu do około 1,3 mln USD dla „Forever Skies”. Naszym zdaniem, różnica ta może przekładać się m.in. na większe uniwersum oraz szerszy zakres oferowanej rozrywki, co powinno sprzyjać konkurowaniu o uwagę graczy. Przypominamy również, że gra warszawskiego studia jest tworzona na najnowszej technologii Unreal Engine 5, która, w przeciwieństwie do swojej poprzedniej wersji oraz konkurencyjnych silników, oferuje nowy poziom w tworzeniu światów z realistyczną i interaktywną fizyką, bogatymi dźwiękami oraz wiarygodnymi animacjami. Uważamy, że ten element może być istotnym atutem gry CRJ, wyróżniającym ją na tle konkurencyjnych tytułów.

Dla porównania, obecna wycena Creepy Jar wynosi około 310 mln PLN. Najważniejszym aktywem spółki jest IP „Green Hell’a”, którego sprzedaż przekroczyła 6 mln kopii, a przychody 200 mln PLN. Natomiast w perspektywie najbliższych kwartałów pojawi się nowa gra spółki „StarRupture”, zbliżona gatunkowo do „Forever Skies”.

PRACE KONCEPCYJNE NAD „GREEN HELL 2” RUSZYŁY SZYBCIEJ NIŻ ZAKŁADALIŚMY

Podczas konferencji wynikowej za 2023 rok spółka poinformowała o trwających pracach koncepcyjnych nad grą „Green Hell 2”. Wiadomość ta była dla nas zaskoczeniem, ponieważ zakładaliśmy, że CRJ rozpocznie prace nad kontynuacją swojego flagowego IP najszybciej po premierze (EA) „StarRupture”. Studio planuje zakończyć etap prac koncepcyjnych do końca 2024 roku, dlatego zakładamy, że w 2025 roku projekt wejdzie w fazę pre-produkcji.

Uważamy, że dzięki wypracowanym przy okazji tworzenia GH i dodatków fundamentom i mechanikom tego świata, prace nad kolejną produkcją z tego uniwersum będą przebiegały szybciej niż nad „StarRupture”.

Spółka planuje postawić na bezpieczną ścieżkę rozwoju IP, zmierzając w kierunku podobnych zmian, które zaszły w IP „The Forest”. Obranie takiej strategii zmniejsza ryzyko negatywnego zaskoczenia ze strony fanów tego uniwersum jednocześnie ograniczając jego potencjał komercyjny. Seaquel ma być bardziej rozwiniętym, lepszym GH z nowymi mechanikami. Dużym ułatwieniem dla CRJ jest posiadanie obszernej ilości kontentu, gotowego zespołu oraz doświadczenia z Unreal Engine 5.

Mając powyższe na uwadze, uważamy, że debiut sequela może nastąpić jeszcze przed końcem 2028 roku. Niemniej jednak, wolimy zachować ostrożność w naszych prognozach, zakładając premierę na początku 2029 roku. W naszych prognozach uwzględniamy wyższą cenę jednostkową vs „GH1” na poziomie 34,99 USD. W modelu pozostajemy konserwatywni zakładając ok. 30% lepszą sprzedaż „GH2” vs „jedynka”. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, że mimo obranej „bezpiecznej” drogi rozwoju IP „The Forest”, sprzedaż „Sons of The Forest” okazała się znacząco lepsza od pierwszej części (8,5 mln sztuk w 1,5 roku vs 5,3 mln w 4 lata). Liczymy po cichu, że CRJ obierając podobny kierunek zmian w swoim flagowym produkcie będzie w stanie znacząco zwiększyć potencjał komercyjny tego tytułu.

W poniższej tabeli pragniemy zestawzić ze sobą „The Forest” z kontynuacją IP jakim jest „Sons of The Forest”. Uważamy, że mimo wielu cech wspólnych, nowe funkcjonalności wprowadzone do sequela pozwoliły na ewolucję tej produkcji, poprawiając doświadczenia gracza, jak i zwiększając potencjał komercyjny.

