



Dom Maklerski BDM S.A.

CD Projekt

RAPORT ANALITYCZNY

Od długo wyczekiwanej premiery gry „Cyberpunk 2077” minęło zaledwie pół roku, a jej sprzedaż drastycznie spadła przekładając się na bardzo słabe wyniki. Do tej sytuacji przyczyniła się pozostawiająca wiele do życzenia jakość końcowego produktu (choć w tym przypadku słowo „końcowy” może być dużym nadużyciem), wycofanie gry z PS Store oraz spadek zainteresowania wśród graczy tym uniwersum. Mimo przywrócenia tytułu do sklepu Sony (21.06) i powrotu jednego z najważniejszych kanałów sprzedaży, szacowane przez nas wyniki spółki nie uzasadniają jej obecnej wyceny. W rezultacie obniżamy nasze zalecenie z kupuj do REDUKUJ z ceną docelową 167 PLN/ akcję, czyli 9% poniżej obecnej ceny rynkowej. Ponadto mając na uwadze brak doświadczenia spółki w realizowaniu dużych projektów multiplayer i chęć minimalizacji ryzyka kolejnej nieudanej premiery, spodziewamy się wydania takiego trybu dopiero po kolejnej grze z uniwersum Wiedźmina, co w związku ze wcześniejszymi naszymi założeniami (debiut CP MP pod koniec 2022 roku) przekłada się na spadek atrakcyjności poziomu wskaźników na lata 2021-2023. Liczymy, że w związku z zapowiedzianymi na 2H'21 next-genowymi premierami gier W3 i CP wyniki spółki ulegną poprawie, jednak dalej są to poziomy, które pozostawiają ogromny niedosyt po tak długo wyczekiwanej premierze, zważywszy, że na kolejną przyjdzie nam czekać ponad 4 lata...

Słabe wyniki po długo wyczekiwanej premierze

10 grudnia 2020 roku miała miejsce premiera gry „Cyberpunk 2077” – w dniu debiutu spółka poinformowała o 8 mln sprzedanych preorderów, po 10 dniach od tej daty liczba sprzedanych kopii zwiększyła się do 13 mln, jednak do końca roku urosła zaledwie o 0,7 mln do 13,7 mln. Wydanie dwóch patchy i kilku hotfixów nie poprawiło dynamik, a wyniki pierwszego pełnego kwartału po długo wyczekiwanej premierze okazały się znacznie gorsze od rynkowych oczekiwań. W związku z brakiem powrotu CP do PS Store przez większą część tego kwartału, dalszym spadkiem zainteresowania produktem wyniki 2Q'21 zapowiadają się równie słabo.

Niepewność co do multiplayera

Jeszcze przed debiutem gry CP2077 słyszeliśmy od spółki zapewnienia o tym, iż powstanie wersja multiplayer do tego tytułu, która będzie osobną grą AAA. Po premierze pozostawiającej wiele do życzenia, retoryka Redów zmieniła się na zachowawczą, w której aktualnie komunikują o dodaniu zaledwie elementów sieciowych we wszystkich swoich grach w bliżej nieokreślonej przyszłości. W naszej ostatniej rekomendacji prognozowaliśmy debiut tej wersji pod koniec 2022 roku. Aktualnie zakładamy, że w kolejnych latach spółka skupi się na rozwijaniu uniwersalnego silnika/narzędzi, które pozwolą jej znacznie szybciej adaptować swoje produkcje do wersji multiplayer. Ponadto mając na uwadze brak doświadczenia Redów z tak rozbudowanym trybem wieloosobowym, spodziewamy się, że chcąc zminimalizować ryzyko kolejnej nieudanej premiery (pełnej wielu problemów) debiut pełnoprawnej gry multiplayer nastąpi dopiero po wydaniu kolejnej części Wiedźmina. Przesunięcie to ma wpływ na spadek atrakcyjności wskaźników na lata 2021-2023.

Czy powrót do PS Store dużo zmieni?

