

wtorek, 16 października 2018 | aktualizacja raportu

CD Projekt: redukuje (podwyższona)

CDR PW; CDR.WA | IT, Polska

Wysoki wzrost wyników zdyskontowany w cenie

Przyjęcie Cyberpunk 2077 (C2077) przez środowisko graczy pokazało jakim zainteresowaniem cieszy się najnowsza produkcja CD Projekt RED (CDR). Prezentacja zwiastuna C2077 była jednym z najważniejszych wydarzeń targów E3, a sama produkcja zebrała rekordową ilość nagród podczas targów. Znacznie wyższe zainteresowanie C2077 niż Wiedźminem 3: Dziki Gon (W3), wzrost rozpoznawalności studia oraz wyższa baza konsol powinny przełożyć pozytywnie na wolumen sprzedaży C2077 (zakładamy 14,6 mln sztuk w 2020 roku). Dodatkowo zwiększeniu sprzedaży oraz wyników Spółki powinien sprzyjać wzrost udziału cyfrowego kanału sprzedaży. Uwzględniając komentarz Zarządu dotyczący procesu produkcji C2077, zmieniamy nasze założenie dotyczące premiery gry na rok 2020. Zakładamy, że rozbudowa zespołów deweloperskich w CD Projekt przełoży się na większą częstotliwość wydawanych produkcji w kolejnych latach (zakładany cykl produkcji na poziomie 2 lat). Obecnie Spółka przygotowuje się do oficjalnej premiery gry Gwint oraz jednoosobowej kampanii Wojna Krwi: Wiedźmińskie Opowieści, które powinny zasilić wynik Spółki w 4Q'18. Podwyższamy nasze założenia FCF na kolejne lata i zakładamy, że CDR będzie generować średniorocznie 662 mln PLN FCF w latach 2018-27P (vs. 370 mln PLN w okresie premiery W3). Pomimo nadprzeciętnych zdolności Studia w obszarze tworzenia gier oraz potencjału do zwiększania wyników w przyszłych okresach, uważamy że obecna wycena dyskontuje zbyt agresywnie założenia wyników na kolejne lata i podtrzymujemy naszą negatywną rekomendację, podwyższając cenę docelową do 136,30 PLN.

Wysoki potencjał sprzedażowy C2077

Sprzedaż W3 w okresie 2 tyg. po premierze (najbardziej przychodowa) była istotnie niższa niż wyniki osiągane przez najbardziej rozpoznawalne tytuły jak Destiny, Fallout 4, Call of Duty: WWII oraz Far Cry 5 (więcej na stronie 4). Zainteresowanie towarzyszące C2077 pozwala postawić tezę, że wolumen sprzedaży gry będzie zbliżony do wyników osiągniętych przez najlepsze gry. Ponadto szacujemy, że C2077 odnotuje istotnie wyższą wartość wolumenu w przedsprzedaży (najwyższa cena) niż W3.

Cyfrowa dystrybucja zmienia proporcję zysków

Dynamiczny rozwój cyfrowego kanału sprzedaży potwierdzają szacunki sprzedaży platformy Steam (sprzedaż +22% do 4,3 mld USD w 2017; liczba użytkowników +28% r/r) oraz wzrost udziału kanału w sprzedaży gier. Cyfrowy model dystrybucji oferuje producentom gier (1) znacznie wyższą rentowność vs. kanał tradycyjny; (2) wydłużenie cyklu życia produktu oraz (3) możliwość lepszego dotarcia do klienta.

Znacznie niższy FCF Yield vs. spółki porównywalne

Uważamy, że obecna rozpoznawalność studia CDR uzasadnia porównywanie Spółki do największych podmiotów z sektora (EA, Take Two, ATVI, Ubisoft, Capcom). Prognozowany przez nas średni FCF w okresie 2018-27 jest prawie 2x wyższy niż FCF wygenerowany w roku premiery W3, co naszym zdaniem uwzględnia wysoki potencjał spółki. Uwzględniając średni FCF Yield w latach 2019-21 na poziomie 3,2% w CDR vs. 4,8% w grupie porównawczej, uważamy obecną wycenę za zbyt wysoką.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	583,9	463,2	472,6	471,6	1 566,4
EBITDA	307,9	245,8	214,0	185,0	930,2
marża EBITDA	52,7%	53,1%	45,3%	39,2%	59,4%
EBIT	303,6	240,9	208,8	179,3	923,9
Zysk netto	250,5	200,3	179,3	163,8	822,4
P/E	60,3	75,4	84,2	92,2	18,4
P/CE	59,3	73,6	81,9	89,1	18,2
P/BV	19,4	17,1	14,2	12,5	7,7
EV/EBITDA	47,1	58,8	67,5	77,9	14,6
DPS	0,00	1,10	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,7%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	158,60 PLN
Cena docelowa	136,30 PLN
Kapitalizacja	15 245 mln PLN
Free float	9 917 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	116 mln PLN

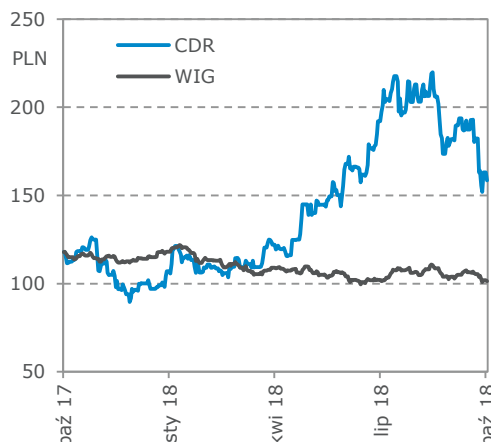
Struktura akcjonariatu

Marcin Iwiński	12,64%
Michał Kiciński	10,91%
Piotr Nielubowicz	6,38%
AVIVA OFE	5,02%
Pozostali	65,05%

Profil spółki

Działalność opierająca się na produkcji gier ma charakter projektowy, gdzie sukces każdej z produkcji jest determinowany przez kompetencje studia deweloperskiego, jego rozpoznawalność, jakość gry, nakłady na produkcję oraz przyjętą strategię marketingową. Podmioty, które wydają gry będące kontynuacją znanej serii obarczone są mniejszym ryzykiem inwestycyjnym.

Kurs akcji CDR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CD Projekt	136,30	90,60	redukuje	sprzedaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CD Projekt	158,60	136,30	-14,1%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-4.7%	-70.8%	+26.2%
EBITDA	-13.7%	-77.4%	+26.4%
zysk netto	-9.5%	-75.4%	+27.9%

Analityk:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 16 października 2018 o godzinie 8:44. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 16 października 2018 o godzinie 8:44.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:
http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnienia w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki CD Projekt wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

rekomendacja	sprzedaż	sprzedaż
data wydania	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	90,80	90,00
kurs z dnia rekomendacji	114,90	115,00

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszc

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliscz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Zybała

+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Szymon Kubka, CFA, PRM

+48 22 697 48 54
szymon.kubka@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lempicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl