



Dom Maklerski BDM S.A.

CD Projekt

RAPORT ANALITYCZNY

REDUKUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 332 PLN

06 MAJA 2020, 08:00 CEST

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla CD Projekt od zalecenia REDUKUJ z ceną docelową 332 PLN/akcję, czyli 7% poniżej obecnej ceny rynkowej. Naszym zdaniem aktualna wycena dewelopera dyskontuje już sukces gry „Cyberpunk 2077”. W swoich prognozach spodziewamy się, że w rok od premiery gra sprzeda się w nakładzie 30 mln kopii, co pozwoli wygenerować w tym okresie zysk na poziomie 2,4 mld PLN. Pragniemy zauważyć, że osiągając taki wynik stanie się drugą najlepiej sprzedającą się produkcją zaraz po GTAV, która to w pierwszym roku swojej sprzedaży rozeszła się w nakładzie 34 mln kopii na konsole starej generacji (aktualnie jest to już liczba w okolicach 120 mln). Ponadto czekamy na finalną akcję marketingową tej produkcji. Zważając na obecną sytuację na świecie, w tym odwołane targi gamingowe, spodziewamy się że przeprowadzenie kampanii na poziomie zasięgów z ubiegłego roku może być ciężkie do zrealizowania, niemniej jednak oczekujemy kreatywności ze strony REDów. Po premierze liczymy na trzy duże DLC do tej produkcji, które będą debiutowały w odstępach co pół roku, tym samym będą miały spory wpływ na utrzymującą się sprzedaż w kolejnych latach. Spodziewamy się trybu multiplayer w 2022 roku. Uważamy, że „Cyberpunk 2077” jest grą, która idealnie wpasuje się w tryb rozgrywki wieloosobowej, pragniemy jednak zauważyć, że jest to bardzo wymagający projekt, którego global launch może być odwlekany w czasie. Czekamy również na odtajnienie produkcji mobilnej spółki Spokko oraz na rozpoczęcie prac na kolejną grą z uniwersum Wiedźmina zaraz po premierze „CP2077”.

Wyniki za 4Q'19 okazały się znacznie lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu. Spółka zaskoczyła sprzedażą flagowej gry „Wiedźmin 3”, dla której 2019 rok okazał się drugim najlepszym od czasu premiery. W tym okresie rozeszło się około 6,6 mln egzemplarzy (w 2018 było to ok. 3,6 mln a w 2015 roku 9,5 mln). Do tak dobrych odczytów przyczyniła się m.in. premiera „W3” na Nintendo Switch (pr. -15.10.2019r, ok. 700 tys. sprzedanych kopii w 2019 roku), serial „Wiedźmin” na Netflixie, debiut mobilnego Gwinta oraz dobrze prowadzone akcje marketingowe.

Spodziewamy się, że mimo trudnej sytuacji panującej na świecie w związku z pandemią koronawirusa, premiera gry „Cyberpunk 2077” odbędzie się we wcześniej wskazanym terminie czyli 17.09.2020. Uważamy, że termin ten nie jest zagrożony, spółka przeszła na model pracy zdalnej. Przesuwając premierę z kwietnia na wrzesień spółka zapewniła sobie 5 miesięcy na dodatkową pracę nad poprawkami, ulepszeniami. Naszym zdaniem okres potrzebny na „dopięcie” tego projektu był znacznie krótszy, ale z marketingowego punktu widzenia nie są najlepszym momentem na wydawanie gry. Dlatego uważamy, że spółka usposobiła się w dodatkowy bufor bezpieczeństwa, który przy założeniu mniejszej efektywności zdalnej pracy może okazać się idealny do dowiezienia na czas tej produkcji. Spodziewamy się, że „Cyberpunk 2077” w rok od premiery sprzeda się w nakładzie 30 mln kopii, generując w 2020 roku 2,4 mld PLN zysku, a w 2021 roku będzie to kwota 1,7 mld PLN.

Spodziewamy się trzech dużych płatnych dodatków do „CP2077”, które będą wydawane w odstępie co pół roku. Uważamy, że będzie miało to duży wpływ na utrzymanie graczy przy produkcji, rozszerzenie zasięgów oraz znaczący wkład do wyników finansowych spółki.

W 2022 roku oczekujemy premiery multiplayera „CP2077”. Naszym zdaniem uniwersum to idealnie wpasowuje do możliwości jakie daje rozgrywka wieloosobowa. Uważamy, że nieograniczone możliwości modyfikacji tego świata, postaci, atrybutów będą miały znaczący wpływ na monetyzację tego tytułu. Aktualnie nad produkcją pracuje grupa deweloperów z Wrocławia („Strange New Things”), którzy wcześniej pracowali nad wieloosobową wersją „Dying Light”. Pragniemy jednak zwrócić uwagę na złożoność tego projektu, co może przełożyć się na większą ilość czasu potrzebną do ukończenia tego trybu.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	463,2	362,9	521,3	3 599,0	2 589,7	2 206,6
EBITDA [mln PLN]	245,8	129,0	217,8	2 825,3	2 022,9	1 724,2
EBIT [mln PLN]	240,9	112,4	180,3	2 626,1	1 874,6	1 517,2
Wynik brutto [mln PLN]	247,4	123,0	189,2	2 635,1	1 887,8	1 531,3
Zysk netto [mln PLN]	200,3	109,3	175,3	2 442,7	1 750,0	1 419,5
P/BV	38,9	34,3	31,1	9,9	8,6	7,6
P/E	171,6	314,3	196,0	14,9	20,9	25,7
EV/EBITDA	139,5	265,5	155,7	11,8	16,2	18,7
EV/EBIT	142,3	304,8	188,0	12,7	17,5	21,3
DPS	1,1	0,0	1,1	0,0	12,0	8,6
DY	0,3%	0,0%	0,3%	0,0%	3,3%	2,4%

Wycena DCF [PLN]	311
Wycena porównawcza – zagranica [PLN]	413
Wycena końcowa [PLN]	332
Potencjał do spadku	7%
Koszt kapitału	10%

Cena rynkowa [PLN]	358
Kapitalizacja [mld PLN]	34,4
Ilość akcji [mln. szt.]	96,12

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	368
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	216

Stopa zwrotu za 3 mc	16,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	40,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	68,9%

Struktura akcjonariatu:	
Marcin Iwiński	12,6%
Michał Kiciński	10,9%
Piotr Nielubowicz	6,4%
Adam Kiciński	3,5%
Pozostali Akcjonariusze	66,6%

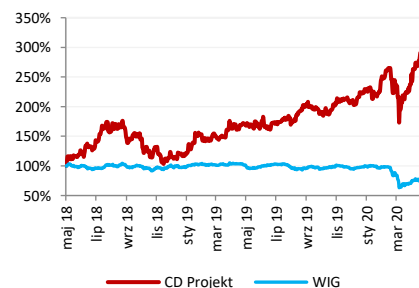
Krzysztof Tkocz

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:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
CZYNNIKI RYZYKA	9
PROFIL SPÓŁKI I STRATEGIA.....	10
RYNEK GIER WIDEO	17
WYNIKI ZA 4Q'19.....	23
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	24
DANE FINANSOWE	26

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki CD Projekt opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, drugiej z nich nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 311 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 405 PLN, a do spółek zagranicznych 413 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 31,8 mld PLN, czyli **332 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	311
Wycena porównawcza Polska	0%	405
Wycena porównawcza zagranica	20%	413
Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN]		332

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pomimo pandemii panującej na świecie, w krótkim terminie nie dostrzegamy negatywnych przesłanek, które mogłyby wpłynąć na funkcjonowanie dewelopera. Spółka przeniosła się do modelu pracy zdalnej, modernizując wcześniej infrastrukturę sieciową oraz wspierające je oprogramowanie. W dłuższym terminie, w otoczeniu pogłębiającego się kryzysu, budżety domowe mogą wystarczać na zakup dóbr pierwszej potrzeby, tym samym popyt na gry komputerowe może być znacznie mniejszy niż obecnie.

W aktualnym otoczeniu oczywistym zdaje się niemożność kontynuacji kampanii marketingowej na największych targach m.in. E3. Spodziewamy się jednak alternatywnego promowania gry „Cyberpunk 2077”. Głównym kanałem będą wszelakiego rodzaju środki masowego przekazu, w tym przede wszystkim internet. Spodziewamy się, że przeprowadzenie kampanii na poziomie zasięgów z ubiegłego roku może być ciężkie do zrealizowania.

Uważamy, że na przemianie związanej z przejściem do pracy w trybie zdalnym, może ucierpieć efektywność pracy zespołów ale nie powinno to wpłynąć na przesunięcia w harmonogramie premier. Przenosząc premierę gry „Cyberpunk 2077” z kwietnia na wrzesień CD Projekt zapewnił sobie 5 miesięcy na dodatkową pracę nad tym tytułem, co naszym zdaniem jest wystarczającym buforem bezpieczeństwa nawet przy zakładanym spadku wydajności produkcji. Dlatego też, oczekujemy, że premiera gry „Cyberpunk 2077” odbędzie się 17.09.2020 roku. We wrześniowym okienku wydawniczym znajdują się takie tytuły jak: „Marvel’s Avengers” (4.09.2020), FIFA21 oraz NBA 2K21. Uważamy jednak, że nie będą one miały wpływu na sprzedaż gry „Cyberpunk 2077”. W 2020 roku zakładamy sprzedaż 23,7 mln egzemplarzy, co przełoży się na 3,6 mld PLN przychodów natomiast w całym 2021 szacujemy, że gra sprzeda się w nakładzie 11,2 mln kopii, co da 2,6 mld PLN przychodów. Zakładamy, że do gry zostaną wydane trzy duże płatne rozszerzenia, w odstępach półrocznych. Każdy DLC będzie znacznie wzbogacał kontent podstawowej wersji, tak jak to miało miejsce w Wiedźminie 3.

Spodziewamy się Cyberpunka w wersji multiplayer w roku 2022. Zakładamy, że gra będzie w modelu F2P i będzie się monetizować poprzez mikrotransakcje. Uważamy, że zostanie stworzona po części na kształt gry „GTA Online”. Naszym zdaniem świat cyberpunka jest ograniczony jedynie przez wyobraźnię i kreatywność dewelopera, tym samym daje nieskończone pole możliwości co do rozwoju postaci, zakupu nowych ulepszeń, tworzenia nowych zadań, budowy społeczeństw, rywalizacji między graczami pojedynczo i w klanach. Niemniej jednak jest to pierwsza tak duża gra wieloosobowa tworzona przez spółkę. Złożoność tego projektu może wpłynąć na potrzebę większej ilości czasu potrzebnej do ukończenia tego trybu, co może przesunąć global launch i jego monetyzację na późniejsze okresy.

Zakładamy, że zaraz po wrześniowej premierze „Cyberpunka 2077”, zespoły pracujące nad tą produkcją zostaną oddelegowane do tworzenia dodatków i do nowej gry z uniwersum wiedźmina. Studio daje jasno do zrozumienia, że w nowej wersji „Wiedźmina” Geralt na pewno nie będzie pełnił roli głównego bohatera. Naszym zdaniem faworytką do objęcia schedy po „Białym Wilku” jest Ciri, tym samym gra mogłaby się okazać prequelem trzeciej części cyklu. Spodziewamy się, że do produkcji zostanie wydana wersja multiplayer. Ponadto, zapowiedziane przez Netflix kolejne sezony serialu „Wiedźmin” będą przez lata budowały społeczność dookoła tego uniwersum, co skutkować będzie większą bazą potencjalnych klientów.

CD Projekt dzięki spółce Spokko oraz jej produkcji zamierza umocnić swoją pozycję w segmencie mobilnym. Aktualnie wiadomo, że gra opiera się o IP, które jest w posiadaniu dewelopera (uniwersum wiedźmina bądź cyberpunka). Jednakże nie uwzględniamy tej produkcji w naszej wycenie.

Implikując do modelu nasze szacunki dotyczące przyszłych wyników spółki, uważamy że aktualna cena jest przewartościowana, w związku z tym rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla CD Projekt Red od zalecenia **REDUKUJ z ceną docelową 332 PLN/akcję**, czyli 7% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Główne założenia

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Sprzedaż kopii (mln)										
Wiedźmin 1-3	6,5	3,6	2,5	1,5	1,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077	23,7	11,2	8,7	7,6	6,8	6,1	5,6	5,2	4,8	4,4
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,6	8,8	6,6	5,3	4,5
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,3	11,6
Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)	3 599,0	2 589,7	2 206,6	1 542,6	1 382,4	4 093,3	3 542,1	3 704,5	5 947,8	4 795,9
Wiedźmin 1-3	270,2	102,7	71,3	30,2	19,9	10,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	3 149,7	2 214,5	1 691,5	892,4	598,3	407,8	302,3	230,5	150,6	91,3
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	229,9	405,3	484,3	562,5	560,0	447,0	237,3	55,5
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 709,4	2 165,2	1 118,0	747,8	523,5
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	252,5	347,2	439,4	490,9
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3 158,9	1 381,6
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	482,3
USD/PLN	4,089	4,135	4,073	4,029	3,986	3,986	3,986	3,986	3,986	3,986

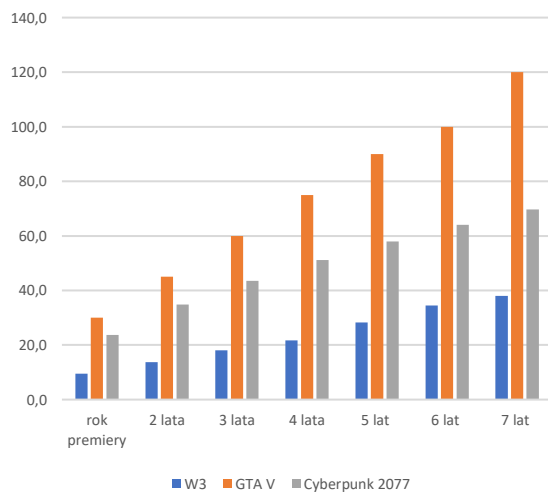
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody BDM	3 599	2 590	2 207	1 543
Przychody konsensus	2 838	2 229	1 914	1 616
Różnica	27%	16%	15%	-5%
EBIT BDM	2 626	1 875	1 517	944
EBIT konsensus	2 095	1 386	1 262	1 029
Różnica	25%	35%	20%	-8%
Zysk netto BDM	2 443	1 750	1 420	889
EBIT konsensus	1 811	1 317	1 119	828
Różnica	35%	33%	27%	7%