Porównanie „The Forest” i „Sons of The Forest”

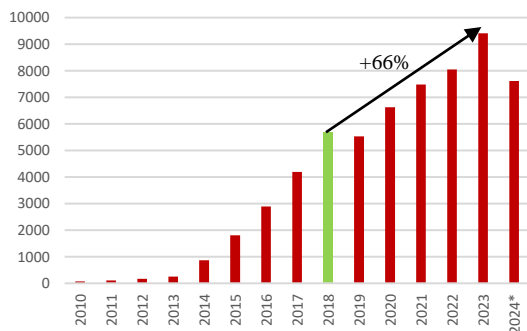
	„The Forest”	„Sons of The Forest”
Premiera	Maj’14 (EA), 4 lata później pełnoprawna premiera (kwiecień’18).	Luty’23 (EA), pełnoprawna premiera rok później (luty’24).
Sprzedaż	5,3 mln kopii do 2018 r. (PC), aktualnie ok. 20 mln sztuk(PC)	2 mln kopii w 24h, aktualnie ok. 8,5 mln sztuk (PC)
Silnik	Unity	Unity
Podobieństwa	<ul style="list-style-type: none"> - Przetrawanie na odludziu, głęboko w lesie. - Eksploracja i odkrywanie sekretów ukrytych na mapie. - Zbieranie materiałów, budowa bazy, tworzenie broni. - Szczegółowy świat z wysoką grafiką. - NPC próbujący dopaść gracza. - Ciekawa historia. - Możliwość gry z innymi graczami. 	<ul style="list-style-type: none"> - Przetrawanie na odległej wyspie otoczonej lasami. - Eksploracja wielu ciekawych miejsc na świecie. - Zbieranie zasobów, budowa bazy, tworzenie broni. - Szczegółowy świat z wysoką grafiką. - Sztuczna inteligencja, próbująca dopaść gracza. - Ciekawa historia. - Możliwość gry z innymi graczami.
Różnice	<ul style="list-style-type: none"> - Opóźnione dodanie trybu wieloosobowego z serwerami dedykowanymi. - Brak towarzyszy, którzy mogliby pomóc graczom. - Standardowy, ale złożony system sztucznej inteligencji. - Mała różnorodność wrogów. - Brak pór roku i ogólnych systemów pogodowych. - Brak funkcji kopania. - Niewielka kolekcja broni do wytworzenia i wykorzystania. - Bardzo szczegółowa grafika, ale nie dorównuje jej kontynuacji. 	<ul style="list-style-type: none"> - Wydane z możliwością współpracy, dostępne na serwerach Steam. - Towarzystwo AI na początku pomocne w budowie, ochronie itp. - Zupełnie nowy system sztucznej inteligencji, który rozwija NPC poprzez indywidualne doświadczenia. - Szeroka gama wrogów, kanibali i mutantów. - Szczegółowe, dynamiczne zmiany sezonowe podczas gry, takie jak zima i lato. - Mechanika kopania. - Duża różnorodność broni, których możesz używać w grze. - Ogromny krok naprzód w grafice, dzięki któremu świat wydaje się realistyczny.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

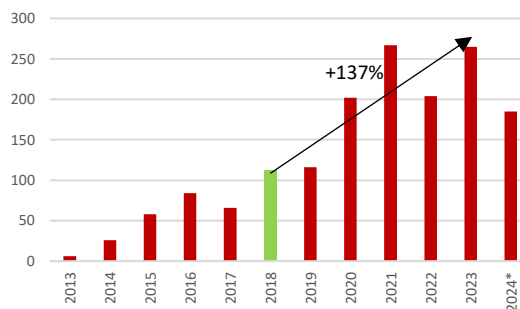
CIĘŻSZY RYNEK DLA GIER INDIE ALE SURVIVAL WCIĄŻ POPULARNY

W ostatnich latach konkurencja w segmencie AA/Indie znacząco wzrosła na platformie Steam. Ilość gier między 2018 rokiem (premiera „GH”) a 2023 r. urosła o ok. 66%, podczas gdy liczba graczy zwiększyła się o ok. 122% (do września '24).

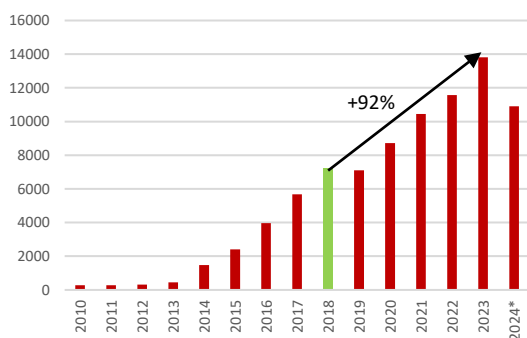
Liczba gier AA/Indie wydana w latach 2010-2024 na platformie Steam