Zaledwie kilka dni po premierze „Cyberpunk 2077”, w związku ze słabym stanem technicznym produktu Sony postanowiło wycofać grę ze swojego sklepu (w którym był zaledwie tydzień). Po ponad 6 miesiącach nieobecności, wielu naprawach zdecydowano o przywróceniu (21.06) tytułu do PS Store. Spodziewamy się, że wraz z powrotem jednego z najważniejszych kanałów sprzedaży, wyniki spółki w 3Q'21 zaczną się powoli odbudowywać, jednak naszym zdaniem poziomy te wciąż nie uzasadniają obecnej wyceny dewelopera.

Czy „The Witcher: Monster Slayer” okaże się game changerem?

Gra mobilna spółki Spokko znajduje się aktualnie w fazie soft launchu na wybranych terytoriach. CDR zapowiedział jej globalną premierę jeszcze na lato'21. Dotychczas największym sukcesem tego typu tytułów w technologii AR jest „Pokemon Go”, która od swojej premiery generuje przychody na poziomie 600-800 mln USD rocznie, tytuł „Harry Potter: HM” w rok od swojego debiutu wypracował ok. 110 mln USD przychodów. Na dalszych miejscach znajdują się takie produkcje jak „Jurassic World Alive”, „The walking dead: our world”. W naszej ocenie to właśnie tym dwóm ostatnim jest najbliższe do mobilnego Wiedźmina. Uważamy, że sukcesu Pokemonów nie da się powtórzyć, gdyż produkcja ta to spełnienie marzeń rzeszy fanów tego uniwersum, a świat Harrego Pottera jest wielokrotnie bardziej rozpoznawalny od świata Wiedźmina.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	362,9	521,3	2 138,9	980,3	1 371,5	1 298,8
EBITDA [mln PLN]	129,0	217,8	1 424,7	454,9	814,2	704,6
EBIT [mln PLN]	112,4	180,3	1 157,1	345,8	707,8	570,2
Wynik brutto [mln PLN]	123,0	189,2	1 164,9	340,0	712,5	576,2
Zysk netto [mln PLN]	109,3	175,3	1 154,3	305,1	641,3	518,6
P/BV	17,6	16,0	8,5	9,3	7,5	6,9
P/E	161,6	100,8	16,1	60,7	28,9	35,7
EV/EBITDA	136,2	79,0	12,5	38,1	20,8	23,9
EV/EBIT	156,3	95,5	15,4	50,1	23,9	29,5
DPS	0,0	1,1	0,0	5,0	1,5	3,2
DY	0,0%	0,6%	0,0%	2,7%	0,8%	1,7%

REDUKUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 167 PLN

21 CZERWCA 2021, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	181
Wycena porównawcza – zagranica [PLN]	114
Wycena końcowa [PLN]	167
Potencjał do wzrostu / spadku	-9%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	183,9
Kapitalizacja [mld PLN]	18,5
Ilość akcji [mln. szt.]	100,8

Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	365,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	153,4

Stopa zwrotu za 3 mc	-17,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-32,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-52,3%

Struktura akcjonariatu:

Marcin Iwiński	12,8%
Michał Kiciński	10,4%
Piotr Nielubowicz	6,8%
Adam Kiciński	4,0%
Pozostali Akcjonariusze	66,0%

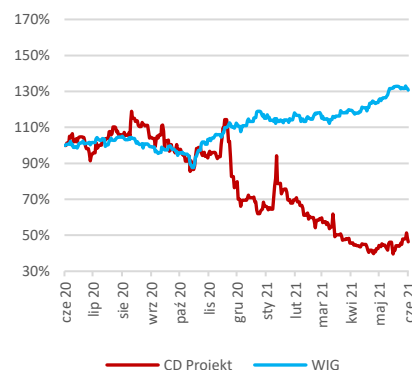
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
CZYNNIKI RYZYKA	9
PRODUKCJE	10
OTOCZENIE RYNKOWE	12
WYNIKI ZA 1Q'21	16
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	20
DANE FINANSOWE	21