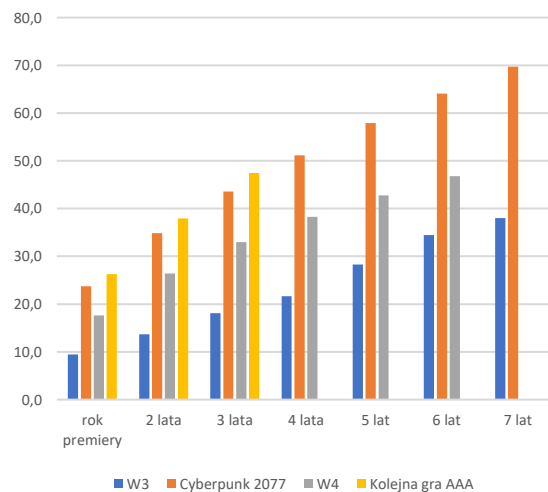
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ilość sprzedanych kopii poszczególnych gier w podziale na lata od premiery [mln kopii]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ilość sprzedanych kopii własnych gier w podziale na lata od premiery [mln kopii]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych (przyjmujemy długoterminowo 4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- Oczekujemy, że mimo trudnej sytuacji na świecie, wrześniowa premiera gry „Cyberpunk 2077” odbędzie się bez zakłóceń. Spodziewamy się w tym okresie sprzedaży w wysokości 23,7 mln kopii, co przełoży się 3,6 mld PLN przychodów w 2020 roku. Prognozujemy, że EBITDA w tym okresie wyniesie 2,8 mld PLN a zysk netto 2,4 mld PLN.
- Szacujemy, że koszt rozwoju gry „Cyberpunk 2077” wyniesie około 450 mln PLN. Dla porównania ten sam koszt dla „Wiedźmina 3” wyniósł 93 mln PLN, „Wiedźmina 2” 34 mln PLN, a „Wiedźmina 1” 16 mln PLN. Spodziewamy się kosztu marketingu na poziomie ok. 500 mln PLN (przy Wiedźminie 3 była to kwota ok 150 mln PLN, w 80% został sfinansowany przez dystrybutorów).
- Zakładamy 3 płatne dodatki do gry „Cyberpunk 2077” (droższe od dodatków do W3), dwa w 2021 roku i jeden 2022 roku, odstępy między ich premierami będą wynosiły ok. pół roku.
- W 2021 roku szacujemy sprzedaż „CP2077” na poziomie 11,2 mln PLN sztuk, co pozwoli osiągnąć w tym okresie 2,6 mld PLN przychodów, 2,0 mld PLN EBITDA oraz 1,7 mld PLN zysku netto.
- Spodziewamy się, że po premierze wyżej wspomnianej produkcji, deweloper rozlokuje zespoły do pracy nad wersją multiplayer, dodatkami i nad nową grą z uniwersum wiedźmina. Przypuszczamy, że będzie to prequel trzeciej części cyklu, nad którym spółka będzie pracowała około 4-5 lat, tym samym ukaże się w 2025 roku oraz, że zostanie do niego wydana wersja multiplayer.
- Zakładamy, że premiera „Cyberpunk Online” będzie miała miejsce w 2022 roku. Zaangażuje ona ok. 20% graczy, którzy kupili podstawową wersję. Prognozujemy, że początkowa monetyzacja będzie na relatywnie niskim poziomie, jednak będzie się ona poprawiać wraz z rozwojem marki. Szacujemy, że w roku premiery wypracuje 229,9 mln PLN przychodów, w 2023 405,3 mln PLN, a w 2024 484,3 mln PLN (dla porównania GTA Online w 5 lat wygenerowało około 1,1 mld USD przychodów). Spodziewamy się, że po premierze nad grą będzie czuwał duży zespół deweloperów, który będzie pracował nad płatnymi dodatkami, ulepszeniami, rozszerzaniem kontentu.
- Oczekujemy, że spółka Spokko, która pracuje aktualnie nad grą mobilną opartą na IP z uniwersum wiedźmina bądź cyberpunka ukaże za niedługo swój projekt, nie uwzględniamy go jednak w naszej wycenie.
- Zakładamy, że w nieodległej przyszłości, spółka będzie chciała rozszerzyć swoje portfolio o kolejne IP.
- Prognozujemy, że do końca tego roku w spółce będzie pracowało ok. 1,3 tys. osób, będzie sukcesywnie zwiększała zatrudnienie, co z jednej strony będzie wiązało się ze zwiększeniem kosztów wynagrodzeń, ale z drugiej pozwoli prowadzić kilka projektów jednocześnie.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 7,3%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Oczekujemy wypłaty dywidendy w 2021 roku.
- Program motywacyjny na lata 2016-2021 - uprawnienia z programu będą mogły być zrealizowane najwcześniej po zatwierdzeniu przez walne sprawozdania za 2019 r. Na potrzeby realizacji programu spółka albo wyemituje nowe akcje albo dokona skupu własnych akcji. Program motywacyjny adresowany jest do maksymalnie 149 osób. Przy realizacji celu określonego na lata 2016-2019 menedżerowie będą mogli objąć akcje po 25,7 PLN za szt. Maksymalna liczba uprawnień możliwych do przyznania i realizacji w ramach programu wynosi 6 mln. Do tej pory przyznanych zostało 5.655.000 uprawnień – uwzględniamy w wycenie.
- Program motywacyjny na lata 2020-2025 - osiągnięcie celów wynikowych ma warunkować przyznanie 80% uprawnień do objęcia akcji w ramach programu. Pozostałe 20% ma być zależne od kursu akcji CD Projektu. Wariant bazowy daje możliwość realizacji uprawnień po bazowej cenie - suma zysków netto (powiększonych o koszty wyceny programu) nie mniejsza niż 6 mld PLN w latach 2020-2023, 7 mld PLN w latach 2020-2024 lub 8,3 mld PLN w latach 2020-2025. Wariant drugi, pozwala na realizację uprawnień po cenie z dyskontem - zysk netto (powiększonych o koszty wyceny programu) na poziomie minimum 6 mld PLN w latach 2020-2022, 7 mld PLN w latach 2020-2023, 8,3 mld PLN w latach 2020-2024 lub 10 mld PLN w latach 2020-2025 – nie uwzględniamy w wycenie.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 102,1 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 06 maja 2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 31,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 332 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	521,3	3 599,0	2 589,7	2 206,6	1 542,6	1 382,4	4 093,3	3 542,1	3 704,5	5 947,8	4 795,9
EBIT [mln PLN]	180,3	2 626,1	1 874,6	1 517,2	944,2	765,6	3 088,2	2 743,3	2 890,3	4 578,7	3 895,9
Stopa podatkowa	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
Podatek od EBIT [mln PLN]	13,2	191,7	136,8	110,8	68,9	55,9	225,4	200,3	211,0	334,2	284,4
NOPLAT [mln PLN]	167,1	2 434,4	1 737,7	1 406,4	875,3	709,7	2 862,7	2 543,1	2 679,3	4 244,5	3 611,5
Amortyzacja [mln PLN]	37,5	199,3	148,3	207,0	105,9	39,8	230,3	201,2	166,5	174,4	103,6
CAPEX [mln PLN]	-256,5	-187,4	-165,9	-154,1	-108,9	-158,9	-187,0	-126,6	-160,2	-200,7	-112,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	-194,8	41,0	19,4	5,8	-1,6	-39,7	13,5	-14,9	-22,8	13,3
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-51,9	2 251,4	1 761,2	1 478,7	878,1	589,1	2 866,3	2 631,1	2 670,7	4 195,4	3 616,0
DFCF [mln PLN]	-51,9	2 114,1	1 503,4	1 147,6	619,5	377,8	1 671,2	1 394,6	1 286,9	1 837,8	1 440,0
Suma DFCF [mln PLN]		13 393,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		45 031,3									
											wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		17 932,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		31 325,8									
Dług netto 2019 [mln PLN]		-462,4									
Dywidenda 2020 [mln PLN]		0,0									
Udziały mniejszości 2019 [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		31 788,2									
Ilość akcji [mln szt.]*		102,1									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		311									

Przychody zmiana r/r	590,4%	-28,0%	-14,8%	-30,1%	-10,4%	196,1%	-13,5%	4,6%	60,6%	-19,4%
EBIT zmiana r/r	1356,6%	-28,6%	-19,1%	-37,8%	-18,9%	303,4%	-11,2%	5,4%	58,4%	-14,9%
FCF zmiana r/r	-	-21,8%	-16,0%	-40,6%	-32,9%	386,6%	-8,2%	1,5%	57,1%	-13,8%
Marża EBITDA	78,5%	78,1%	78,1%	68,1%	58,3%	81,1%	83,1%	82,5%	79,9%	83,4%
Marża EBIT	73,0%	72,4%	68,8%	61,2%	55,4%	75,4%	77,4%	78,0%	77,0%	81,2%
Marża NOPLAT	67,6%	67,1%	63,7%	56,7%	51,3%	69,9%	71,8%	72,3%	71,4%	75,3%
CAPEX / Przychody	5,2%	6,4%	7,0%	7,1%	11,5%	4,6%	3,6%	4,3%	3,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	94,1%	111,8%	74,4%	102,8%	398,8%	81,2%	62,9%	96,2%	115,1%	108,5%
Zmiana KO / Przychody	5,4%	-1,6%	-0,9%	-0,4%	0,1%	1,0%	-0,4%	0,4%	0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,3%	4,1%	5,1%	0,9%	-1,0%	1,5%	2,4%	9,2%	1,0%	1,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-bieżąca liczba akcji + 6 mln z PM

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
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	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	0,9	316,7	329,0	343,1	359,3	378,3	400,7	427,6	460,4	501,5
	1,0	296,2	306,7	318,5	332,0	347,6	365,9	387,4	413,2	444,8
	1,1	278,1	287,0	297,1	308,4	321,4	336,4	354,0	374,6	399,5
	1,2	261,9	269,6	278,2	287,8	298,8	311,3	325,7	342,5	362,4
	1,3	247,4	254,1	261,5	269,7	279,0	289,5	301,5	315,4	331,6
	1,4	234,4	240,2	246,6	253,7	261,6	270,5	280,6	292,2	305,5
	1,5	222,6	227,6	233,2	239,3	246,1	253,8	262,4	272,1	283,2

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								
Premia za ryzyko		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	3%	361,0	377,9	397,7	420,9	448,7	482,6	524,7	578,6	649,8
	4%	304,1	315,2	327,9	342,5	359,3	379,1	402,5	430,9	465,9
	5%	261,9	269,6	278,2	287,8	298,8	311,3	325,7	342,5	362,4
	6%	229,5	235,0	241,0	247,7	255,2	263,6	273,0	283,8	296,2
	7%	203,9	207,9	212,3	217,1	222,4	228,2	234,7	242,0	250,2
	8%	183,2	186,2	189,4	193,0	196,8	201,1	205,7	210,8	216,5
	9%	166,1	168,4	170,9	173,5	176,4	179,6	183,0	186,7	190,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
	3,0%	563,1	532,2	505,7	482,6	462,4	444,5	428,5	414,2	401,3
	4,0%	440,5	416,8	396,5	379,1	363,9	350,5	338,7	328,1	318,6
	5,0%	359,2	340,6	324,8	311,3	299,6	289,3	280,3	272,3	265,1
	6,0%	301,5	286,7	274,2	263,6	254,4	246,3	239,3	233,0	227,4
	7,0%	258,8	246,8	236,8	228,2	220,9	214,5	208,8	203,9	199,4
	8,0%	225,9	216,2	208,0	201,1	195,1	189,9	185,4	181,4	177,8
	9,0%	200,0	192,0	185,2	179,6	174,7	170,4	166,7	163,4	160,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **405 PLN**, natomiast do globalnych **413 PLN**. Nie uwzględniamy ich jednak przy końcowej wycenie, gdyż naszym zdaniem, różnią się one co do profilu prowadzonej działalności, zarówno skalą jak i portfelem gier, dlatego mylnym byłoby uwzględnianie tej metody przy końcowej wycenie.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
11 bit studios	45,3	13,6	10,8	28,3	9,5	6,4
CI Games	3,9	22,7	0,0	1,4	4,8	-
PlayWay	29,8	24,6	20,7	20,6	17,9	14,9
Ten Square Games	23,2	21,1	18,3	19,6	17,2	15,3
Mediana	26,5	21,9	18,3	20,1	13,4	14,9
CD Projekt	14,9	20,9	25,7	11,8	16,2	18,7
Premia/dyskonto dla CD Projekt	56,3%	95,2%	40,3%	58,6%	121,1%	25,7%
Wycena wg wskaźnika	634,6	375,4	254,7	583,7	297,6	288,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	421			390		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	405					

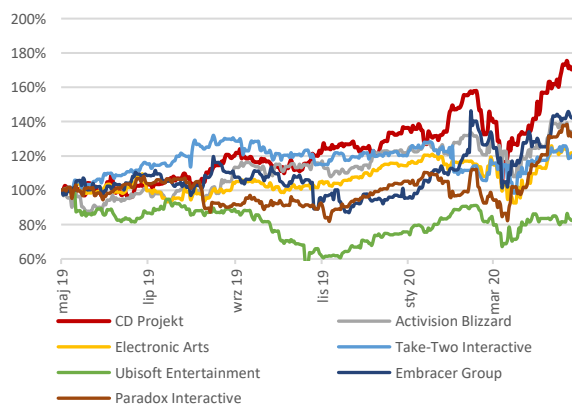
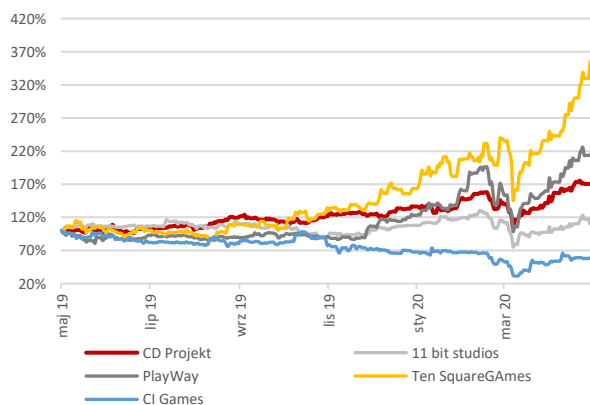
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ACTIVISION BLIZZARD INC	27,1	23,7	20,7	18,8	15,5	12,4
ELECTRONIC ARTS INC	23,3	23,8	21,1	16,8	15,5	13,3
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	26,5	29,2	20,2	17,5	18,1	11,5
UBISOFT ENTERTAINMENT	291,1	24,2	21,0	13,2	7,6	6,4
EMBRACER GROUP AB	50,0	28,2	28,4	15,5	11,2	10,2
CAPCOM CO LTD	28,9	25,1	22,8	14,6	12,3	11,2
PARADOX INTERACTIVE AB	41,7	35,5	31,6	19,6	17,1	14,9
Mediana	28,9	25,1	21,1	16,8	15,5	11,5
CD Projekt	14,9	20,9	25,7	11,8	16,2	18,7
Premia/dyskonto dla CD Projekt	51,8%	83,2%	21,9%	69,9%	104,8%	62,2%
Wycena wg wskaźnika	690,8	429,8	293,3	493,7	338,7	232,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	471			355		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	413					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od kwietnia 2019 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z nieudaną premierą gry „Cyberpunk 2077”

Jednym z głównych zagrożeń dla spółki może być porażka gry „Cyberpunk 2077” na poziomie sprzedaży ilości egzemplarzy, do której mogą przyczynić się takie elementy jak: 1) problemy techniczne gry – mnogość błędów oraz zbyt długi proces ich naprawy przełożą się na słabsze recenzje, oceny produkcji co może zniechęcić wielu potencjalnych graczy 2) zbyt skomplikowana fabuła/ toporna mechanika – gra może okazać się interesująca tylko dla specyficznego grona graczy, minąć się z oczekiwaniami większej społeczności 3) pojawienie się innych ciekawych produkcji w niedalekim odstępie czasowym od premiery.

2. Ryzyko związane z kolejnym opóźnieniem gry „Cyberpunk 2077”

Pierwsze przesunięcie premiery gry z 16 kwietnia 2020 na 17 września 2020 dało spółce zapas 5 miesięcy na testy, usunięcie błędów i ostatnie szlify. Jednak może się zdarzyć tak, iż problemy które pojawiają się w tej produkcji, będą wymagały kolejnych miesięcy pracy, tym samym spółka zdecyduje się przesunąć drugi raz premierę.

3. Ryzyko błędnego oszacowania nakładów i przyszłej sprzedaży

Produkcja, wydawanie oraz dystrybucja gier wymaga prognozy przed premierą przyszłej wartości sprzedanych produktów. Istnieje zatem ryzyko błędnego oszacowania nakładu i przyszłej sprzedaży.

4. Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki

W negatywnym scenariuszu rozwoju pandemii na świecie, ludzie w obawie o swoją przyszłość zaczną ciąć wydatki na rozrywkę, w tym na gry wideo, co może znacząco wpłynąć na sprzedaż produktów dewelopera.

5. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

Na rynku pracy liczba doświadczonych i wykwalifikowanych twórców gier wideo jest stosunkowo niewielka. Jednym z głównych powodów jest brak przygotowania absolwentów szkół wyższych w Polsce do tego zawodu. W związku, z tymi ograniczeniami, wyzwaniem staje się pozyskanie pracowników, w skali, która pozwoli spółce dynamicznie się rozwijać.

6. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Na rynku funkcjonuje wielu producentów gier klasy AAA, silna konkurencja może mieć konsekwencje w formie mniejszego zainteresowania produktami spółki oraz skrócenia ogona sprzedaży produkcji.

7. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

Utrata kluczowych współpracowników, posiadających największe doświadczenie i wiedzę dotyczącą zarządzania spółką, mogłaby wpłynąć w krótkim terminie zarówno na pogorszenie jakości jak i terminowości świadczonych usług. W średniej i dłuższej perspektywie mogłoby to wpłynąć na obniżenie planowanych wyników spółki.

8. Dystrybucja gier w chmurze

Szybki rozwój dystrybucji gier w chmurze, wzrost jego skuteczności i popularności, może przełożyć się na potencjalnie niższą marżowość platformy GOG.

9. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

Na działalność spółki duży wpływ mają nowe technologie oraz rozwiązania informatyczne. Ze względu na dużą dynamikę rozwoju rynku technologicznego, dla CD Projektu koniecznym staje się ciągłe monitorowanie wchodzących nowości oraz ich szybka implikacja. Potencjalnym ryzykiem dla spółki jest niedostosowanie się do zmieniających się warunków panujących na rynku, ze względu na brak możliwości technologicznego szybkiego dostosowania się lub przez wysokie koszty adaptacji nowych rozwiązań.

10. Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR

W 2019 roku sprzedaż zagraniczna stanowiła 96,6% przychodów spółki (rok wcześniej 95,6%), rozliczanych głównie w USD i EUR. Umocnienie PLN względem tych walut spowoduje niższe przychody ze sprzedaży tytułów spółki.

PROFIL SPÓŁKI I STRATEGIA

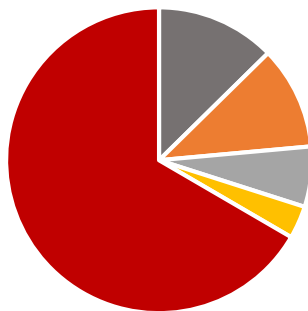
Historia

Spółka miała swoje początki w roku 1994 jako CDP.pl. Na początku zajmowała się dostarczaniem oprogramowania na płytach CD importowanego ze Stanów Zjednoczonych. W kolejnych latach zawarli umowy na autoryzowaną dystrybucję z takimi wydawcami jak: Acclaim, Blizzard, Blue Byte, Interplay czy Psygnosis. W 1996 roku jako pierwsza w Polsce zaczęła wydawać gry z polskimi instrukcjami i w polskich pudełkach. W 1999 roku krokiem milowym dla spółki było stworzenie pierwszej pełnej polskiej lokalizacji gry Baldur's Gate. Sukces ten umożliwił w następnych latach poszerzenie oferty o Diablo II czy Baldur's Gate II. Spółka stała się dystrybutorem na rynku polskim takich wydawców jak: Atari, Cryo, Konami, Microsoft czy Sega czy Ubisoft, na którego gry na konsole PlayStation czy PlayStation 2 miała wyłączność. W 2002 roku utworzono CD Projekt Red Studio, a już we wrześniu 2003 roku zaczęło pracować nad własną grą RPG „Wiedźmin”. Budżet tego projektu wyniósł 20 mln PLN, pracowało nad nim przez pięć lat 100 osób. Jego premiera w październiku 2007 roku okazała się sukcesem (w ciągu trzech dni od premiery grę kupiło 35 tys. osób). Na przełomie roku 2007/2008 rozpoczęły się prace nad grą „Wiedźmin 2” W 2008 początek swój miała platforma cyfrowej dystrybucji gier GOG.com., która początkowo sprzedawała klasyczne, kultowe gry na PC. W 2009 roku CDP Investment i Optimus S.A. (spółka notowana na GPW) zawarły umowę inwestycyjną, w której Optimus nabył 100% udziałów w CDP Investment. W 2011 roku zmieniono nazwę z Optimus S.A. na CD Projekt RED S.A. W tym okresie też miała swoją premierę gra „Wiedźmin 2: Zabójcy Królów”. W październiku 2012 roku poinformowano o sprzedaży łącznie ponad 2 mln egzemplarzy tej produkcji, ogłoszono również rozpoczęcie prac nad grą „Cyberpunk 2077”. 19 maja 2015 roku miała premierę gra „Wiedźmin 3: Dziki Gon”, w ciągu sześciu tygodni sprzedano ok. 6 mln sztuk. 13 października 2015 roku wydano pierwszy dodatek „Serce z Kamienia”, a w 2016 drugi „Krew i Wino”. 24 maja 2017 roku zadebiutowała Publiczna Beta gry „Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana”. W czerwcu 2018 roku spółka awansowała do WIG20, na E3 pokazano zwiastun gry „Cyberpunk 2077”, a w sierpniu powołano spółkę Spokko. W październiku 2018 roku premierę miał „Gwint” oraz gra „Wojny Krwi: Wiedźmińskie Opowieści”.

Opis spółki

Spółka działa w branży elektronicznej – gier wideo. Swoją działalność opiera na dwóch fundamentach: produkcji gier wideo (CD Projekt RED) oraz globalnej dystrybucji cyfrowej gier (GOG.com). Studio znane jest ze stworzenia trylogii gier o Wiedźminie (Wiedźmin, Wiedźmin 2: Zabójcy Królów i Wiedźmin 3: Dziki Gon). Do czerwca 2019 r. sprzedaż gier serii przekroczyła ponad 40 mln kopii na całym świecie. Spółka notowana jest na GPW i należy do indeksu WIG20. Stabilna sytuacja pozwala jej na koncentrację na produkcji gier. Większość zatrudnionych pracowników pracuje w warszawskim biurze. Grupa posiada również biura w Krakowie i we Wrocławiu (odpowiadają za kolejne produkcje) oraz w Los Angeles, Berlinie, Tokio, Szanghaju (ich zadaniem jest koordynacja działań marketingowych i sprzedażowych na terenie tych poszczególnych krajów).

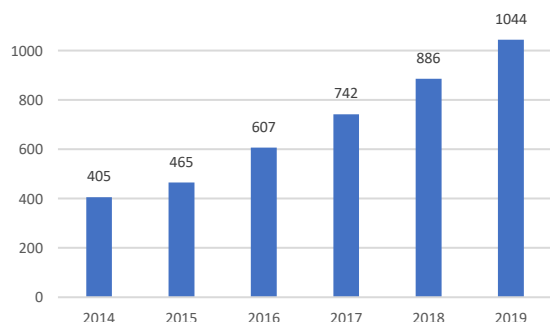
Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym



■ Marcini Iwiński ■ Michał Kiciński ■ Piotr Nielubowicz ■ Adam Kiciński ■ Akcje w wolnym obrocie

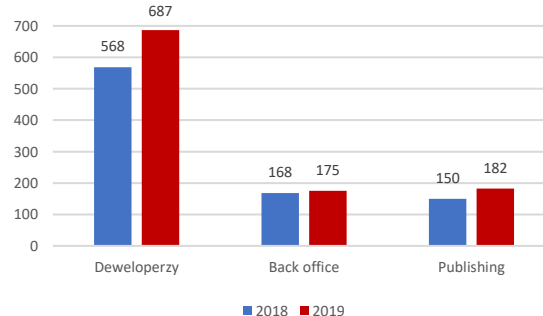
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zatrudnienie [os.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Struktura zatrudnienia w 2018 i 2019 roku [os.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Strategia

Głównymi źródłami zarobku spółki, jest działalność produkcyjna i wydawnicza realizowana przez CD Projekt RED oraz cyfrowa sprzedaż gier w ramach serwisu GOG.com i platformy GOG Galaxy. CD Projekt Red tworzy i wydaje gry wideo na PC oraz konsole najnowszej generacji. Produkcje te bazują na autorskim oprogramowaniu REDengine (stałe rozwijany silnik umożliwiający tworzenie skomplikowanych gier osadzonych w otwartym świecie. Misją studia jest tworzenie rewolucyjnych gier fabularnych a celem bycie w trójce najbardziej uznanych producentów gier wideo na świecie. GOG.com to sklep, który w modelu dystrybucji cyfrowej sprzedaje na całym świecie gry komputerowe. Celem jest zbudowanie katalogu nowych produkcji AAA całkowicie wspieranych przez GOG Galaxy. Dla spółki bardzo ważne jest utrzymanie niezależności kreatywnej i finansowej, kontroli nad technologią.

Najważniejsze produkty

Wiedźmin – Gra wideo typu RPG stworzona przez CD Projekt, premierę miała 26 października 2007 roku. Akcja toczy się w świecie wykreowanym przez Andrzeja Sapkowskiego (polskiego pisarza fantasy). Głównym bohaterem jest wiedźmin Geralt, fabuła osadzona jest w okresie po wydarzeniach opisanych w Sadze o Wiedźminie. Tylko w Polsce w ciągu trzech dni od premiery sprzedało się 35 tys. egzemplarzy, a do czerwca 2011 roku sprzedała się w łącznej wysokości niemal 2 mln kopii. W 2012 roku ukazał się również na komputery z systemem Linux i Apple. Gra zdobyła wiele prestiżowych nagród, wyróżnień dla najlepszej gry fabularnej m.in. od GameSpot, GameSpy, IGN. Tytuł został pozytywnie odebrany przez krytyków w serwisie Metacritic uzyskał ocenę 86/100 punkty (z 30 recenzji).

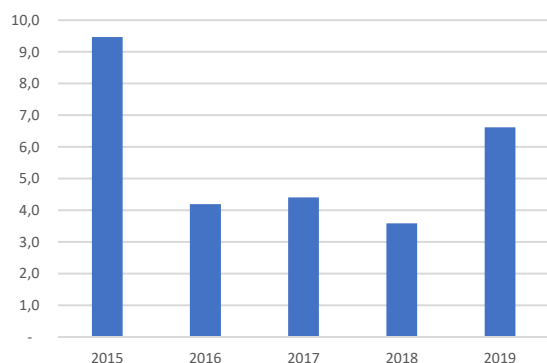
Wiedźmin 2: Zabójcy królów – Kolejna gra z gatunku RPG, stanowiąca drugą część przygód Geralta z Rivii. Jej narracja skupiona jest na wydarzeniach zaistniałych po morderstwie dokonanym na władcy Temerii. Akcja odbywa się w trójwymiarowym świecie przedstawionym, wygenerowanym za pomocą autorskiego silnika spółki „RED Engine”, nie jest to jednak świat otwarty. Premiera tej produkcji odbyła się 17 maja 2011 roku, na platformie Microsoft Windows, rok później zadebiutowała na konsoli Xbox 360 i system operacyjny OS X. W pierwszym tygodniu sprzedało się ponad 400 tys. egzemplarzy, w całym 2011 roku liczba ta sięgnęła 1,1 mln. Gra zdobyła wiele pozytywnych opinii wśród krytyków i graczy. Przyznano jej szczyt nagród European Games Awards, w tym dla europejskiej gry roku. Na portalu Metacritic tytuł uzyskał ocenę 88/100 punkty (z 76 recenzji).

Wiedźmin 3: Dziki Gon – Gra RPG, stanowiąca trzecią część przygód wiedźmina Geralta. Produkcja bazuje na motywach twórczości Andrzeja Sapkowskiego, nie jest ona jednak bezpośrednią adaptacją żadnej z jego książek. Premiera gry odbyła się 19 maja 2015 równocześnie na komputery PC, konsole PS4 i Xbox One, a niedawno czyli 15 października 2019 roku zadebiutowała na platformie Nintendo Switch. W ciągu pierwszych sześciu tygodni sprzedała się w nakładzie ponad 6 mln egzemplarzy. Do końca 2015 roku zdobyła ponad 300 nagród m.in. pięć prestiżowych statuetek Golden Joysticks Awards 2015 oraz dwie nagrody The Games Award 2015. Nagrodę otrzymało również studio CD PROJEKT RED - zostało uznane za Developera Roku 2015. Gra w serwisie Metacritic uzyskała ocenę 93/100 punkty (32 recenzje). W październiku 2015 roku spółka wydała pierwsze rozszerzenie do gry „Serce z Kamienia” (Metacritic – 89/100 punkty, 37 recenzji), a 31 maja 2016 miała miejsce premiera drugiego i ostatniego dodatku „Krew i Wino” (Metacritic – 92/100 punkty, 50 recenzji).

Gwint: Wiedźmińska Gra Karciana – Gra stanowiąca samodzielną, rozbudowaną wersję minigry z produkcji „Wiedźmin 3: Dziki Gon”, to cyfrowa kolekcjonerska gra karciana oparta na modelu F2P, wydana na platformy Microsoft Windows, PlayStation 4, Xbox One i iOS. Oferuje zarówno tryb rozgrywki jednoosobowej, jak i wieloosobowej. 24 maja 2017 roku zadebiutowała jako publiczna beta a 23 października 2018 miała swoją oficjalną premierę. Gra została rozszerzona o dodatki: „Wojna Krwi”, „Krwawa Kłątwa”, „Novigrad”, „Żelazna wola”, „Kupcy Ofiru”.

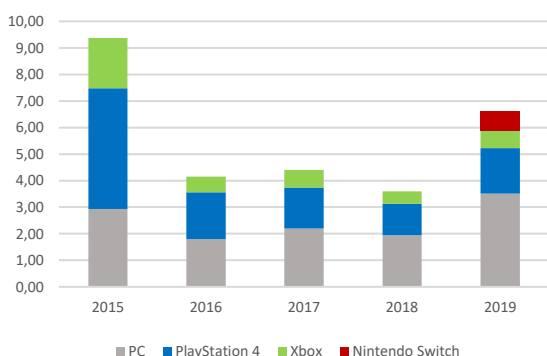
Wojna Krwi: Wiedźmińskie Opowieści – Gra stanowiąca połączenie gry RPG i karcianki, osadzonej w uniwersum wiedźmińskiej sagi. Premierę miała 23 października 2018 roku na komputery PC, a 4 grudnia 2018 roku na PS4 i XOne, niedawno czyli 28 stycznia 2020 roku zadebiutowała na platformach Nintendo Switch.

Sprzedaż Wiedźmina 3: Dziki Gon w poszczególnych latach [mln sztuk]



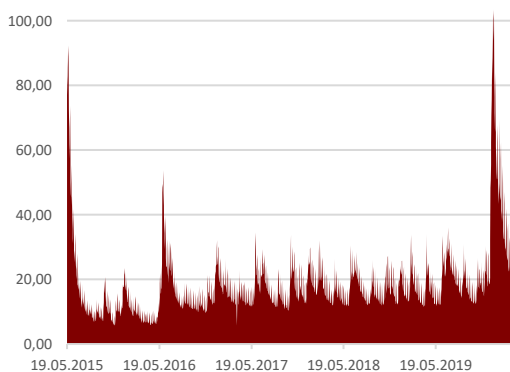
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Sprzedaż Wiedźmina 3 w podziale na platformy sprzętowe [mln sztuk]



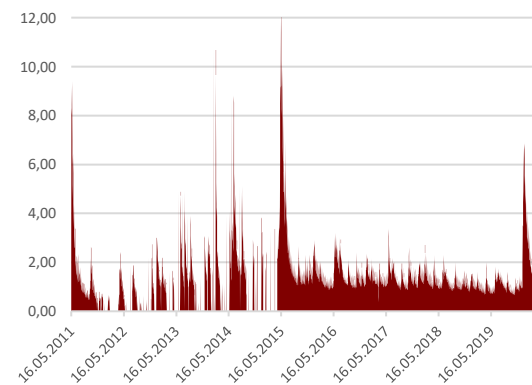
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ilość aktywnych graczy na Steamie w grze Wiedźmin 3 [mln osób]



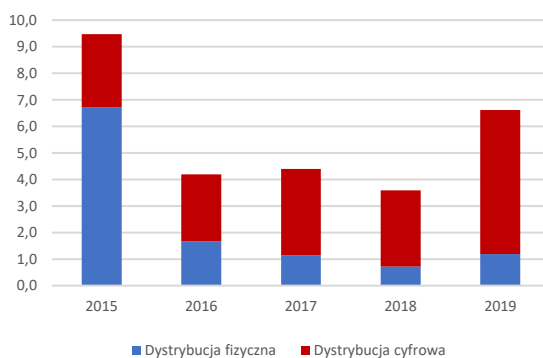
Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Ilość aktywnych graczy na STEAMIE w grze Wiedźmin 2 [mln osób]



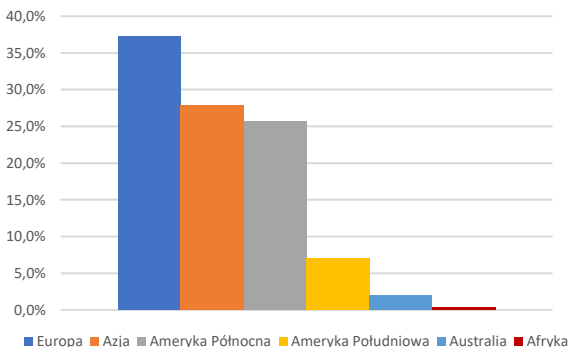
Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż Wiedźmina 3 w podziale na rodzaj dystrybucji [mln sztuk]



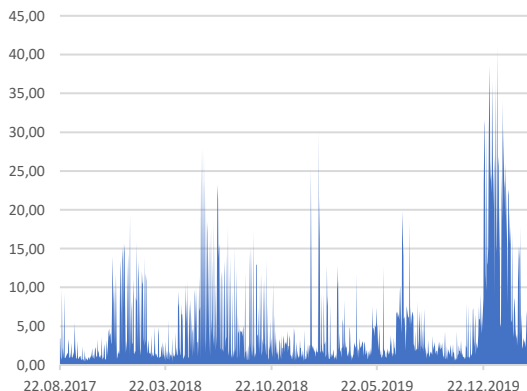
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pochodzenie nabywców Wiedźmina 3 w 2019 roku [%]



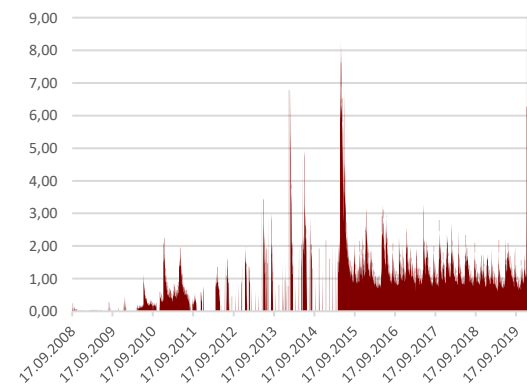
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Ilość widzów Twitcha w grze Wiedźmin 3: Dziki Gon [mln osób]



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

Ilość aktywnych graczy na STEAMIE w grze Wiedźmin [mln osób]

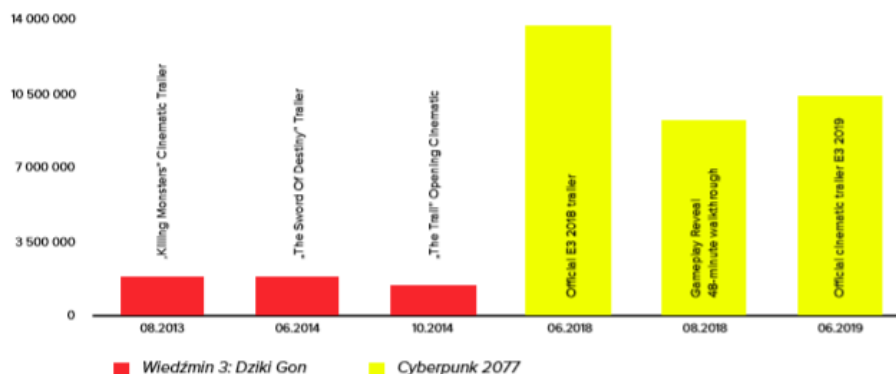


Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Gra „Cyberpunk 2077”

- premiera gry 17 września 2020, będzie się skupiała na obecnej generacji konsol, wersje dla PlayStation 5 oraz Xbox Series X zadebiutują w późniejszym terminie. Oprócz „tradycyjnych” platform, deweloper zapowiedział również, że gra ukaże się na platformie Google Stadia.
- uniwersum zostało oparte na systemie RPG Pen&Paper - Cyberpunk 2020, stworzonym przez Mike’a Pondsmitha. Wizja którą kreuje, rysuje mroczny świat, w której to ogromne korporacje mają większą władzę od rządów. Zależy im jedynie na utrzymaniu własnego statusu, tak aby nikt nie mógł zagrozić ich pozycji. Wszystko to opiewane futurystyczną technologią (wszczepy, czipy, sztuczne kończyny).
- akcja będzie się rozgrywała w „Night City”, wielopoziomowym mieście przyszłości, podzielonym na szereg dystryktów.
- w grze znajdziemy kilka ugrupowań, każde ze swoim indywidualnym stylem (m.in. Voodoo Boys – obrót narkotykami, umiejętności hakerskie; Animals – brutalna siła, ulepszenia ciała dzięki suplementom).
- nie będzie się uchylała od tematów religijnych (w świecie tym obecne będzie chrześcijaństwo, jego odłamy oraz religie wschodu).
- głównym bohaterem będzie najemnik „V”, którym gracz będzie mógł wybrać trzy ścieżki (Nomad - przemierzenie Badlandu, łupienie złomowisk; Steet Kid; Corporate). Wybrana droga będzie definiować interakcje między postaciami a bohaterem. Ponadto dostępne będą trzy ścieżki rozwoju (Netrunner – ekspert hakerski; Strong Solo – brutalna siła; Techie – wykorzystywanie urządzeń/ sprzętu).
- drugą najważniejszą postacią poza głównym bohaterem będzie Johnny Silverhand (Keanu Reeves). Prawdopodobnie będzie odgrywał rolę AI w głowie „V”.
- standardem w grze będzie modyfikacja własnego ciała (służąca m. in. do rozszerzenia/ polepszenia wachlarza umiejętności).
- do dyspozycji będzie kilka rodzajów broni (Smart, Tech i Power).
- swoboda wykonywania misji (wypełnienie lub jej niepowodzenie będzie miało później swoje konsekwencje).
- gracz czeka kilka zakończeń, zależnych od podejmowanych decyzji.

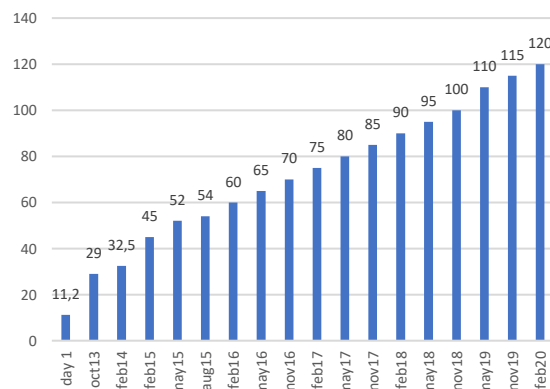
Oglądalność najpopularniejszych materiałów wideo gier Wiedźmin 3 i Cyberpunk 2077 – (pierwsze 4 tygodnie od debiutu, wyłącznie na kanale YouTube studia CD PROJEKT RED)



Źródło: spółka

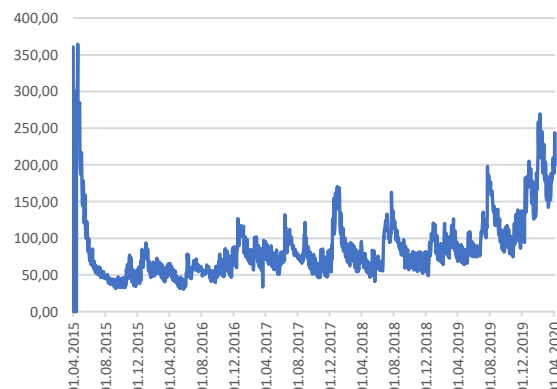
Aktualnie gra „Grand Theft Auto V” jest wyznacznikiem sukcesu w branży gier, „sufitem” dotychczas nie pobitym przez żadną inną produkcję. W pierwszym roku sprzedaży rozeszła się w nakładzie ok. 34 mln egzemplarzy, przy czym warto zauważyć, że zadebiutowała wtedy wyłącznie na konsolach starej generacji (17.09.2013), rok później to jest 18.11.2014 na PlayStation 4 oraz XboxOne, a dopiero 14.04.2015 na PC. Na tą chwilę sprzedało się ponad 120 mln egzemplarzy tej produkcji.

Skumulowana sprzedaż GTA V [mln kopii]



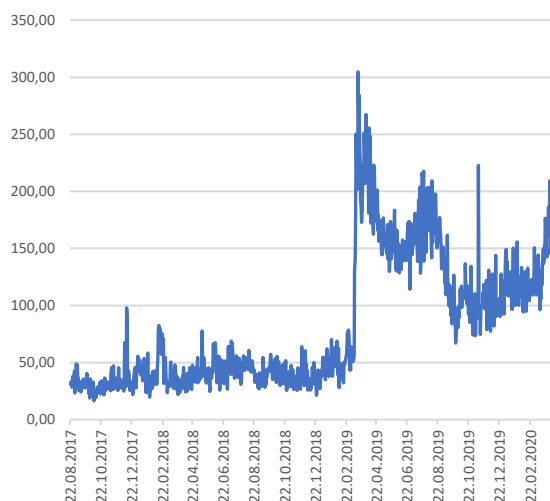
Źródło: gamespot.com, Dom Maklerski BDM S.A.

Ilość aktywnych graczy na Steamie w grze GTA V [mln osób]



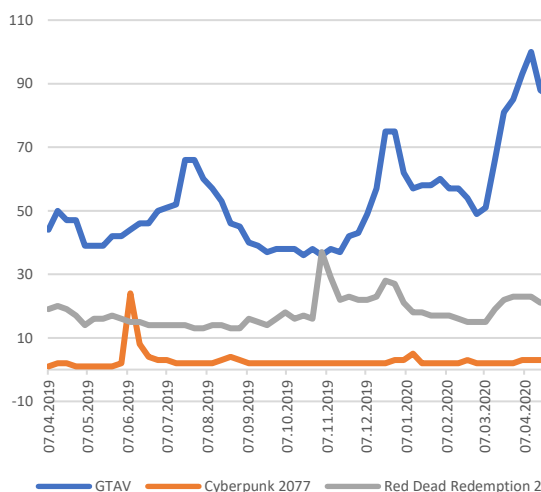
Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Ilość widzów Twitcha w grze GTA V [mln osób]



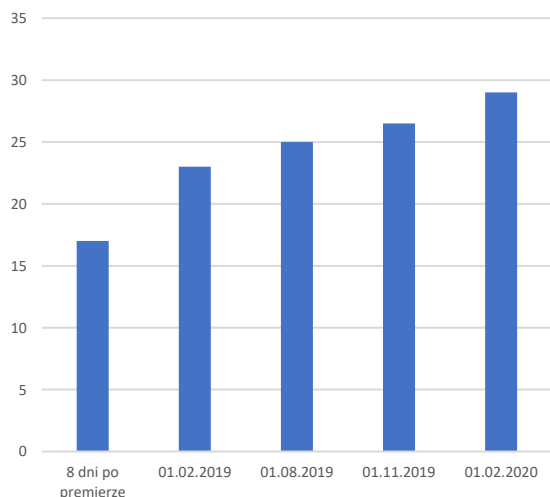
Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Google Score (cały świat, kwiecień 2019-kwiecień 2020)



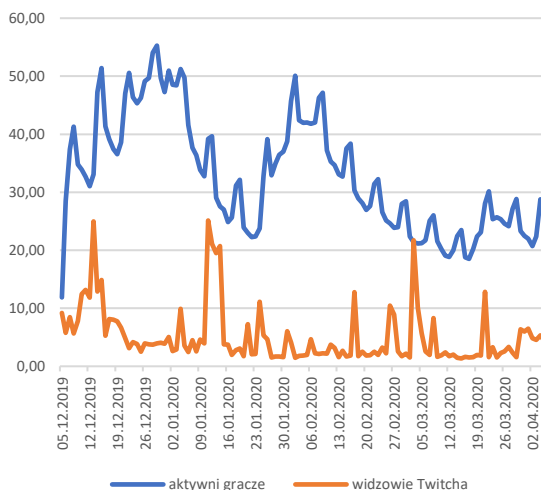
Źródło: Google Trends, Dom Maklerski BDM S.A.

Skumulowana sprzedaż RDR2 [mln kopii]



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

Ilość aktywnych graczy i widzów Twitcha w grze RDR2 [mln osób]

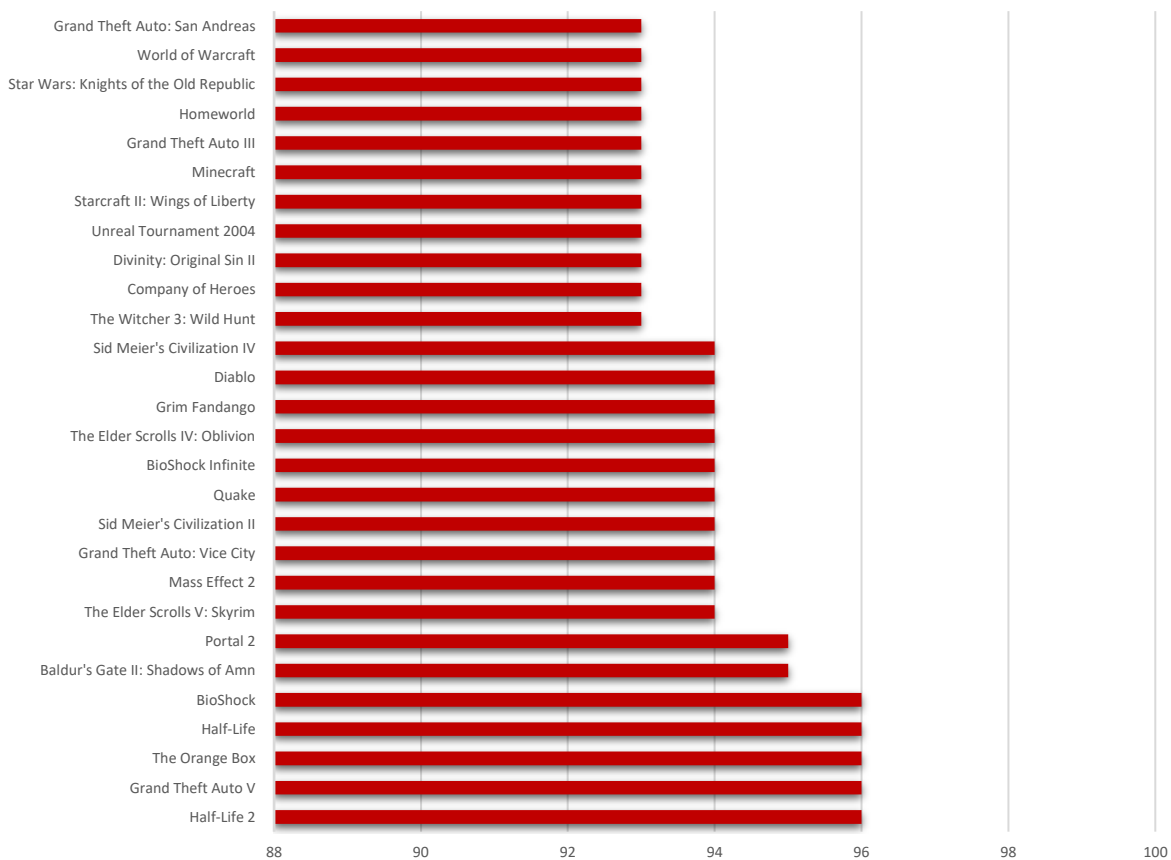


Źródło: steamdb.info, Dom Maklerski BDM S.A.