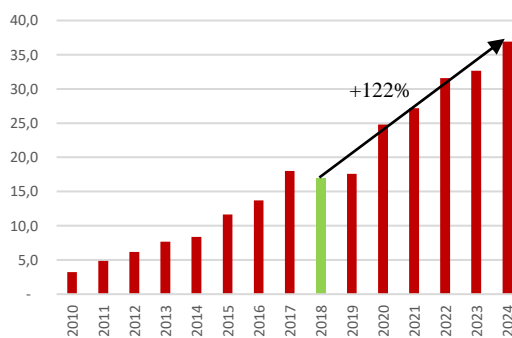
Liczba gier AA/Indie w niszy survivalowej wydana w latach 2013-2024 na platformie Steam



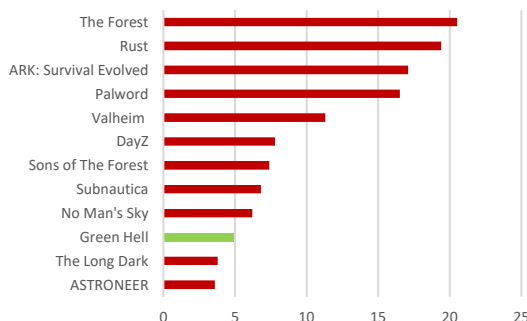
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com; *-wydane do tej pory
Liczba gier wydana w latach 2010-2024 platformie Steam



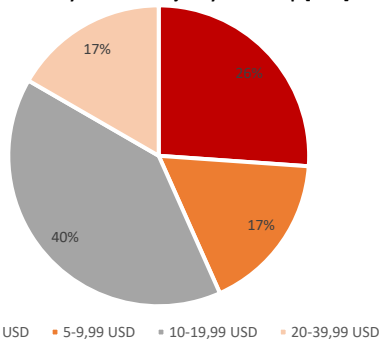
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com; *-wydane do tej pory
Liczba graczy na platformie Steam w latach 2010-2024 [mln]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com; *-wydane do tej pory
Najlepiej sprzedające się gry survivalowe na platformie Steam [mln kopii]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.com
Ceny gier AA/Indie w niszy survivalowej z trybem co-op [USD]



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

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

PROGNOZY NA KOLEJNE LATA

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	37,7	46,1	54,9	37,5	29,2	76,2	70,5	62,2	47,6	145,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	25,5	30,2	36,3	16,5	9,4	43,2	36,9	26,6	20,8	110,2
EBITDA	26,7	31,8	37,1	17,1	11,0	53,2	50,7	40,6	28,3	119,1
EBITDA adj.	32,7	38,0	44,2	21,6	16,1	58,4	50,7	40,6	28,3	119,1
EBIT	25,5	30,2	36,1	15,8	9,6	43,2	36,9	26,6	20,8	110,2
EBIT adj.	31,5	36,4	43,1	20,3	14,7	48,4	36,9	26,6	20,8	110,2
Zysk brutto	24,5	31,4	39,6	20,7	12,9	47,3	41,4	31,1	24,8	114,9
Zysk netto	22,4	29,1	36,5	18,3	11,5	43,1	37,7	28,3	22,6	104,5
Zysk netto adj.	28,4	35,3	43,5	22,8	16,6	48,3	37,7	28,3	22,6	104,5
Marża brutto	67,7%	65,5%	66,0%	44,0%	32,0%	56,7%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża EBITDA	70,7%	68,9%	67,6%	45,5%	37,6%	69,8%	72,0%	65,3%	59,5%	81,7%
Marża EBITDA adj.	86,7%	82,4%	80,5%	57,5%	55,0%	76,6%	72,0%	65,3%	59,5%	81,7%
Marża EBIT	67,7%	65,5%	65,7%	42,0%	32,8%	56,7%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża EBIT adj.	83,6%	78,9%	78,4%	54,0%	50,3%	63,5%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża zysku netto	59,5%	63,1%	66,4%	48,9%	39,4%	56,5%	53,5%	45,5%	47,5%	71,7%
Marża zysku netto adj.	75,4%	76,5%	79,1%	60,9%	56,8%	63,3%	53,5%	45,5%	47,5%	71,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

	2024P	2025P	2026P	SUMA 2024-2026
Przychody BDM	29,2	76,2	70,5	176,0
Przychody konsensus	39,4	60,7	42,1	142,2
Różnica	-26%	26%	67%	24%
EBITDA BDM	11,0	53,2	50,7	114,9
EBITDA konsensus	26,2	50,2	22,6	98,9
Różnica	-58%	6%	124%	16%
Zysk netto BDM	11,5	43,1	37,7	92,3
Zysk netto konsensus	18,6	24,2	13,0	55,8
Różnica	-38%	78%	190%	65%