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 181 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 87 PLN, a do spółek zagranicznych 114 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 16,9 mld PLN, czyli **167 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	181
Wycena porównawcza Polska	0%	87
Wycena porównawcza zagranica	20%	114
Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN]		167

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Cyberpunk 2077”

W dniu debiutu gry (10.12) CD Projekt poinformował o 8 mln sprzedanych preorderów, po 10 dniach od tej daty liczba sprzedanych kopii zwiększyła się do 13 mln, jednak do końca roku urosła ona zaledwie o 0,7 mln do 13,7 mln. Wydanie dwóch patchy i kilku hotfixów nie poprawiło dynamik, a wyniki pierwszego pełnego kwartału po długo wyczekiwanej premierze okazały się znacznie gorsze od rynkowych oczekiwań. W związku z brakiem powrotu CP do PS Store przez większą część tego kwartału, dalszym spadkiem zainteresowania produktem wyniki 2Q'21 zapowiadają się równie słabo. Po ponad 6 miesiącach nieobecności w sklepie Sony, wielu naprawach zdecydowano o jego przywróceniu (21.06). Spodziewamy się, że wraz z powrotem jednego z najważniejszych kanałów sprzedaży, wyniki spółki w 3Q'21 zaczną powoli się odbudowywać, jednak wciąż naszym zdaniem poziomy te nie uzasadniają obecnej wyceny dewelopera. W 4Q'21 szacujemy next-genową premierą „Cyberpunka”. Uważamy, że część graczy zrażona pierwszymi ocenami produkcji i jej stanem technicznym, odłożyła zakup w czasie, tym samym można spodziewać się pozytywnych skutków efektu tego przesunięcia pod koniec 2021 roku. Ponadto pozytywnie na poprawę wizerunku IP powinny działać darmowe dodatki (niewielkie rozszerzenia). W całym 2021 roku spodziewamy się 5,0 mln sprzedanych kopii tego tytułu. Ponadto w naszym modelu zakładamy utrzymania zespołu pracującego nad naprawą i serwisem CP (z okresu na okres coraz mniejszego), co przełoży się wzrost kosztów sprzedaży. Łącznie spodziewamy się trzech płatnych rozszerzeń do gry – dwóch w 2022 roku i jednego w 2023.

Multiplayer

Jeszcze przed debiutem gry „CP2077” CD Projekt zapewniał nas o tym, iż powstanie wersja multiplayer do tego tytułu, która będzie osobną grą AAA. Po premierze pozostawiającej wiele do życzenia, retoryka Redów zmieniła się na zachowawczą, w której aktualnie komunikują o dodaniu zaledwie elementów sieciowych we wszystkich swoich grach w bliżej nieokreślonej przyszłości. W naszej poprzedniej rekomendacji prognozowaliśmy debiut tej wersji pod koniec 2022 roku. Aktualnie zakładamy, że w kolejnych latach spółka skupi się na rozwijaniu uniwersalnego silnika/narzędzi, które pozwolą jej znacznie szybciej adaptować swoje produkcje do wersji multiplayer. Ponadto mając na uwadze brak doświadczenia Redów z tak rozbudowanym trybem wieloosobowym, spodziewamy się, że chcąc zminimalizować ryzyko kolejnej nieudanej premiery (pełnej wielu problemów) debiut pełnoprawnej gry MP nastąpi dopiero po wydaniu kolejnej części Wiedźmina. Przesunięcie to ma wpływ na spadek atrakcyjności wskaźników na lata 2021-2023. W naszym modelu zakładamy, że w związku z wypracowanymi rozwiązaniami, w rok od wydania Wiedźmina 4, spółka będzie w stanie dostarczyć do niego tryb wieloosobowy. Ponadto spodziewamy się, że dopiero po kolejnej części z uniwersum Cyberpunka, świat ten doczeka się odsłony pozwalającej cieszyć się tym IP w rozgrywce angażującej większe grono graczy.