Wielooosobowy tryb rozgrywki do gry „Grand Theft Auto V” został zaimplementowany 1.10.2013 roku, czyli niecały miesiąc od premiery. Pozwala on aby jednocześnie szesnastu albo trzydziestu graczy jednocześnie przebywało na danym serwerze. Mogą oni swobodnie poruszać się po obszarze, wykonywać różne aktywności, dołączyć do trybu deathmatch, czy wziąć udział w wyścigu. Tryb ten pozwala za pomocą kupionych lub zdobytych punktów na dowolną modyfikację postaci, broni, pojazdów, odblokowywanie dodatkowych możliwości itd. Ponadto dla każdego użytkownika dostępny jest kreator zadań, który dodatkowo urozmaica rozgrywkę. Do roku 2017, zatem 4 lata od premiery wygenerował około 1,1 mld USD. Deweloperzy cały czas dodają контент do rozgrywki, co pozwala utrzymać wielu aktywnych graczy i dobrą monetyzację. W lutym 2014 roku około 70% graczy GTA V, którzy mają dostęp do internetu grało w GTA Online.

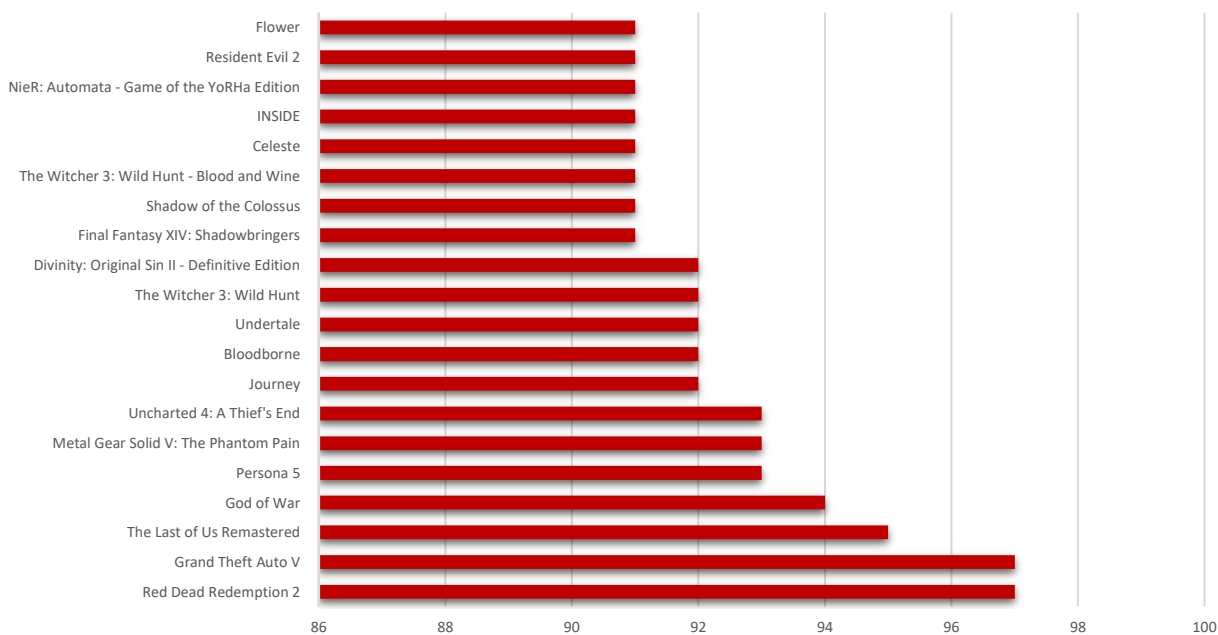
Natomiast SuperData ustaliło, że gra „Red Dead Redemption 2 Online” zarabia znacznie mniej niż GTA Online (5x mniej). System monetyzacji w tej produkcji jest znacznie mniej atrakcyjny dla graczy.

Gry z najlepszą oceną Metascore (PC)



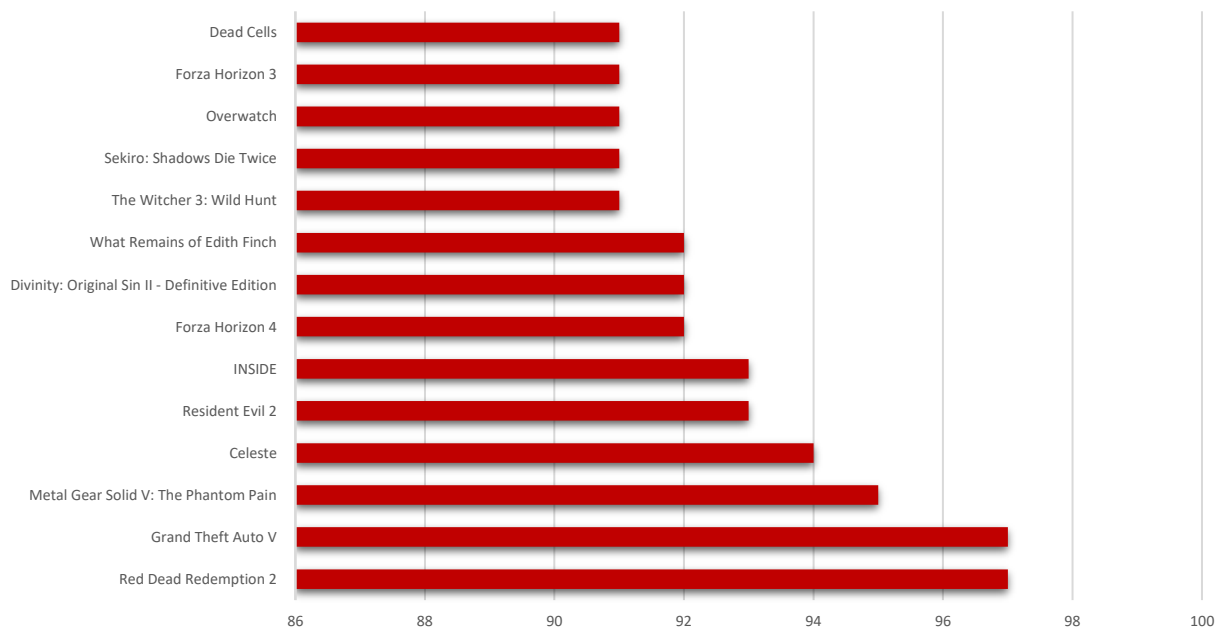
Źródło: Metacritic.com, Dom Maklerski BDM S.A.

Gry z najlepszą oceną Metascore (PS4)



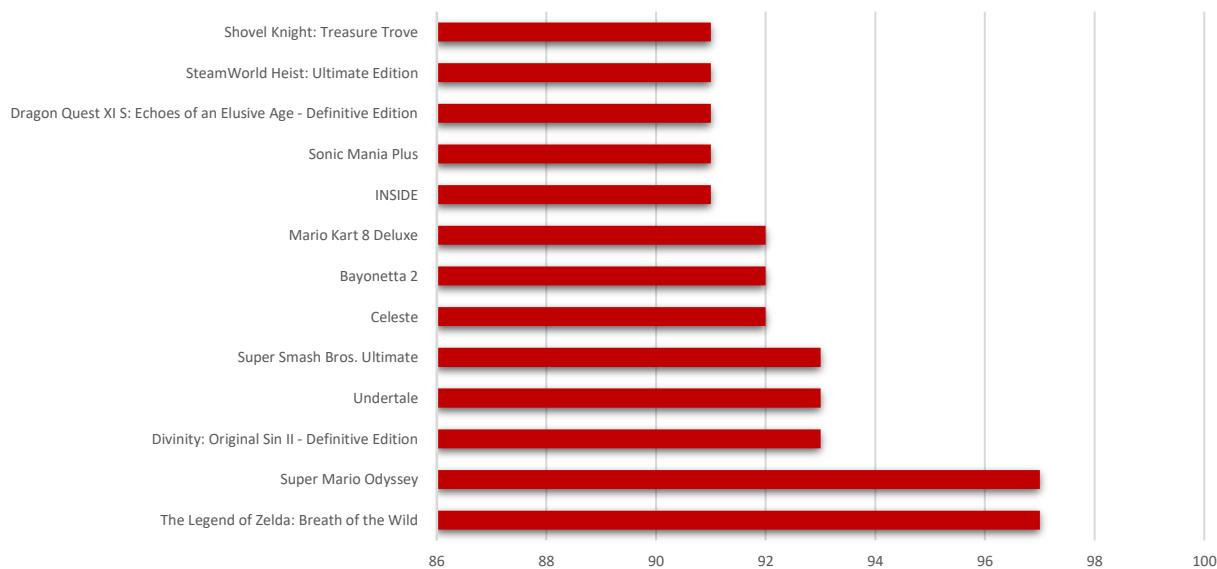
Źródło: Metacritic.com, Dom Maklerski BDM S.A.

Gry z najlepszą oceną Metascore (Xbox One)



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

Gry z najlepszą oceną Metascore (Switch)



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

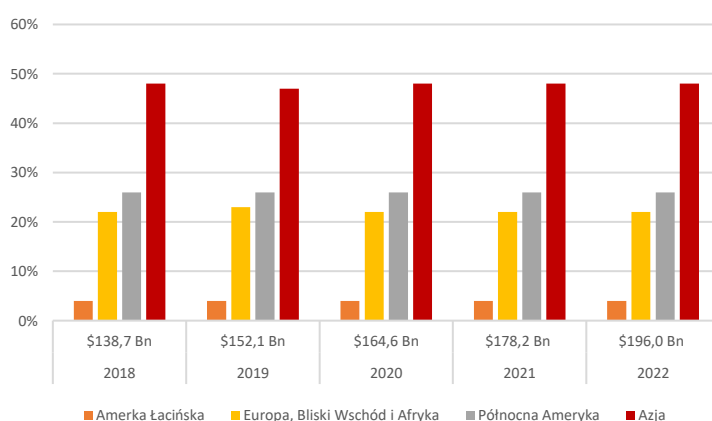
RYNEK GIER WIDEO

Największe znaczenie dla wyników spółki ma rynek zagraniczny. W 2019 roku sprzedaż zagraniczna stanowiła 96,6% przychodów spółki (rok wcześniej 95,6%).

Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,7 mld USD, a w latach 2018-2022 ma rosnąć średniorocznie 9%, osiągając 196 mld USD w 2022 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

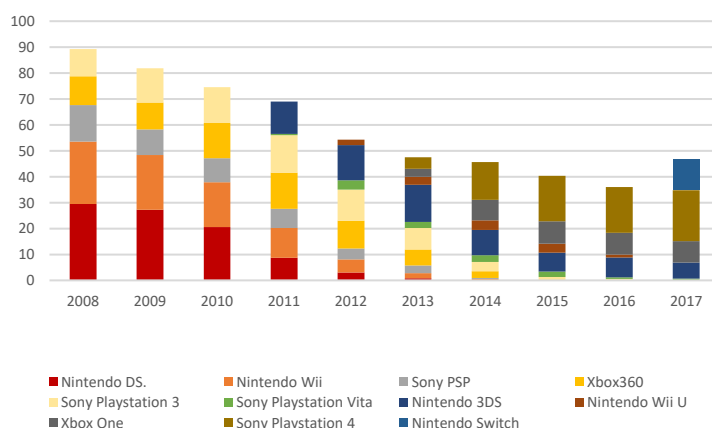
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2019 sięgną 71,5 mld USD, a w 2022 będzie to kwota 94,1 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która z 39,5 mld USD przychodów w 2019 urośnie do 51 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2019 osiągną 35 mld USD, a do 2022 kwota ta zwiększy się o 8,1 mld USD i wyniesie 43,1 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

Podział globalnych przychodów z gier na regiony



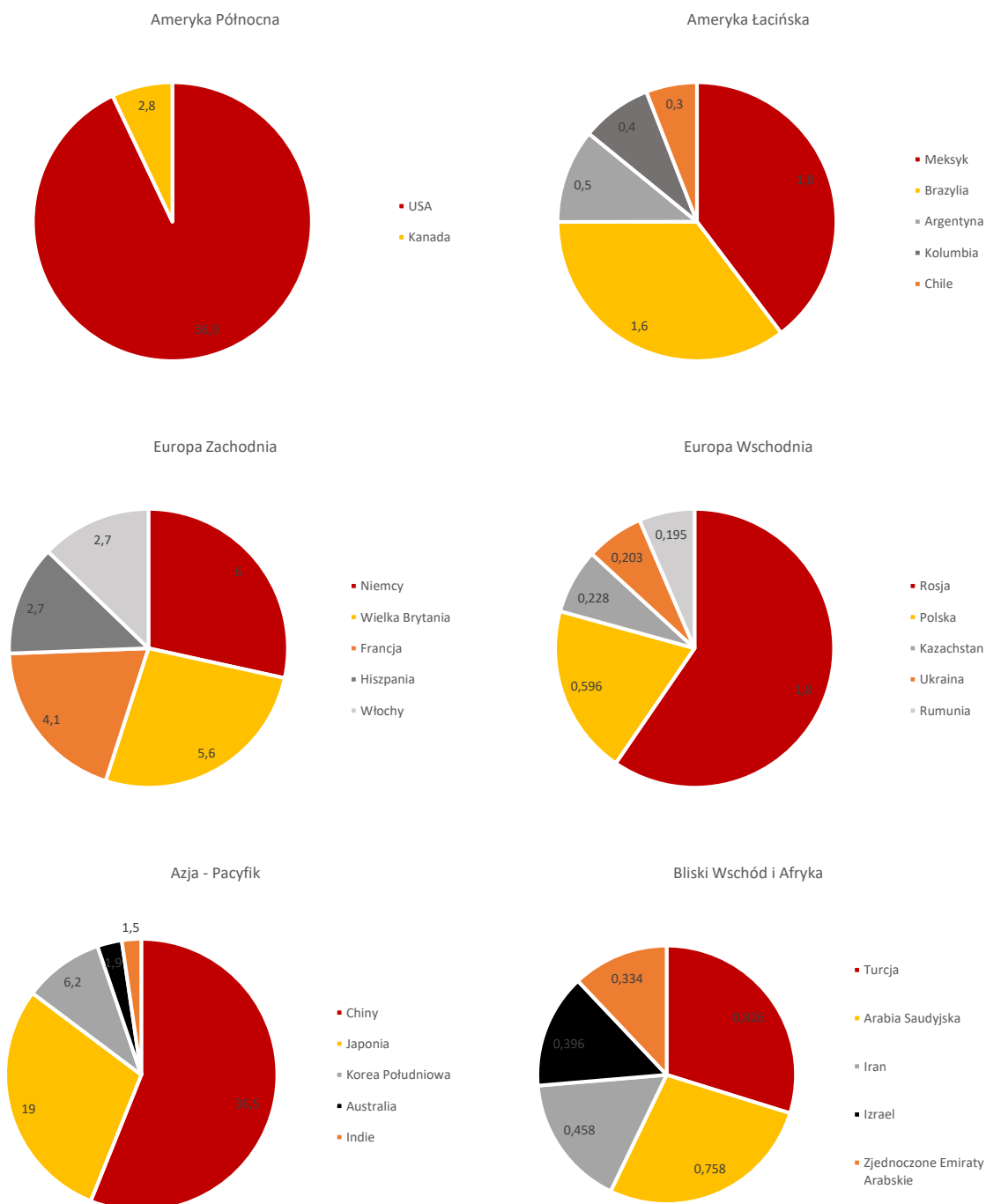
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczasowa sprzedaż konsol, w podziale na generacje [mln sztuk]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