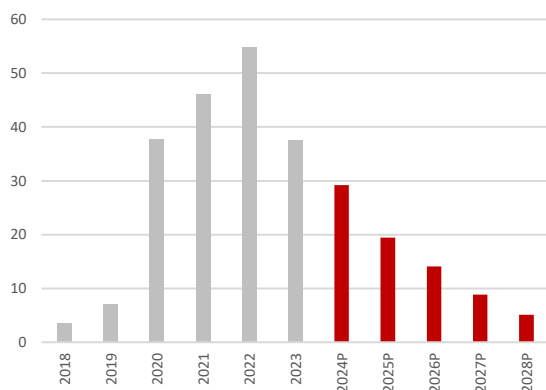
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Dane dotyczące poszczególnych tytułów

	Cena EA (USD)	Cena premiery (USD)	Data EA	Data premiery	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)		
					1 rok	2 lata	3 lata
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19	0,1	0,3	1,5
"Green Hell" od momentu dodania trybu co-op	-	24,99	-	2Q'20	1,4	2,7	3,9
"StarRupture"	29,99	34,99	1Q'25	1Q'26	1,0	2,0	3,0
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2029	2030	1,8	3,5	5,1

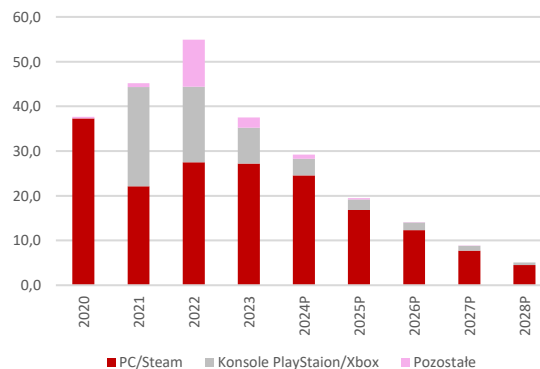
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody – „Green Hell” [mln PLN]



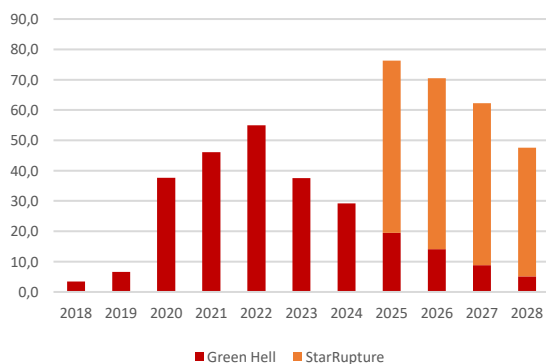
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych platform w całkowitych przychodach „GH” [mln PLN]



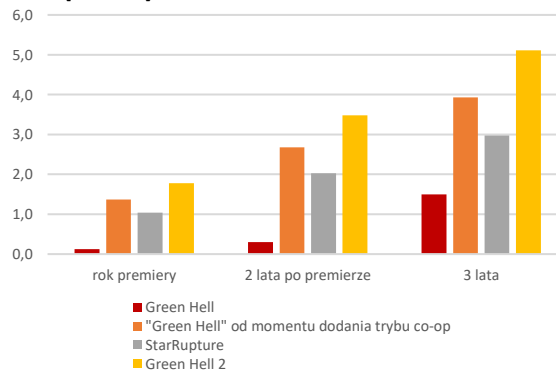
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln sztuk]



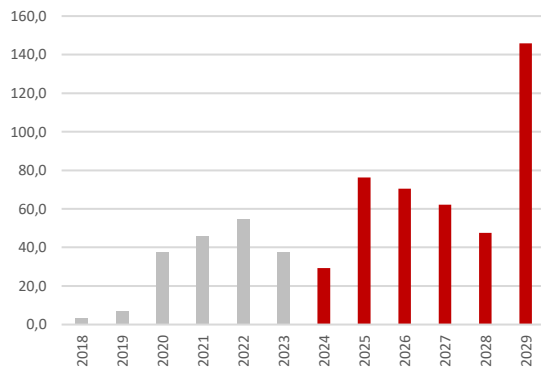
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dane dotyczące ilościowej sprzedaży tytułów w poszczególnych latach po debiucie [mln sztuk]