„The Witcher: Monster Slayer”

Gra mobilna spółki Spokko znajduje się aktualnie w fazie soft launchu na wybranych terytoriach (np. w Rosji, Australii). Tytuł ten oparty jest o technologię rozszerzonej rzeczywistości. Globalna premiera gry została zapowiedziana na lato'21. Dotychczas największym sukcesem tego typu tytułów w technologii AR jest „Pokemon Go”, która od swojej premiery generuje przychody na poziomie 600-800 mln USD rocznie (w zeszłym miesiącu wg. portalu Sensor Tower wypracowała 64 mln USD). Gra „Harry Potter: HM” w rok od swojego debiutu wypracował ok. 110 mln USD przychodów (obecnie utrzymuje się na poziomie ok. 6 mln USD miesięcznie). Na dalszych miejscach znajdują się takie produkcje jak „Jurassic World Alive” (2 mln USD przychodów w maju), „The walking dead: our world” (0,5 mln USD w zeszłym miesiącu). W naszej ocenie to właśnie tym dwóm ostatnim jest najbliższe do mobilnego Wiedźmina. Uważamy, że sukcesu Pokemonów nie da się powtórzyć, gdyż produkcja ta to spełnienie marzeń rzeszy fanów tego uniwersum, a świat Harrego Pottera jest wielokrotnie bardziej rozpoznawalny od świata Wiedźmina. Spodziewamy się, że w pierwszych latach funkcjonowania będzie generowała ona około 50-70 mln PLN rocznie.

Wiedźmin

W związku z panującą sytuacją na świecie, serialem Netflixa oraz portem W3 na NS rok 2020 był bardzo udanym okresem dla Wiedźmińskiego IP. Spodziewamy się, że w związku kolejnymi sezonami wyżej wspomnianego serialu, zainteresowanie tym uniwersum nie będzie spadało, co przełoży się na utrzymanie dalszej satysfakcjonującej sprzedaży.

Spółka w 1Q'21 rozpoznała koszty związane z pracami rozwojowymi przed fazą produkcji, co wskazuje, że prace koncepcyjne nad nowym projektem (naszym zdaniem Wiedźminem 4) rozpoczęły się już na początku 2021 roku. Spodziewamy się utrzymania tych kosztów w 2Q'21 i wyjścia z tego etapu na przełomie 2Q/3Q'21. Podtrzymujemy nasze stanowisko z poprzedniej rekomendacji, w której to zakładaliśmy, że naszą faworytką do objęcia schedy po „Białym Wilku” jest Ciri, tym samym gra mogłaby się okazać prequelem trzeciej części cyklu. W związku z przedłużającymi się naprawami nad CP, angażującymi istotną część załogi, przesuwamy w naszym modelu debiut gry z 1Q'25 na 4Q'25.

„WitcherCon”

Na 9 lipca 2021 roku ogłoszono onlinowy konwent dla fanów wiedźmińskiego uniwersum. Wydarzenie to będzie transmitowane na żywo na kanałach Netflixa i CDR. Na tym evenie zostaną pokazane materiały dotyczące produkcji gier, gadżetów oraz serialu i anime. Organizatorzy ucinają wszelkie spekulacje i mówią wprost, że podczas eventu nie zostanie zaprezentowana żadna nowa gra ze świata Wiedźmina.