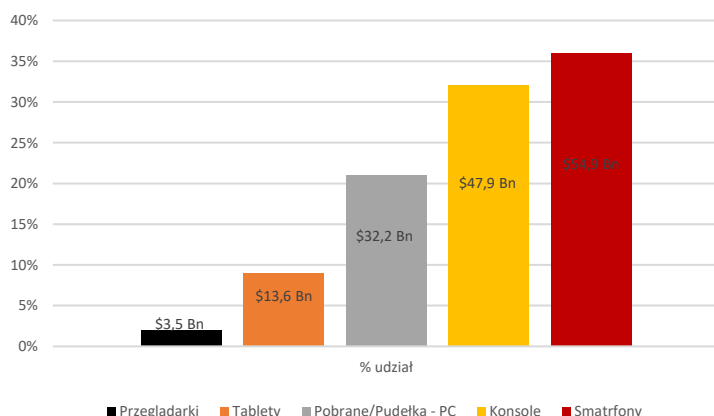
Podział regionów na kraje generujące przychody w 2019 (mln USD)



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2019 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 54,9 mld USD (36%), rosnąc 11,6% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 47,9 mld USD (32%), 32,2 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

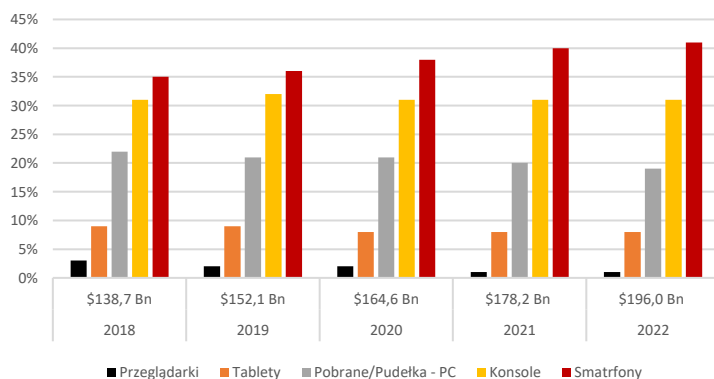
Podział przychodów w 2019 roku na segmenty



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

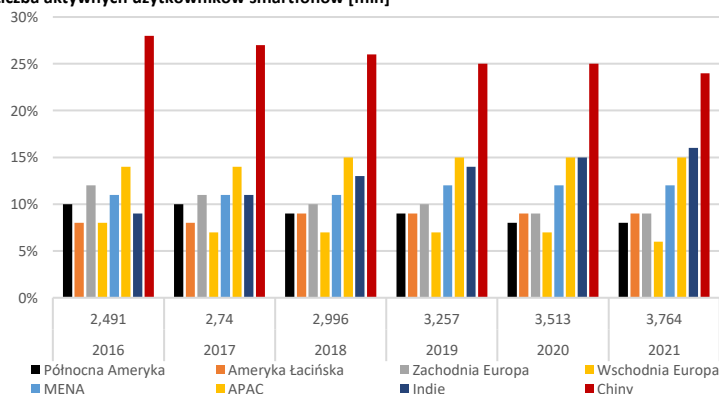
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 14%, tym samym w 2022 roku wygenerują 80,4 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

W 2018 roku 35 największych publicznych spółek gamingowych wygenerowało 114,0 mld USD (w 2017 100,2 mld USD), tym samym stanowiąc 82% przychodów światowego runku gier. Natomiast spółki z rankingu 1-5 odpowiadają za 43% globalnych przychodów.

35 największych pod względem przychodu publicznych gamingowych spółek w 2018

Miejsce w rankingu	Spółka	Najważniejsze gry	Przychody 2018 (mln USD)	Zmiana Y/Y
1.	TENCENT	Call of Duty: Mobile, PUBG Mobile, Call of Duty Online, Monster Hunter Online	19.733	9%
2.	SONY	Uncharted, Ratchet & Clank, God of War, Killzone, Spider-Man	14.218	41%
3.	MICROSOFT	Halo, Age of Empires, Gears of War, Minecraft	9.754	32%
4.	APPLE	---	9.453	18%
5.	ACTIVISION BLIZZARD	Call of Duty, World of Warcraft, Overwatch, Destiny, Candy Crush Saga	6.892	6%
6.	GOOGLE	---	6.497	22%
7.	NETEASE	Diablo Immortal, Revelation Online, Identity V	6.177	11%
8.	EA	FIFA, Madden, Battlefield, Star Wars, Need for Speed, Medal of Honor, The Sims	5.294	4%
9.	NINTENDO	The Legend of Zelda, Pokémon, New Super Mario Bros., Wii Sports	4.288	36%
10.	BANDAI NAMCO	Dark Souls, Tekken, Pac-Man, Naruto, Dragon Ball Z	2.741	13%
11.	TAKETWO INTERACTIVE	Grand Theft Auto, NBA 2K, Red Dead Redemption, Midnight Club	2.580	35%
12.	NEXON	Battlejack, LawBreakers, Evil Factory	2.252	8%
13.	UBISOFT	Assassin's Creed, Tom Clancy Series, Rayman, Far Cry	2.221	3%
14.	NETMARBLE	Lineage 2: Revolution, Marvel Future Fight, Star Wars: Force Arena	1.893	-17%
15.	WARNER BROS	Batman: Arkham Knight, Dying Light, Mortal Combat 11	1.835	-5%
16.	SQUARE ENIX	Final Fantasy, Hitman, Tomb Raider, Dragon Quest	1.583	-9%
17.	NCSOFT	Guild Wars 2, Aion, Blade&Soul	1.343	-8%
18.	CYBER AGENT	Granblue Fantasy, Princess Connect	1.324	7%
19.	MIXI	Monster Strike, Seven Knights	1.222	-17%
20.	KONAMI	Metal Gear Solid, Silent Hill, Castlevania, Dance Revolution, Frogger	1.210	12%
21.	ARISTOCRAT LEISURE	---	1.146	187%
22.	37 INTERACTIVE	Jurassic Tribes, Rings of Anarchy, Blades and Rings	1.091	27%
23.	PERFECT WORLD	Remnant, Neverwinter, Startrek Online	897	3%
24.	SEGA	Sonic the Hedgehog, Tetris, NBA Jam	832	-3%
25.	CAPCOM	Monster Hunter World, Resident Evil, Megaman, Street Fighter, Devil May Cry	809	49%
26.	CENTURY HUATONG	---	807	573%
27.	DISNEY	Star Wars Games, Gravity Falls Games, Fasion Games	795	-9%
28.	DENA	Pokemon Masters, Mario Kart Tour, Rage of Bahamut	777	-13%
29.	IGG	Lords Mobile, Clash od Lords 2, Tales of Pirates	749	23%
30.	FACEBOOK	---	688	-3%
31.	ZYNGA	Zynga Poker, FarmVille, CSR Racing 2, Okey Plus	671	6%
32.	SEA GROUP (GARENA)	Operator takich gier jak League of Legends, FIFA Online 3	637	74%
33.	GUNGHO ENTERTAINMENT	Puzzle&Dragons, Teppen, Divine Gate	563	-19%
34.	GREE INC.	Sengoku Asuka Zero, Wild Arms	540	-16%
35.	YOUZU INTERACTIVE	League of Angels – Fire Raiders, Magerealm	518	5%

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

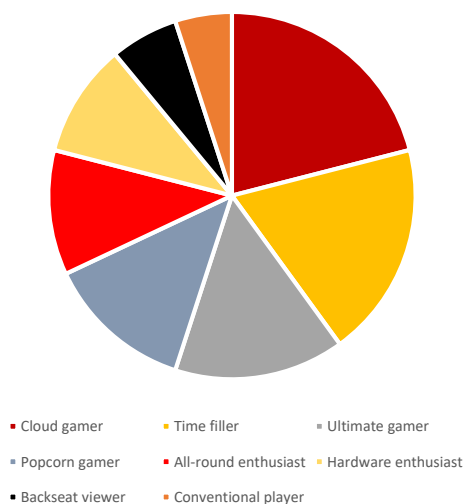
Podział graczy

Profil	Charakterystyka	Średnia wieku	Podział ze względu na płeć (M/K)
Ultimate Gamer	Cały wolny czas i pieniądze spędza/ wydaje na gry.	28	65%/35%
All-round enthusiast	Zainteresowany tematyką gamingową, od grania poprzez oglądanie jak inni grają.	27	65%/35%
Cloud gamer	Obojętny na sprzęt, odnawia go wtedy kiedy to konieczne. Zainteresowany wyłącznie darmowymi grami.	28	59%/41%
Conventional player	Dbą o to, by sprzęt był aktualny. Niezainteresowany oglądaniem innych graczy.	32	62%/38%
Hardware enthusiast	Skupiony przede wszystkim na aktualizacjach sprzętu. Spędza stosunkowo mało czasu na graniu.	30	60%/40%
Popcorn gamer	Śledzi контент związany z grami na Youtube i Twitchu. Preferuje gry typu casual.	29	54%/46%
Backseat viewer	Przeważnie obserwuje jak inni gracze grają w gry online. Prawie nigdy nie gra.	31	57%/43%
Time filler	Mało zainteresowany treścią gry. Gra po to by zabić czas.	38	39%/61%

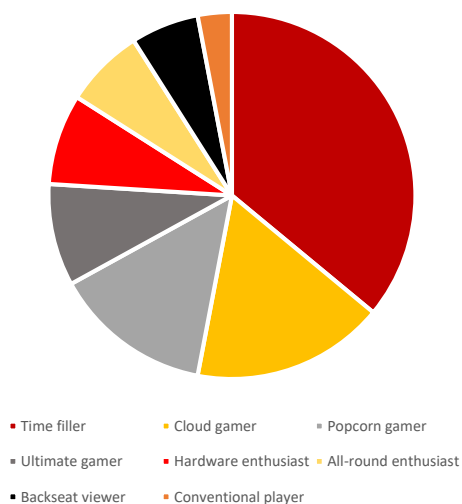
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet

Podział graczy wśród mężczyzn



Podział graczy wśród kobiet



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Dotychczasowa sprzedaż najbardziej popularnych gier

	Tytuł	Liczba sprzedanych kopii [mln]	data wydania	deweloper	wydawca
1.	Grand Theft Auto V	120	17 września 2013	Rockstar North	Rockstar Games
2.	Wiedźmin 3 : Dziki Gon	30	19 maja 2015	CD Projekt RED	CD Projekt RED
3.	The Elder Scrolls V: Skyrim	30	11 listopada 2011	Bethesda Game Studios	Bethesda Softworks
4.	Diablo III and Reaper of Souls	30	16 maja 2012	Blizzard Entertainment	Blizzard Entertainment
5.	Red Dead Redemption 2	29	26 października 2018 (konsola)/ 5 listopada 2019 (PC)	Rockstar Studios	Rockstar Games
6.	Grand Theft Auto: San Andreas	27	26 października 2004	Rockstar North	Rockstar Games
7.	Call of Duty: Modern Warfare 3	26	8 listopada 2011	Infinity Ward Sledgehammer Games	Activision
8.	Call of Duty: Black Ops	26	09 listopada 2010	Treyarch	Activision
9.	Grand Theft Auto IV	25	29 kwietnia 2008	Rockstar North	Rockstar Games
10.	The Last of Us	20	14 czerwiec 2013 (PS3)/ 29 lipca 2014 (PS4)	Naughty Dog	Sony Interactive Entertainment

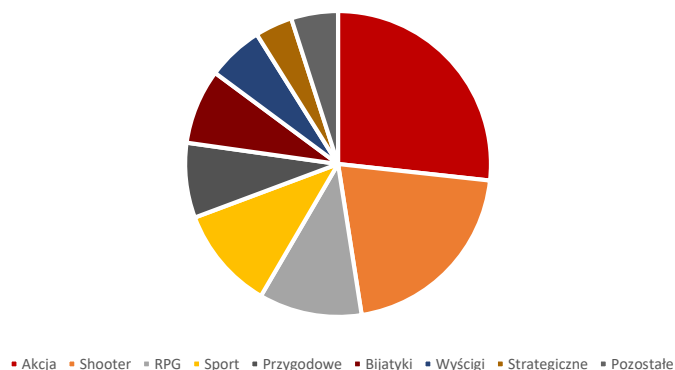
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., dane spółek

Zbliżające się premiery gier

	Nazwa gry	Producent	Wydawca	Premiera	Platformy	Rodzaj
1.	The Last of Us Part II	Naughty Dog	Sony	May 29, 2020	PlayStation 4	Action-Adventure/Horror/Survival
2.	Death Stranding	Kojima Productions	Sony	June 2 2020	PC	Action
3.	Ghost of Tsushima	Sucker Productions Punch	Sony	June 26 2020	PlayStation 4	Actions/Adventure
4.	Elden Ring	FromSoftware	Bandai Namco	June 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	RPG
5.	Wasteland 3	inXile Entertainment	Deep Silver	August 28 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	RPG/Strategy
6.	Iron Harvest	KING Art Games	KING Art Games	September 1 2020	PS4, Xbox One, PC	Strategy
7.	Marvel's Avengers	Crystal Dynamics	Square Enix	September 4 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC, Stadia	Action/Adventure
8.	Cyberpunk 2077	CD Projekt RED	CD Projekt RED	September 17 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action-Adventure\RPG
9.	FIFA 21	EA Sports	Electronic Arts Inc.	September 2020	PC, Xbox, PS, Switch	Sports
10.	NBA 2K21	Visual Concepts	2K Sports	September 2020	PC, Xbox, PS, Switch, iOS, Android	Sports
11.	Outriders	People Can Fly	Square Enix	Q3 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/Shooter
12.	Call of Duty: Black Ops 5	Treyarch Studios	Activision	Q4 2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/FPS
13.	Halo Infinite	343 Industries	Xbox Game Studios	Q4 2020	Xbox One, PC	Action/FPS
14.	Lego Star Wars: The Skywalker Saga	Traveller's Tales	Warner Bros. Interactive	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC, Switch	Action/Adventure
15.	Watch Dogs Legion	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC, Stadia	Action-Adventure
16.	Beyond Good & Evil 2	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/Adventure
17.	Skull and Bones	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/Adventure
18.	Vampire: The Masquerade – Bloodlines 2	Hardsuit Labs	Paradox Interactive	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/RPG
19.	CrossfireX	Smilegate	Smilegate	2020	Xbox One	Action/FPS
20.	Gods & Monsters	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/Adventure
21.	Dying Light 2	Techland	Techland	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action-Adventure/FPS
22.	Age of Empires IV	Relic Entertainment	Microsoft Studios	2020	PC	Strategy
23.	Baldur's Gate III	Larian Studios	Larian Studios	2020	PC, Stadia	RPG
24.	Empire of Sin	Romero Games	Paradox Interactive	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC, Switch	Strategy
25.	Rainbow Six Quarantine	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action-Adventure/FPS
26.	Assassin's Creed Valhalla	Ubisoft	Ubisoft	2020	Xbox One, PlayStation 4, PC	Action/RPG