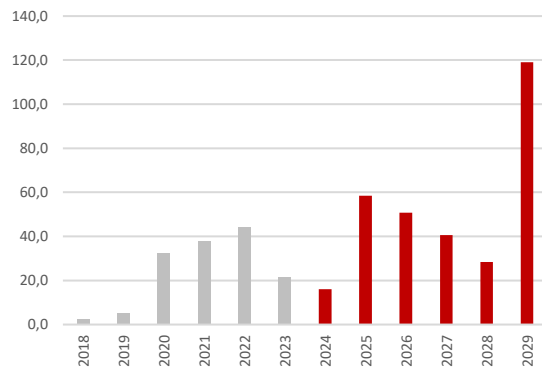


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

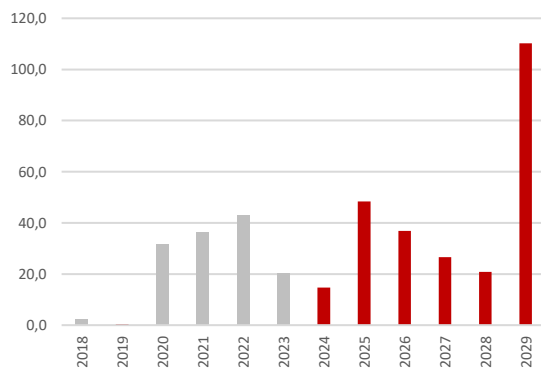
Przychody [mln PLN]



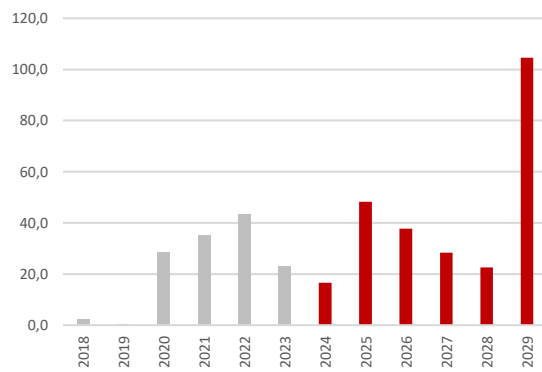
EBITDA adj. [mln PLN]



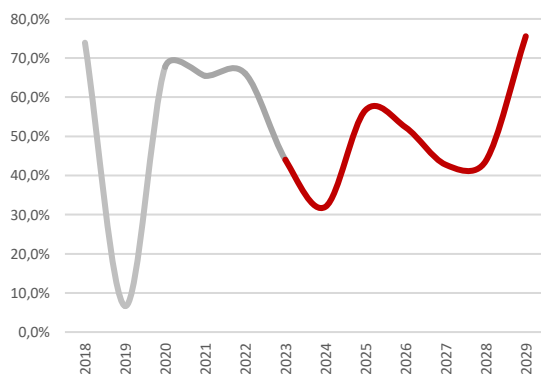
EBIT adj. [mln PLN]



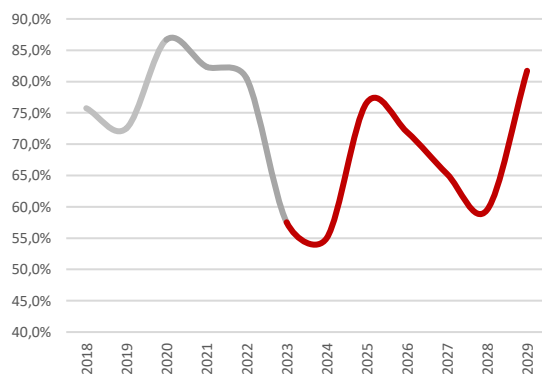
Zys netto adj. [mln PLN]



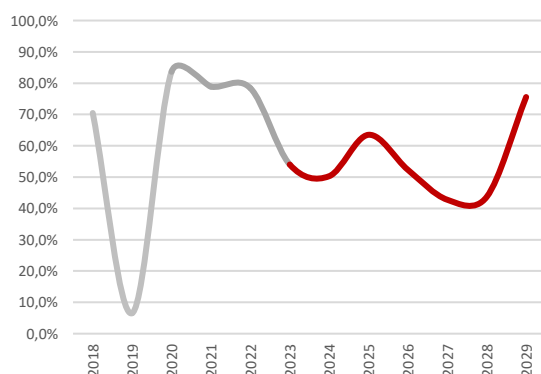
Rentowność brutto ze sprzedaży [%]



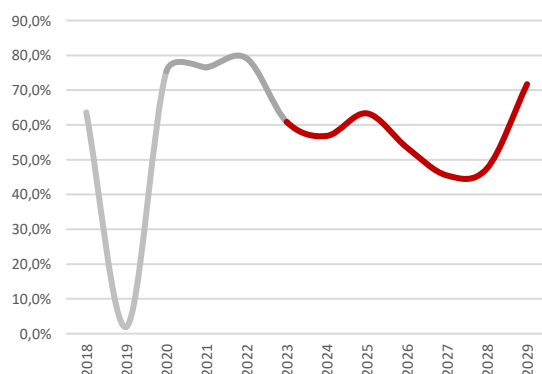
Rentowność EBITDA adj. [%]