Sugerując się powyższymi argumentami oraz implikując do modelu nasze szacunki dotyczące przyszłych wyników spółki, uważamy że aktualna cena jest przewartościowana, w związku z tym wydajemy zalecenie **REDUKUJ z ceną docelową 167 PLN/akcję**, czyli 9% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Główne założenia

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Sprzedaż kopii (mln)											
Wiedźmin 1-3	9,1	6,4	4,5	4,0	3,3	2,5	1,8	1,1	0,4	0,0	0,0
Cyberpunk 2077	13,7	5,0	6,0	5,6	4,9	4,3	3,8	3,3	2,8	2,4	2,0
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,6	11,1	8,3	6,3	5,0	4,1
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,3	8,2
Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)	2 138,9	980,3	1 371,5	1 298,8	957,1	2 083,5	2 758,7	2 561,6	1 830,8	4 647,5	3 545,9
Wiedźmin 1-3	342,6	219,0	120,5	90,7	55,2	27,4	13,2	8,0	2,9	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	1 154,5	446,2	907,0	832,8	487,5	373,2	271,5	204,8	132,3	80,7	48,9
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 017,1	1 818,0	1 523,4	774,9	484,7	304,8
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,2	263,4	351,7	360,2	391,9
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 473,4	1 006,4
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	181,7	258,9
The Wither: Monster Slayer	0,0	11,3	50,5	74,8	95,6	122,4	116,2	110,4	93,9	79,8	67,8
USD/PLN	3,896	3,783	3,827	3,777	3,716	3,657	3,657	3,657	3,657	3,657	3,657

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody BDM	980	1 372	1 299	957
Przychody konsensus	1 271	1 281	1 279	1 093
Różnica	-23%	7%	2%	-12%
EBIT BDM	346	708	570	212
EBIT konsensus	781	652	676	646
Różnica	-56%	9%	-16%	-67%
Zysk netto BDM	305	641	519	197
Zysk netto konsensus	697	641	616	533
Różnica	-56%	0%	-16%	-63%

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 3,0%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2021 roku spółka sprzeda 5,0 mln kopii gry „Cyberpunk 2077”. W całym 2021 prognozujemy, że CDR wypracuje 980,3 mln PLN przychodów, EBITDA w tym okresie wyniesie 454,9 mln PLN a zysk netto 305,1 mln PLN.
- Spodziewamy się utrzymania kosztów związanych z serwisem gry „Cyberpunk”, w całym 2021 roku szacujemy, że wyniesie on ok. 53,0 mln PLN.
- W związku z trwającymi pracami koncepcyjnymi nad nowym projektem, zakładamy, że koszty związane z pracami rozwojowymi przed fazą produkcji utrzymają się w 2Q’21. Spodziewamy się, wyjścia z tego etapu na przełomie 2Q/3Q’21.
- Zakładamy 3 płatne dodatki do gry „Cyberpunk 2077” (droższe od dodatków do W3), dwa 2022 roku i jeden w 2023 roku, odstępy między ich premierami będą wynosiły ok. pół roku.
- W 2022 roku szacujemy sprzedaż „CP2077” na poziomie 6,0 mln PLN sztuk, co pozwoli osiągnąć w tym okresie 1,4 mld PLN przychodów, 814,2 mln PLN EBITDA oraz 641,3 mln PLN zysku netto.
- Spodziewamy się, że prace nad nową grą z uniwersum Wiedźmina potrwają jeszcze ponad 4 lata, a gra zadebiutuje pod koniec 2025 roku (jej budżet produkcyjny zakładamy w okolicach 460 mln PLN). Rok później zakładamy rozszerzenie jej o wersję multiplayer.
- W związku z retoryką spółki odnośnie trybu wieloosobowego dla gry „Cyberpunk”, zakładamy że deweloper będzie pracował nad technologią/ narzędziami pozwalającymi w szybki sposób dostosować produkcję do wersji multiplayer. Dodatkowo mając na uwadze brak doświadczenia Redów z tak rozbudowanym trybem wieloosobowym, spodziewamy się, że chcąc zminimalizować ryzyko kolejnej nieudanej premiery, debiut pełnoprawnej gry multiplayer nastąpi dopiero po wydaniu kolejnej części Wiedźmina, a do „Cyberpunka” dopiero po wydaniu kolejnej gry z tego uniwersum.
- Prognozujemy, że „The Witcher: Monster Slayer” w pierwszych latach funkcjonowania będzie generowała ona około 50-70 mln PLN rocznie.
- Zakładamy, że w nieodległej przyszłości, spółka będzie chciała rozszerzyć swoje portfolio o kolejne IP.
- Prognozujemy, że do końca tego roku w grupie będzie pracowało ok. 1,3 tys. osób. Spółka będzie sukcesywnie zwiększała zatrudnienie (ok. +100 osób rocznie), 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 10%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Program motywacyjny na lata 2020-2025, przyjęty dnia 28.07.2020 - 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, gdyż według naszych prognoz nie zostanie on zrealizowany.
- 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. 100,8 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 21 czerwca 2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 18,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 181 PLN.