Źródło: PPE.pl, gry-online.pl, Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż gier wideo w USA w podziale na gatunki [%]



Źródło: www.theesa.com, Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI ZA 4Q'19

Wyniki za 4Q'2019 [mln PLN]

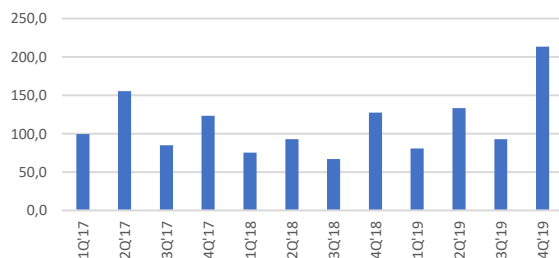
	4Q'18	4Q'19	zmiana r/r	4Q'19P BDM	odchyl.	4Q'19P kons.	odchyl.	2018	2019	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	127,3	213,3	67,6%	164,4	29,8%	152,8	39,6%	362,9	521,3	43,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	84,4	156,5	85,4%	113,5	37,9%	-	-	256,6	360,0	40,3%
Zysk ze sprzedaży	32,8	102,6	212,9%	52,6	95,1%	-	-	112,9	177,5	57,2%
EBITDA	46,0	116,0	152,1%	63,7	82,1%	58,7	97,6%	129,0	217,8	68,8%
EBIT	32,8	103,6	215,7%	53,8	92,5%	51,7	100,4%	112,4	180,3	60,4%
Zysk (strata) brutto	36,3	105,8	191,4%	56	88,9%	-	-	123	189,2	53,8%
Zysk (strata) netto	41,4	108,9	162,9%	58,6	85,8%	52,7	106,6%	109,3	175,3	60,4%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	66,3%	73,4%		69,0%		-		70,7%	70,7%	
Marża EBITDA	36,1%	54,4%		38,7%		40,7%		35,6%	41,8%	
Marża EBIT	25,8%	48,6%		32,7%		33,4%		31,0%	34,6%	
Marża zysku netto	32,5%	51,0%		35,6%		33,9%		30,1%	33,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki CD Projekt w 4Q'19 były znacznie lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu. Spółka na poziomie przychodów wypracowała 213,3 mln PLN (+67,6% r/r). Wynik ten został wygenerowany dzięki dalszej dobrej monetyzacji gry „Wiedźmin 3”, w tym premierowej wersji na konsolę Nintendo Switch jak i debiutu Gwinta na urządzeniach iOS. Sprzedaż flagowego tytułu Redów w tym okresie była dodatkowo napędzana przez grudniową premierę serialu „Wiedźmin” na Netflixie (20.12.2019). Nakłady rozwojowe wzrosły w tym okresie o 52,7 mln PLN do 385,8 mln PLN, a koszty sprzedaży wyniosły (44,6 mln PLN). Na poziomie EBITDA w tym okresie spółka wypracowała 116,0 mln PLN (+152,1% r/r), EBIT wyniósł 103,6 mln PLN (+215,7% r/r), a zysk netto 108,9 mln PLN (+162,9% r/r).

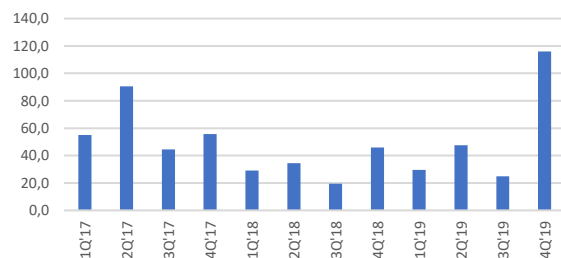
W 4Q'19 segment CD Projekt Red wygenerował 167,4 mln PLN przychodów (+113,5% r/r), 99,1 mln PLN EBIT (+204,3% r/r) oraz 104,5 mln PLN zysku netto (+163,6% r/r). Natomiast GOG.com w tym okresie wypracował 49,6 mln PLN przychodów (-3,9% r/r), 4,4 mln PLN EBIT (wielokrotnie więcej r/r) oraz 4,2 mln PLN zysku netto (+140,0% r/r).

Przychody [mln PLN]



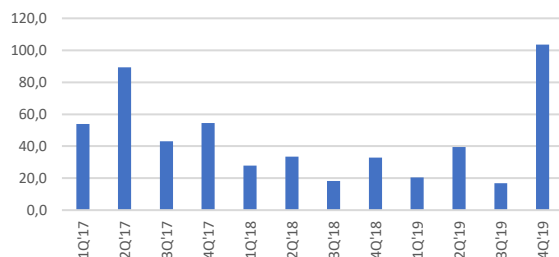
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



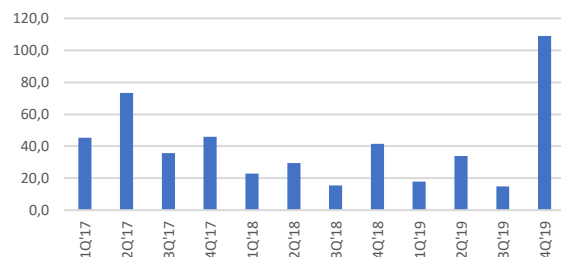
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



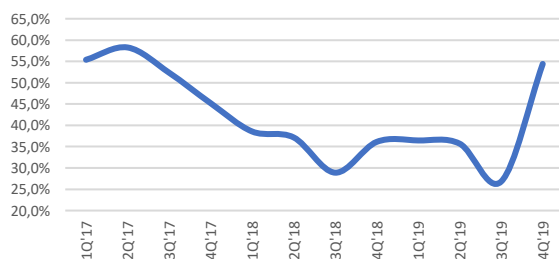
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



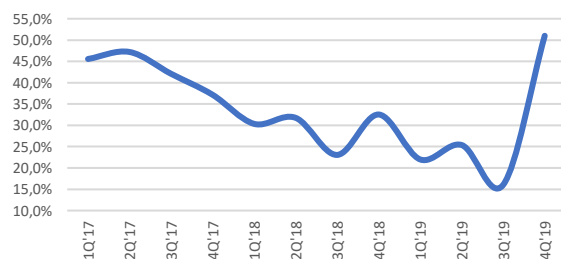
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność netto [%]

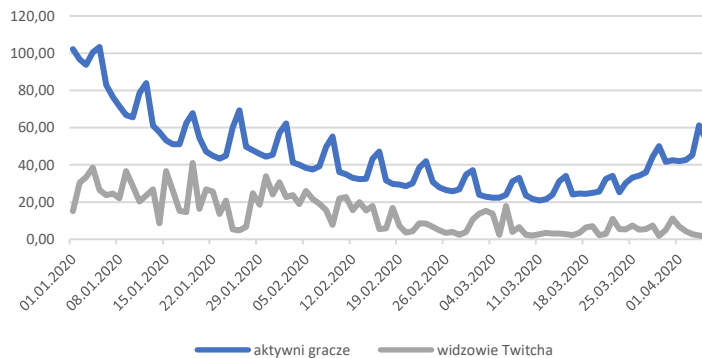


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Początek roku 2020 stał pod dalszą dobrą monetyzacją gry „Wiedźmin 3”, napędzoną przez grudniową premierę serialu „Wiedźmin” na Netflixie. W związku z pandemią koronawirusa, spółka zdecydowała się na zakup nowej infrastruktury sieciowej oraz wspierające je oprogramowanie, co pozwoliło jej przejść do modelu pracy zdalnej. W wyniku panującej sytuacji na świecie, licznymi obostrzeniami, znacząco wzrosła liczba aktywnych graczy na Steamie, bijąca rekord za rekordem (ostatni z 5.04.2020 24,5 mln). Zauważalną poprawę można było równie dostrzec na flagowym produkcie Redów, który 4.04.2020 zanotował 61,3 mln aktywnych użytkowników (na początku stycznia 2020 było to rekordowa liczba i wyniosła ok. 103,3 mln, dla przypomnienia w maju 2015 było to odpowiednio 92,3 mln).

Ilość aktywnych graczy na Steamie i widzów Twitcha w grze Wiedźmin 3 od początku 2020 roku [mln osób]



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

28 stycznia 2020 roku gra „Wojna Krwi: Wiedźmińskie Opowieści” zadebiutowała na urządzeniach Nintendo Switch, a 24.03.2020 premierę miał „Gwint” na systemy android. Według Sensor Tower na przestrzeni tych kilku dni marca wygenerował on ok. 200 tys. USD, był pobrany 800 tys. razy., a na platformie iOS 160 tys. USD oraz był pobrany 130 tys. razy. Ponadto na lepszą sprzedaż produktów spółki wpływ miała aktualna sytuacja z COVID-19 oraz grudniowa premiera serialu „Wiedźmin” na Netflixie.

Szacujemy, że w 1Q'20 spółka wypracowała około 111,6 mln PLN przychodów, 21,3 mln PLN EBIT, 32,6 mln PLN EBITDA oraz 20,6 mln PLN zysku netto. Prognozujemy, że okres ten dla segmentu GOG.com był lepszy r/r, ze względu na debiut „Gwinta” na platformach iOS i android, tym samym wypracował on około 35 mln PLN przychodów, natomiast segment CD Projekt Red była to kwota 76,5 mln PLN.

W całym 2020 roku zakładamy 3,6 mld PLN przychodów, 2,8 mld PLN EBITDA, 2,6 mld PLN EBIT oraz 2,4 mld PLN zysku netto. Szacujemy, że w tym okresie spółka sprzeda 23,7 mln sztuk gry „Cyberpunk 2077”. Zakładamy, że w rok od premiery sprzeda się 30 mln kopii, a w całym 2021 roku będzie to liczba 11,2 mln sztuk. Ponadto liczymy, że w tym roku pojawiają się dwa dodatki do wyżej wspomnianej produkcji. Liczymy, że CD Projekt w 2021 wygeneruje 2,6 mld przychodów, 2,0 mld PLN EBITDA, 1,9 mld PLN EBIT oraz 1,7 mld PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	75,4	93,0	67,2	127,3	80,9	133,5	92,9	213,3	111,6	149,8	2 087,2	1250,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	59,3	65,3	47,6	84,4	52,2	96,0	55,0	156,5	68,2	99,1	1804,2	1230,7
EBITDA	29,1	34,6	19,4	46,0	29,5	47,7	24,9	116,0	33,6	58,2	1662,2	1071,2
EBIT	27,9	33,4	18,3	32,8	20,6	39,4	16,8	103,6	21,3	45,9	1519,5	1039,3
Zysk brutto	29,2	37,4	20,1	36,3	22,7	41,6	19,2	105,8	23,2	48,3	1522,0	1041,6
Zysk netto	22,9	29,5	15,5	41,4	17,8	33,9	14,9	108,9	21,5	44,8	1410,9	965,5
Marża brutto ze sprzedaży	78,6%	70,2%	70,9%	66,3%	64,5%	71,9%	59,2%	73,4%	61,1%	66,2%	86,4%	98,4%
Marża EBITDA	38,6%	37,2%	28,9%	36,1%	36,4%	35,7%	26,8%	54,4%	30,1%	38,9%	79,6%	85,7%
Marża EBIT	37,0%	35,9%	27,2%	25,8%	25,4%	29,5%	18,1%	48,6%	19,1%	30,7%	72,8%	83,1%
Marża zysku netto	30,3%	31,8%	23,1%	32,5%	22,0%	25,4%	16,0%	51,0%	19,3%	29,9%	67,6%	77,2%

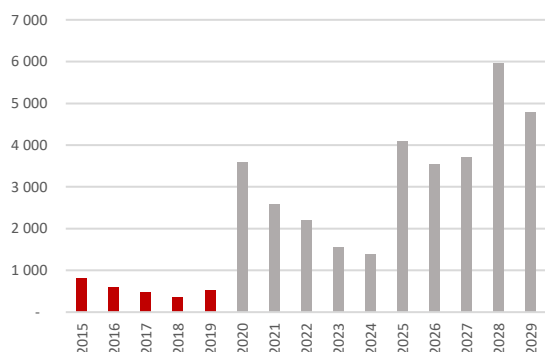
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

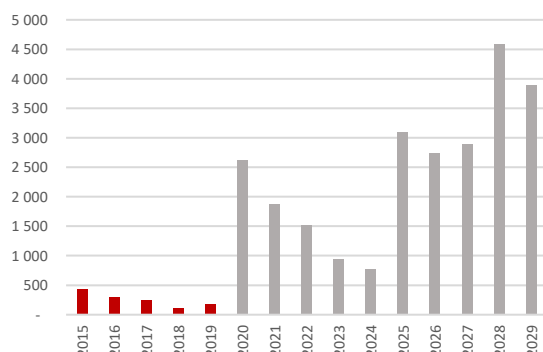
	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	583,9	463,2	362,9	521,3	3 599,0	2 589,7	2 206,6	1 542,6	1 382,4	4 093,3	3 542,1	3 704,5	5 947,8	4 795,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	470,7	381,0	256,6	360,0	3 202,2	2 319,9	1 900,6	1 249,9	1 072,2	3 699,2	3 198,9	3 350,2	5 296,2	4 300,9
EBITDA	339,3	245,8	129,0	217,8	2 825,3	2 022,9	1 724,2	1 050,2	805,4	3 318,5	2 944,5	3 056,9	4 753,1	3 999,5
EBIT	303,6	240,9	112,4	180,3	2 626,1	1 874,6	1 517,2	944,2	765,6	3 088,2	2 743,3	2 890,3	4 578,7	3 895,9
Zysk brutto	311,9	247,4	123,0	189,2	2 635,1	1 887,8	1 531,3	959,1	779,1	3 102,4	2 760,5	2 905,8	4 595,7	3 912,7
Zysk netto	250,5	200,3	109,3	175,3	2 442,7	1 750,0	1 419,5	889,1	722,2	2 876,0	2 559,0	2 693,7	4 260,2	3 627,1
Marża brutto ze sprzedaży	80,6%	82,3%	70,7%	70,7%	89,0%	89,6%	86,1%	81,0%	77,6%	90,4%	90,3%	90,4%	89,0%	89,7%
Marża EBITDA	58,1%	53,1%	35,6%	41,8%	78,5%	78,1%	78,1%	68,1%	58,3%	81,1%	83,1%	82,5%	79,9%	83,4%
Marża EBIT	52,0%	52,0%	31,0%	34,6%	73,0%	72,4%	68,8%	61,2%	55,4%	75,4%	77,4%	78,0%	77,0%	81,2%
Marża zysku netto	42,9%	43,2%	30,1%	33,6%	67,9%	67,6%	64,3%	57,6%	52,2%	70,3%	72,2%	72,7%	71,6%	75,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