Rentowność EBIT adj. [%]



Rentowność netto adj. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.02.2024 wynika m.in. z:

- Lepszej od naszych oczekiwań monetyzacji „Green Hell’a” na przestrzeni 1H’24.
- Obniżenia prognoz sprzedażowych dot. gry „StarRupture”.
- Zwiększenia poziomu CAPEX-u wynikającego z wyższych nakładów na przestrzeni 1H’24.
- Umocnienia PLN względem USD i EUR.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.02.2024 [mln PLN]

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
POPZEDNIA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	54,9	37,5	25,8	100,3	94,4
„Green Hell”	54,9	37,5	25,8	15,7	10,7
„StarRupture”	0,0	0,0	0,0	84,6	83,6
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AKTUALNA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	54,9	37,5	29,2	76,2	70,5
„Green Hell”	54,9	37,5	29,2	19,5	14,1
„StarRupture”	0,0	0,0	0,0	56,8	56,4
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ZMIANA %					
Przychody [mln PLN]	0,0%	0,1%	13,3%	-24,0%	-25,3%
„Green Hell”	0,0%	0,1%	13,3%	23,9%	31,4%
„StarRupture”	-	-	-	-32,9%	-32,6%
„Green Hell 2”	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 27.02.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	25,8	29,2	13,3%	100,3	76,2	-24,0%	94,4	70,5	-25,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	4,5	9,4	106,3%	67,3	43,2	-35,8%	59,3	36,9	-37,8%
EBITDA	5,8	11,0	90,5%	76,5	53,2	-30,4%	72,1	50,7	-29,6%
EBITDA adj.	10,3	16,1	56,7%	81,0	58,4	-27,9%	72,1	50,7	-29,6%
EBIT	4,5	9,6	111,6%	67,3	43,2	-35,8%	59,3	36,9	-37,8%
EBIT adj.	9,0	14,7	62,7%	71,8	48,4	-32,5%	59,3	36,9	-37,8%
Wynik brutto	8,5	12,9	51,9%	71,9	47,3	-34,1%	64,9	41,4	-36,2%
Wynik netto	7,7	11,5	49,2%	65,4	43,1	-34,1%	59,1	37,7	-36,2%
Wynik netto adj.	12,2	16,6	36,0%	69,9	48,3	-30,9%	59,1	37,7	-36,2%
marża brutto	17,6%	32,0%		67,1%	56,7%		62,8%	52,3%	
marża EBITDA	22,3%	37,6%		76,3%	69,8%		76,4%	72,0%	
marża EBITDA adj.	39,8%	55,0%		80,8%	76,6%		76,4%	72,0%	
marża EBIT	17,6%	32,8%		67,1%	56,7%		62,8%	52,3%	
marża EBIT adj.	35,0%	50,3%		71,6%	63,5%		62,8%	52,3%	
marża netto	29,9%	39,4%		65,2%	56,5%		62,6%	53,5%	
marża netto adj.	47,4%	56,8%		69,7%	63,3%		62,6%	53,5%	
USD/ PLN	3,998	3,868	-3,3%	4,020	3,921	-2,5%	3,957	3,877	-2,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	5,4	9,4	17,8	31,0	35,2	34,1	33,8	48,2	45,0
WNiP	0,9	1,6	0,8	0,6	17,3	16,1	3,7	1,9	29,5
Rzeczowe aktywa trwałe	0,7	0,6	1,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	3,8	7,2	15,8	28,0	15,4	15,6	27,7	44,0	13,0
Aktywa obrotowe	69,0	94,3	84,3	74,6	114,6	122,3	126,5	115,6	221,4
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności krótkoterminowe	8,8	8,1	4,9	4,9	10,7	11,0	9,0	7,0	17,1
Inwestycje krótkoterminowe	59,9	86,0	79,1	69,2	103,5	110,9	117,0	108,1	203,8
<i>Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne</i>	<i>59,7</i>	<i>80,6</i>	<i>59,6</i>	<i>49,8</i>	<i>84,1</i>	<i>91,4</i>	<i>97,6</i>	<i>88,7</i>	<i>184,4</i>
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa razem	74,4	103,7	102,2	105,6	149,8	156,4	160,3	163,8	266,4
