

piątek, 23 listopada 2018 | aktualizacja raportu

CD Projekt: kupuj (podwyższona)

CDR PW; CDR.WA | IT, Polska

Sukces RDR2 pokazuje potencjał sprzedażowy C2077

Od momentu wydania naszej rekomendacji cena CD Projekt spadła o 12%, natomiast średnia spadków cen akcji dla największych producentów z branży gier wyniosła 22%. Wyniki Spółki w 3Q'18 zgodnie z oczekiwaniami uległy istotnemu pogorszeniu r/r. Negatywną informacją była niższa od oczekiwań Zarządu monetyzacja Gwinta oraz sprzedaż gry Wojna Krwi: Wiedźmińskie Opowieści. Biorąc powyższe pod uwagę obniżyliśmy nasze oczekiwania dla Gwinta na lata 2018-20 o średnio 50%. Jednocześnie pod koniec X'18 premierę miała gra Red Dead Redemption 2, której sukces sprzedażowy wskazuje na wysoki potencjał Cyberpunk 2077 (C2077) i skłania nas do podwyższenia naszych szacunków sprzedaży gry z 14,6 mln sztuk do 17,9 mln sztuk w pierwszym roku oraz do podwyższenia naszego założenia udziału sprzedaży w pierwszej cenie. Wysokie zainteresowanie C2077 potwierdza otrzymanie prestiżowej nagrody Golden Joystick Award 2018 dla tej produkcji za najbardziej oczekiwany tytuł przez graczy. Uważamy, że kontynuacja kampanii marketingowej w 2019 roku może pozytywnie wpływać na notowania CDR. Korygujemy nasze szacunki EBITDA dla lat 2018/19/20 o odpowiednio -33%/-69%/+72%, ze względu na zmianę zakładanej sprzedaży gier Gwint oraz C2077. Uwzględniając powyższe, podwyższamy naszą rekomendację do kupuj z ceną docelową 170,40 PLN.

Bardzo dobre dane sprzedażowe RDR2

Red Dead Redemption 2 odnotowało sprzedaż do klientów zewnętrznych na poziomie 725 mln USD w ciągu 3 dni od premiery (około 12 mln sztuk przy założeniu 60 USD/szt.). Sprzedaż produkcji była prowadzona wyłącznie na konsole PS4 oraz XOne. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez Superdata, sprzedaż w cyfrowym kanale sprzedaży wyniosła 4 mln sztuk w mniej niż tydzień od premiery, z czego 67% przypadało na PS4. Duże zainteresowanie graczami C2077 (zbliżone do RDR2), większa ilość platform w C2077 vs. RDR 2 o PC, potencjalnie wyższy udział sprzedaży cyfrowej (wyższy na PC niż na konsolach) oraz większa baza konsol w momencie premiery, powinny wspierać wolumen sprzedaży C2077.

Obniżenie szacunków dla Gwinta

Wraz z publikacją wyników za 3Q'18, Spółka poinformowała, że sprzedaż gry Wojna Krwi jest poniżej oczekiwań Zarządu. Początkowo produkcja sprzedawana była wyłącznie przez platformę GOG.com, która ma znacznie niższą bazę klientów niż Steam (gra jest dostępna na tej platformie od 9 listopada). Zarząd poinformował podczas telekonferencji o braku istotnego odbicia przychodów w grze Gwint po oficjalnej premierze oraz po wprowadzeniu zapowiadanych zmian w ramach Gwint Homecoming.

Korekta w sektorze producentów gier

Od początku X'18 cena CDR spadła o 27% vs. -29% dla największych spółek z sektora (Activision, Capcom, Take Two, Ubisoft oraz EA). Uwzględniając dobre perspektywy dla sektora oraz coraz lepsze wyniki sprzedażowe kolejnych produkcji, uważamy że korekta ma charakter krótkoterminowy. Na wskaźniku EV/EBITDA 12M Blended Forward, CDR jest wyceniany z 10,1% dyskontem vs. spółki porównywalne, a wartość wskaźnika jest w okolicach -1 odchylenia standardowego względem 5-letniej średniej.

(mln PLN)	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Przychody	583,9	463,2	387,7	328,6	2 317,6
EBITDA	307,9	245,8	143,5	57,6	1 595,5
marża EBITDA	52,7%	53,1%	37,0%	17,5%	68,8%
EBIT	303,6	240,9	138,7	52,3	1 589,7
Zysk netto	250,5	200,3	115,1	41,7	1 297,1
P/E	52,8	66,1	115,0	317,4	10,2
P/CE	52,0	64,5	110,4	281,7	10,2
P/BV	17,0	15,0	13,1	12,6	5,6
EV/EBITDA	41,0	51,2	87,9	220,5	7,1
DPS	0,00	1,06	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	139,00 PLN
Cena docelowa	170,40 PLN
Kapitalizacja	13 235 mln PLN
Free float	9 917 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	125,9 mln PLN

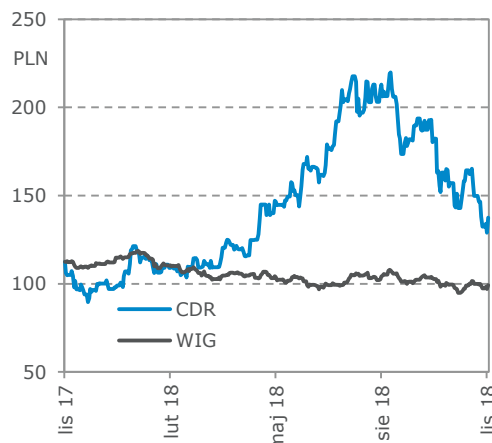
Struktura akcjonariatu

Marcin Iwiński	12,64%
Michał Kiciński	10,91%
Piotr Nielubowicz	6,38%
Nationale-Nederlanden PTE	5,20%
Pozostali	64,87%

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	170,40	136,60	kupuj	redukuj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
CD Projekt	139,00	170,40	+22,6%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2018P	2019P	2020P
Przychody	-18,0%	-30,3%	+48,0%
EBITDA	-32,9%	-68,9%	+71,5%
zysk netto	-35,8%	-74,5%	+57,7%

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 23 listopada 2018 o godzinie 08:35.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 listopada 2018 o godzinie 08:35.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, 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 pełnionej 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	redukuj	sprzedaj	sprzedaj
data wydania	2018-10-16	2018-04-06	2018-02-02
cena docelowa (PLN)	136,60	90,80	90,00
kurs z dnia rekomendacji	158,60	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 Zybala
+48 22 438 24 04
piotr.zybala@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

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

Aleksandra Szklarczyk
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Mikołaj Lemańczyk
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

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