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	181	190	200	212	227	245	268	297	335
	1,0	167	175	183	193	205	219	237	258	286
	1,1	156	162	169	177	187	198	212	229	249
	1,2	146	151	157	164	172	181	192	205	221
	1,3	137	141	146	152	159	166	175	186	198
	1,4	129	132	137	142	147	154	161	169	180
	1,5	121	125	128	133	137	143	149	156	164

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%	210	223	238	257	280	309	349	403	482
	4%	172	180	190	201	213	229	248	272	304
	5%	146	151	157	164	172	181	192	205	221
	6%	126	129	133	138	143	149	156	164	173
	7%	110	113	116	119	122	126	131	136	142
	8%	98	100	102	104	107	110	113	116	120
	9%	88	89	91	93	95	97	99	101	104

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%	387	356	331	309	292	276	263	251	241
	4,0%	282	261	243	229	217	206	197	190	183
	5,0%	219	204	191	181	172	165	158	153	148
	6,0%	177	166	157	149	142	137	132	128	124
	7,0%	148	140	132	126	121	117	113	110	107
	8,0%	127	120	114	110	106	102	99	97	94
	9,0%	111	105	100	97	93	91	88	86	84

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 **87 PLN**, natomiast do globalnych **114 PLN**. W naszej wycenie uwzględniamy jedynie drugą z nich, nadając jej wartość 20%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
11 bit studios	71,8	51,7	9,1	44,4	31,6	5,5
PlayWay	19,7	17,6	16,2	13,2	11,7	10,6
Ten Square Games	14,9	12,5	11,5	12,6	10,1	8,8
Mediana	19,7	17,6	11,5	13,2	11,7	8,8
CD Projekt *	60,7	28,9	35,7	38,1	20,8	23,9
Premia/dyskonto dla CD Projekt	308,3%	164,2%	209,4%	287,6%	177,8%	170,4%
Wycena wg wskaźnika	67,0	118,5	63,7	76,8	114,9	82,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	83			91		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	87					

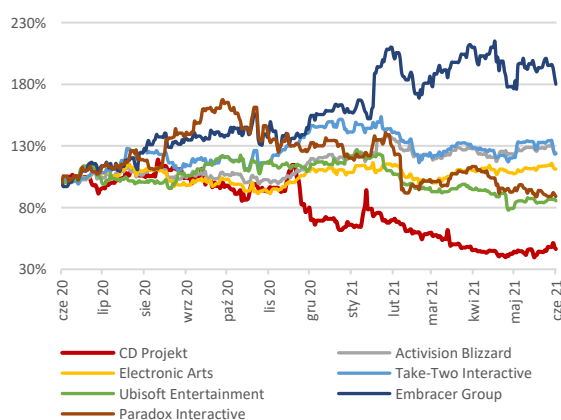
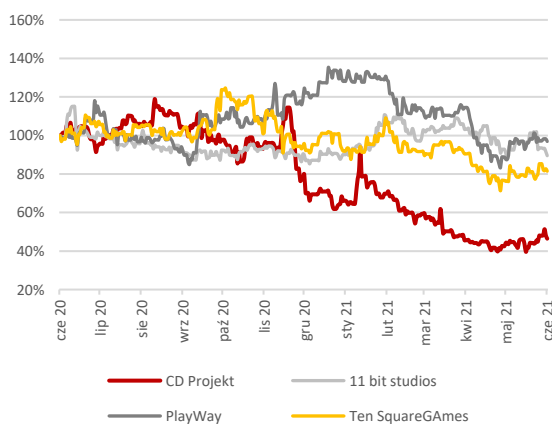
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg ;* - oczyszczone o koszty PM 2020-2025