Kapitał własny	71,0	100,0	97,7	101,2	138,5	143,9	149,6	155,2	246,2
Rezerwy na zobowiązania	0,6	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,1	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Zobowiązania krótkoterminowe	2,5	3,4	3,8	3,6	10,4	11,6	9,9	7,8	19,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	74,4	103,7	102,2	105,6	149,8	156,4	160,3	163,8	266,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	46,1	54,9	37,5	29,2	76,2	70,5	62,2	47,6	145,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	30,2	36,3	16,5	9,4	43,2	36,9	26,6	20,8	110,2
EBITDA	31,8	37,1	17,1	11,0	53,2	50,7	40,6	28,3	119,1
EBITDA adj.	38,0	44,2	21,6	16,1	58,4	50,7	40,6	28,3	119,1
Amortyzacja	1,6	1,0	1,3	1,4	10,0	13,9	14,0	7,5	9,0
EBIT	30,2	36,1	15,8	9,6	43,2	36,9	26,6	20,8	110,2
EBIT adj.	36,4	43,1	20,3	14,7	48,4	36,9	26,6	20,8	110,2
Saldo działalności finansowej	1,2	3,5	5,0	3,3	4,1	4,6	4,5	4,1	4,7
Zysk (strata) brutto	31,4	39,6	20,7	12,9	47,3	41,4	31,1	24,8	114,9
Zysk (strata) netto	29,1	36,5	18,3	11,5	43,1	37,7	28,3	22,6	104,5
Zysk (strata) netto adj.	35,3	43,5	22,8	16,6	48,3	37,7	28,3	22,6	104,5
CF [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	35,5	45,4	23,5	13,4	54,2	52,5	42,5	30,0	115,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,6	-84,9	56,0	-13,8	-14,1	-12,8	-13,7	-21,9	-5,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,2	-14,8	-25,6	-9,3	-5,8	-32,3	-22,6	-17,0	-13,6
Przepływy pieniężne netto	31,7	-54,3	54,0	-9,7	34,3	7,4	6,2	-8,9	95,7
Środki pieniężne na początek okresu	28,0	59,7	5,5	59,4	49,8	84,1	91,4	97,6	88,7
Środki pieniężne na koniec okresu	59,7	5,5	59,4	49,8	84,1	91,4	97,6	88,7	184,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	22,5%	19,0%	-31,7%	-22,1%	160,9%	-7,5%	-11,8%	-23,5%	206,3%
EBITDA zmiana r/r	19,3%	16,7%	-54,0%	-35,7%	385,1%	-4,7%	-20,0%	-30,2%	320,7%
EBITDA adj. zmiana r/r	16,4%	16,3%	-51,2%	-25,5%	263,5%	-13,2%	-20,0%	-30,2%	320,7%
EBIT zmiana r/r	18,4%	19,4%	-56,3%	-39,1%	350,5%	-14,7%	-27,9%	-21,8%	429,8%
EBIT adj. zmiana r/r	15,5%	18,3%	-53,0%	-27,5%	229,5%	-23,8%	-27,9%	-21,8%	429,8%
Zysk netto zmiana r/r	29,9%	25,3%	-49,7%	-37,2%	274,2%	-12,5%	-25,0%	-20,1%	362,4%
Zysk netto adj. zmiana r/r	24,3%	23,1%	-47,5%	-27,2%	190,6%	-21,9%	-25,0%	-20,1%	362,4%
Marża brutto ze sprzedaży	65,5%	66,0%	44,0%	32,0%	56,7%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża EBITDA	68,9%	67,6%	45,5%	37,6%	69,8%	72,0%	65,3%	59,5%	81,7%
Marża EBITDA adj.	82,4%	80,5%	57,5%	55,0%	76,6%	72,0%	65,3%	59,5%	81,7%
Marża EBIT	65,5%	65,7%	42,0%	32,8%	56,7%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża EBIT adj.	78,9%	78,4%	54,0%	50,3%	63,5%	52,3%	42,8%	43,7%	75,6%
Marża netto	63,1%	66,4%	48,9%	39,4%	56,5%	53,5%	45,5%	47,5%	71,7%
Marża netto adj.	76,5%	79,1%	60,9%	56,8%	63,3%	53,5%	45,5%	47,5%	71,7%
ROE	41,0%	36,5%	18,8%	11,4%	31,1%	26,2%	18,9%	14,6%	42,5%
ROE adj.	49,7%	43,4%	23,4%	16,4%	34,8%	26,2%	18,9%	14,6%	42,5%
ROA	39,1%	35,1%	17,9%	10,9%	28,8%	24,1%	17,6%	13,8%	39,2%
ROA adj.	47,5%	41,9%	22,3%	15,7%	32,2%	24,1%	17,6%	13,8%	39,2%