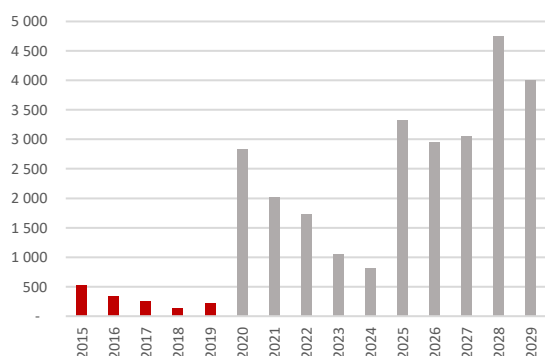
Przychody [mln PLN]



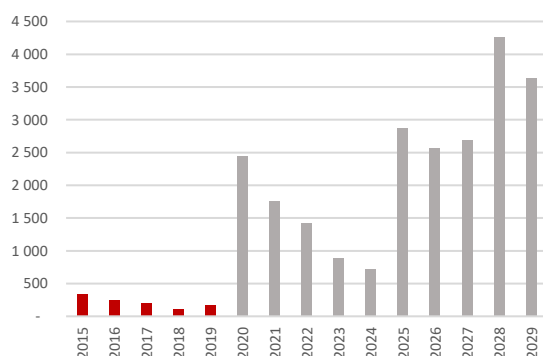
EBIT [mln PLN]



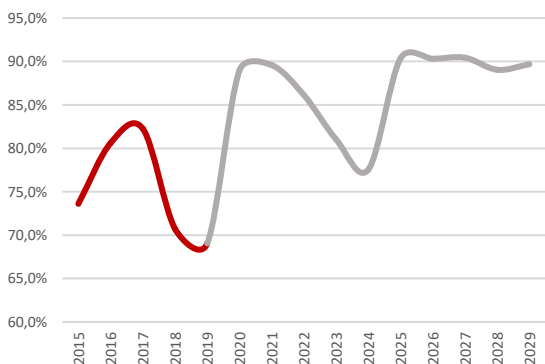
EBITDA [mln PLN]



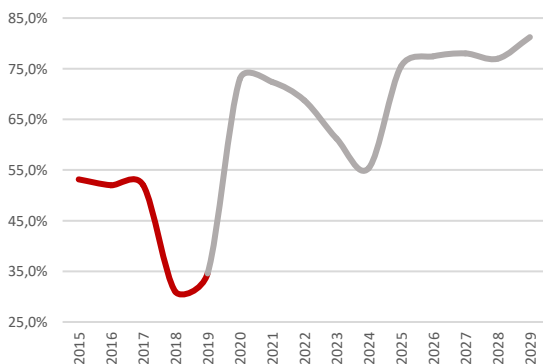
Zysk netto [mln PLN]



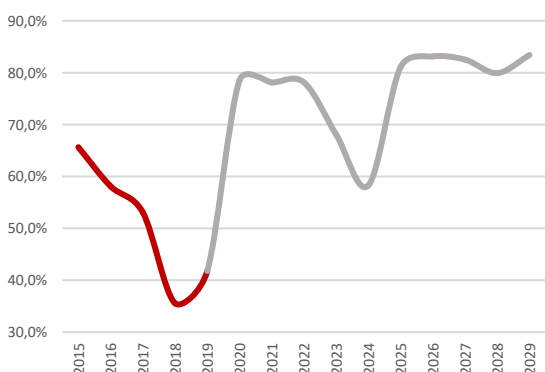
Rentowność brutto [%]



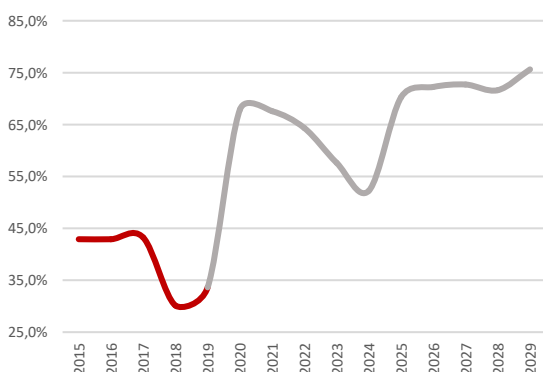
Rentowność EBIT [%]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	255,5	388,3	679,1	667,2	684,8	631,9	634,8	753,9	710,6	636,0	629,7	656,0	664,8
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	19,2	105,3	107,3	109,3	111,3	113,4	115,4	117,4	119,4	121,4	123,5	125,5
Wartości niematerialne	46,9	50,2	59,8	61,1	60,4	59,6	58,5	57,3	56,7	55,9	55,3	55,3	55,0
Nakłady na prace rozwojowe	142,5	242,8	385,8	370,7	386,9	332,8	334,8	453,0	408,3	332,4	324,8	349,0	356,1
Wartość firmy	46,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	19,6	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1	53,1
Aktywa obrotowe	726,0	738,5	725,0	3 375,5	3 862,0	4 361,4	3 943,1	3 785,1	6 144,2	5 830,5	6 018,2	7 624,4	6 901,6
Zapasy	0,3	0,3	12,9	0,3	0,6	0,6	0,1	0,1	11,2	1,0	0,2	20,4	0,2
Należności	63,8	57,9	210,3	115,0	105,5	93,3	91,2	91,7	108,6	100,8	105,5	116,4	95,5
Inne aktywa obrotowe	14,3	21,5	19,6	9,8	9,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	647,5	658,9	482,3	3 250,4	3 746,1	4 262,6	3 847,0	3 688,4	6 019,5	5 723,8	5 907,6	7 482,7	6 800,9
Aktywa razem	981,5	1 126,8	1 404,1	4 042,7	4 546,8	4 993,3	4 578,0	4 539,0	6 854,8	6 466,5	6 647,9	8 280,4	7 566,4
Kapitał własny	882,9	1 002,9	1 105,7	3 702,6	4 231,2	4 775,8	4 387,3	4 309,3	6 535,3	6 218,3	6 353,0	7 919,5	7 286,4
Zobowiązania długoterminowe	4,1	6,7	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2	25,2
Zobowiązania krótkoterminowe	94,5	117,3	273,3	315,0	290,4	192,4	165,5	204,5	294,4	223,0	269,7	335,7	254,8
Zobowiązania handlowe i inne	47,8	90,5	73,3	148,3	98,1	61,5	53,1	55,2	122,9	91,4	110,3	164,1	109,8
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	3,1	3,6	161,4	128,0	153,7	92,2	73,8	110,6	132,8	92,9	120,8	132,9	106,3
Pozostałe rezerwy	43,6	23,2	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7	38,7
Pasywa razem	981,5	1 126,8	1 404,1	4 042,7	4 546,8	4 993,3	4 578,0	4 539,0	6 854,8	6 466,5	6 647,9	8 280,4	7 566,4
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	463,2	362,9	521,3	3 599,0	2 589,7	2 206,6	1 542,6	1 382,4	4 093,3	3 542,1	3 704,5	5 947,8	4 795,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	381,0	256,6	360,0	3 202,2	2 319,9	1 900,6	1 249,9	1 072,2	3 699,2	3 198,9	3 350,2	5 296,2	4 300,9
EBITDA	245,8	129,0	217,8	2 825,3	2 022,9	1 724,2	1 050,2	805,4	3 318,5	2 944,5	3 056,9	4 753,1	3 999,5
Amortyzacja	4,9	16,6	37,5	199,3	148,3	207,0	105,9	39,8	230,3	201,2	166,5	174,4	103,6
EBIT	240,9	112,4	180,3	2 626,1	1 874,6	1 517,2	944,2	765,6	3 088,2	2 743,3	2 890,3	4 578,7	3 895,9
Saldo działalności finansowej	6,5	10,6	8,9	9,0	13,3	14,2	14,9	13,5	14,3	17,2	15,5	17,0	16,8
Zysk (strata) brutto	247,4	123,0	189,2	2 635,1	1 887,8	1 531,3	959,1	779,1	3 102,4	2 760,5	2 905,8	4 595,7	3 912,7
Zysk (strata) netto	200,3	109,3	175,3	2 442,7	1 750,0	1 419,5	889,1	722,2	2 876,0	2 559,0	2 693,7	4 260,2	3 627,1
CF [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	233,1	132,6	216,7	2 792,3	1 869,7	1 531,5	955,9	787,0	3 153,9	2 689,7	2 887,5	4 452,5	3 674,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-282,1	-95,0	-164,5	-177,9	-152,1	-139,4	-93,4	-144,9	-172,3	-108,9	-144,2	-183,2	-95,0
Przepływy z działalności finansowej	-101,4	-0,7	-107,2	153,7	-1 221,9	-875,5	-1 278,1	-800,7	-650,5	-2 876,5	-2 559,5	-2 694,2	-4 260,7
Przepływy pieniężne netto	-150,4	36,9	-55,0	2 768,1	495,7	516,5	-415,7	-158,6	2 331,1	-295,6	183,7	1 575,1	-681,8
Środki pieniężne na początek okresu	217,4	67,0	104,4	49,4	2 817,5	3 313,2	3 829,7	3 414,1	3 255,5	5 586,6	5 290,9	5 474,7	7 049,8
Środki pieniężne na koniec okresu**	67,0	103,9	49,4	2 817,5	3 313,2	3 829,7	3 414,1	3 255,5	5 586,6	5 290,9	5 474,7	7 049,8	6 368,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz pozostałe aktywa finansowe **-bez pozostałych aktywów finansowych – lokat 432,8 mln PLN na koniec 2019 roku

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	-21,7%	43,6%	590,4%	-28,0%	-14,8%	-30,1%	-10,4%	196,1%	-13,5%	4,6%	60,6%	-19,4%
EBITDA zmiana r/r	-47,5%	68,8%	1197,4%	-28,4%	-14,8%	-39,1%	-23,3%	312,0%	-11,3%	3,8%	55,5%	-15,9%
EBIT zmiana r/r	-53,4%	60,4%	1356,6%	-28,6%	-19,1%	-37,8%	-18,9%	303,4%	-11,2%	5,4%	58,4%	-14,9%
Zysk netto zmiana r/r	-45,4%	60,3%	1293,3%	-28,4%	-18,9%	-37,4%	-18,8%	298,2%	-11,0%	5,3%	58,2%	-14,9%
Marża brutto na sprzedaży	70,7%	69,1%	89,0%	89,6%	86,1%	81,0%	77,6%	90,4%	90,3%	90,4%	89,0%	89,7%
Marża EBITDA	35,6%	41,8%	78,5%	78,1%	78,1%	68,1%	58,3%	81,1%	83,1%	82,5%	79,9%	83,4%
Marża EBIT	31,0%	34,6%	73,0%	72,4%	68,8%	61,2%	55,4%	75,4%	77,4%	78,0%	77,0%	81,2%
Marża netto	30,1%	33,6%	67,9%	67,6%	64,3%	57,6%	52,2%	70,3%	72,2%	72,7%	71,6%	75,6%
ROE	10,9%	15,9%	66,0%	41,4%	29,7%	20,3%	16,8%	44,0%	41,2%	42,4%	53,8%	49,8%
ROA	9,7%	12,5%	60,4%	38,5%	28,4%	19,4%	15,9%	42,0%	39,6%	40,5%	51,4%	47,9%
Dług netto	-462,4	-3 232,6	-3 728,3	-4 244,9	-3 829,2	-3 670,6	-6 001,7	-5 706,1	-5 889,8	-7 465,0	-6 783,2	-6 240,6
Dług netto / kapitał własny	-46,1%	-292,4%	-100,7%	-100,3%	-80,2%	-83,7%	-139,3%	-87,3%	-94,7%	-117,5%	-85,7%	-85,6%
Dług netto / EBITDA	-3,6	-14,8	-1,3	-2,1	-2,2	-3,5	-7,5	-1,7	-2,0	-2,4	-1,4	-1,6
Dług netto / EBIT	-4,1	-17,9	-1,4	-2,3	-2,5	-3,9	-7,8	-1,8	-2,1	-2,6	-1,5	-1,6
EV	34 259,4	33 900,5	33 275,3	32 779,6	32 263,0	32 678,7	32 837,3	30 506,2	30 801,8	30 618,1	29 042,9	29 724,7
CAPEX / Przychody	31,3%	49,2%	5,2%	6,4%	7,0%	7,1%	11,5%	4,6%	3,6%	4,3%	3,4%	2,3%
CAPEX / Amortyzacja	683,2%	684,2%	94,1%	111,8%	74,4%	102,8%	398,8%	81,2%	62,9%	96,2%	115,1%	108,5%
Amortyzacja / Przychody	4,6%	7,2%	5,5%	5,7%	9,4%	6,9%	2,9%	5,6%	5,7%	4,5%	2,9%	2,2%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	5,4%	-1,6%	-0,9%	-0,4%	0,1%	1,0%	-0,4%	0,4%	0,4%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	-6,3%	-4,1%	-5,1%	-0,9%	1,0%	-1,5%	-2,4%	-9,2%	-1,0%	-1,2%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	94,7	65,9	10,1	14,1	16,5	23,7	26,4	8,9	10,3	9,9	6,1	7,6
P/E*	314,3	196,0	14,9	20,9	25,7	41,1	50,6	12,7	14,3	13,6	8,6	10,1
P/BV*	34,3	31,1	9,9	8,6	7,6	8,3	8,5	5,6	5,9	5,7	4,6	5,0
P/CE*	376,3	1268,6	309,9	188,8	132,5	93,1	79,3	184,0	172,9	175,9	216,0	203,6
EV/EBITDA*	265,5	155,7	11,8	16,2	18,7	31,1	40,8	9,2	10,5	10,0	6,1	7,4
EV/EBIT*	304,8	188,0	12,7	17,5	21,3	34,6	42,9	9,9	11,2	10,6	6,3	7,6
EV/S*	94,4	65,0	9,2	12,7	14,6	21,2	23,8	7,5	8,7	8,3	4,9	6,2
BVPS	10,4	11,5	36,3	41,4	46,8	43,0	42,2	64,0	60,9	62,2	77,6	71,4
EPS	1,1	1,8	23,9	17,1	13,9	8,7	7,1	28,2	25,1	26,4	41,7	35,5
CEPS	1,0	0,3	1,2	1,9	2,7	3,8	4,5	1,9	2,1	2,0	1,7	1,8
Dywidenda	0,0	100,9	0,0	1 221,4	875,0	1 277,6	800,2	650,0	2 876,0	2 559,0	2 693,7	4 260,2
DPS	0,0	1,1	0,0	12,0	8,6	12,5	7,8	6,4	28,2	25,1	26,4	41,7
Dyield	0,0%	0,3%	0,0%	3,3%	2,4%	3,5%	2,2%	1,8%	7,9%	7,0%	7,4%	11,7%
Payout ratio	0,0%	92,3%	0,0%	50,0%	50,0%	90,0%	90,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 357,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
banki, finanse

Adrian Górniak

Analitik rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
deweloperzy, handel, media

Krzysztof Tkocz

Młodszy analitik rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
redukuj	332	-	-	06.05.2020	08:00 CEST	357,5	45 019

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'20*:			, 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	2	29%	1	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	14%	0	0%
Redukuj	3	43%	0	0%
Sprzedaj	1	14%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własną analizę (bazującą także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 06.05.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 13.05.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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 zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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 BDM lub 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 06.05.2020 roku:

- 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 jakiejkolwiek 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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 jakiejkolwiek 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.