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ACTIVISION BLIZZARD INC	23,9	20,3	19,1	16,4	13,6	12,3
ELECTRONIC ARTS INC	21,7	19,8	17,9	14,8	13,7	12,5
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	35,8	23,4	18,2	23,3	15,3	10,7
UBISOFT ENTERTAINMENT	25,5	22,3	18,4	8,5	6,7	5,9
EMBRACER GROUP AB	32,6	31,2	35,3	13,9	12,8	10,9
CAPCOM CO LTD	29,7	27,3	25,0	17,1	15,2	13,2
PARADOX INTERACTIVE AB	36,3	27,2	24,7	16,0	11,9	10,7
Mediana	29,7	23,4	19,1	16,0	13,6	10,9
CD Projekt*	60,7	28,9	35,7	38,1	20,8	23,9
Premia/dyskonto dla CD Projekt	204,1%	123,7%	86,8%	237,4%	153,2%	118,0%
Wycena wg wskaźnika	101,2	157,4	105,6	90,5	130,8	97,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	121			106		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	114					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg ;* - oczyszczone o koszty PM 2020-2025

Zachowanie kursów od czerwca 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z krótkim i niskim ogonem sprzedażowym 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 dalsze problemy techniczne gry oraz zbyt długi proces ich naprawy, co może zniechęcić wielu potencjalnych graczy.

2. Ryzyko odszkodowania związane z pozwami sądowymi

Do sądu w Stanach Zjednoczonych wpłynął pozew zbiorowy w imieniu inwestorów CD Projekt. Śledczy sprawdzają, czy działania spółki i jej zarządu naruszyły przepisy federalne i m.in. wprowadziły inwestorów w błąd, doprowadzając do ich strat. Jeśli deweloper przegra sprawę przed amerykańskim sądem, może mu grozić konieczność wypłaty odszkodowań. Sprawy takie potrafią ciągnąć się latami, a sumy wywalczone przez jedną z pozywających kancelarii (The Shall Law Firm) opiewały zwykle na kilkanaście – kilkadziesiąt mln USD.

3. Ryzyko związane z wyciekiem lub utratą danych oraz awarią krytycznej infrastruktury IT

Działalność grupy jest uzależniona od prawidłowego funkcjonowania wewnętrznych systemów teleinformatycznych (w tym serwerów i usług oraz infrastruktury sieci) oraz dostępu do Internetu. W wyniku wystąpienia awarii tej infrastruktury mogą nastąpić przerwy w jej działaniu uniemożliwiające prowadzenie bieżącej działalności grupy czy funkcjonowanie internetowych serwisów. Przechowywanie i przetwarzanie danych narażone jest na ryzyko ich kradzieży lub wycieku. Ewentualna awaria systemów lub dostęp do danych przez osoby nieuprawnione może skutkować przerwami w pracy, utratą lub ujawnieniem danych, obniżeniem przychodów ze sprzedaży, koniecznością poniesienia nieprzewidzianych kosztów lub kar.

4. Ryzyko związane z utratą reputacji

Reputacja spółki i jej podmiotów zależnych może pozytywnie wpływać na skłonność graczy do nabywania produktów i usług grupy, perspektywę rozwoju oraz możliwość pozyskania nowych i utrzymania obecnych pracowników, współpracowników, podwykonawców i kontrahentów, a także zaufanie do grupy ze strony jej interesariuszy. Pojawiające się w mediach informacje o wydłużonych godzinach pracy w grupie, problemy z techniczną efektywnością wydanych produktów czy przesunięcia ogłoszonych dat premiery mogą negatywnie przekładać się na reputację spółki i w konsekwencji mieć negatywny wpływ na kondycję finansową grupy. Proces odbudowywania zaufania do spółki może być długotrwały i generować dodatkowe koszty.