Dług netto	-59,2	-160,2	-77,9	-67,8	-100,3	-107,7	-114,4	-106,1	-198,1
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-1,6	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,8
Dług netto / EBITDA	-1,9	-4,3	-4,6	-6,2	-1,9	-2,1	-2,8	-3,7	-1,7
Dług netto / EBITDA adj.	-1,6	-3,6	-3,6	-4,2	-1,7	-2,1	-2,8	-3,7	-1,7
Dług netto / EBIT	-2,0	-4,4	-4,9	-7,1	-2,3	-2,9	-4,3	-5,1	-1,8
Dług netto / EBIT adj.	-1,6	-3,7	-3,8	-4,6	-2,1	-2,9	-4,3	-5,1	-1,8
EV	239,4	138,4	229,5	239,6	207,0	215,9	209,3	217,6	125,5
CAPEX / Przychody	8,0%	11,2%	37,3%	42,4%	17,6%	16,0%	19,5%	34,1%	10,6%
CAPEX / Amortyzacja	229,7%	592,5%	1065,7%	899,2%	134,0%	81,6%	86,5%	215,9%	172,6%
Amortyzacja / Przychody	3,5%	1,9%	3,5%	4,7%	13,1%	19,6%	22,5%	15,8%	6,1%
Zmiana KO / Przychody	-3,8%	2,8%	10,5%	-1,2%	1,4%	1,3%	0,4%	-0,3%	1,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-20,8%	17,3%	-22,6%	4,2%	2,3%	-15,5%	-3,0%	0,9%	1,5%
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	6,5	5,4	8,2	10,5	4,0	4,6	5,2	6,8	2,2
P/E*	10,3	8,2	16,8	26,7	7,1	8,6	11,5	14,3	3,1
P/E adj.*	8,5	6,9	13,5	18,5	6,4	8,6	11,5	14,3	3,1
P/BV*	4,2	3,0	3,1	3,0	2,2	2,3	2,2	2,1	1,3
P/CE*	214,5	199,1	135,2	101,7	225,5	181,5	127,5	112,1	249,4
EV/EBITDA*	7,5	3,7	13,5	21,9	3,9	4,3	5,2	7,7	1,1
EV/EBITDA adj.*	6,3	3,1	10,7	14,9	3,5	4,3	5,2	7,7	1,1
EV/EBIT*	7,9	3,8	14,6	25,0	4,8	5,9	7,9	10,5	1,1
EV/EBIT adj.*	6,6	3,2	11,3	16,3	4,3	5,9	7,9	10,5	1,1
EV/S*	5,2	2,5	6,1	8,2	2,7	3,1	3,4	4,6	0,9
BVPS	104,6	147,2	139,7	144,7	198,1	195,5	203,2	210,8	334,4
EPS	42,8	53,7	26,2	16,5	61,6	51,2	38,4	30,7	142,0
EPS adj.	52,0	64,0	32,6	23,8	69,0	51,2	38,4	30,7	142,0
CEPS	2,1	2,2	3,3	4,3	2,0	2,4	3,5	3,9	1,8
CEPS adj.	1,7	1,9	2,6	3,0	1,7	2,4	3,5	3,9	1,8
Dywidenda	0,0	14,6	28,0	9,2	5,8	32,3	22,6	17,0	13,6
DPS	0,0	21,5	40,0	13,1	8,2	43,9	30,7	23,1	18,4
Dyield	0,0%	4,9%	9,1%	3,0%	1,9%	10,0%	7,0%	5,2%	4,2%
Payout ratio	0,0%	50,2%	76,7%	50,0%	50,0%	75,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 440 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
kupuj	621	kupuj	760	09.09.2024	09:50 CEST	440	81 882
kupuj	760	kupuj	1 056	27.02.2024	09:50 CET	620	82 870
kupuj	1 056	kupuj	1 200	21.03.2023	14:15 CET	829	57 488
kupuj	1 200	kupuj	1 175	16.02.2022	07:00 CEST	808	67 532
kupuj	1 175	-	-	26.05.2021	08:00 CEST	823	64 055

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 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	8	62%	0	0%
Akumuluj	2	15%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	1	8%	0	0%
Sprzedaj	1	8%	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: 2024-09-09.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-09-09 (09:50 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-09-16 (09:50 CEST).

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

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

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

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitikowi 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 2024-09-09:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.