5. 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.

6. 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.

7. 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.

8. 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.

9. 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.

10. Dystrybucja gier w chmurze

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

11. 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.

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

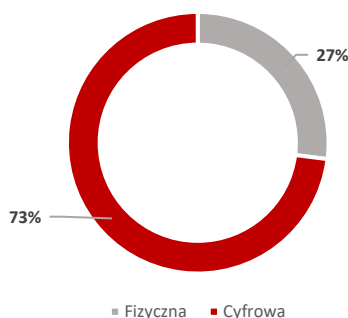
Ze względu na fakt, iż spółka ponosi koszty wytworzenia w PLN, natomiast zdecydowana większość przychodów realizowana jest w walutach obcych, czynnikiem ryzyka, z jakim ma do czynienia, jest ryzyko wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walutowych. Ryzyko to dotyczy szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

PRODUKCJE

„Cyberpunk 2077”

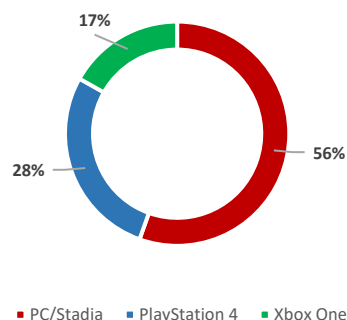
Aktualna ocena tytułu na platformie Steam wynosi 75,4%, a grę oceniło 419,8 tys. graczy. Natomiast na portalu Metacritic średnia ocen kształtuje się na poziomie 7,1/10 pkt (29,6 tys.) i znajduje się dopiero na 401 miejscu w zestawieniu najlepszych gier na PC. Znacznie gorsze oceny wśród graczy produkcja ta zbiera na konsolach starej generacji (PS4, X1). Średnia pierwszych ocen graczy na portalu Metacritic wynosiła odpowiednio 1,8/10 i 2,1/10 pkt., po dwóch dużych patchach i kilku hotfixach kształtują się na poziomie 3,6/10 i 4,9/10 pkt.

Sprzedaż „CP2077” w 2020 r. w podziale na kanał dystrybucji [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

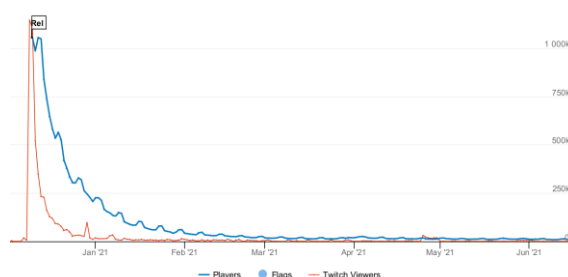
Sprzedaż „CP2077” w 2020 r. w podziale na platformy [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

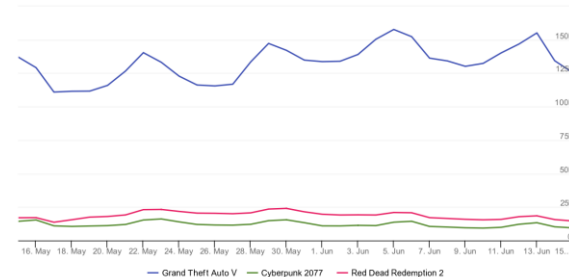
Aktualna ilość graczy na platformie Steam dla gry „CP2077” utrzymuje się na poziomie ok. 10-15 tys. dziennie, dla gry Red Dead Redemption 2 kształtuje się na ok. 15-20 tys., natomiast dla GTAV są to dziesięciokrotnie wyższe liczby (130-150 tys.).

Ilość graczy i widzów gry „Cyberpunk 2077” - Steam/ Twitch [tys.]



Źródło: steamdb.info

Porównanie ilości graczy CP2077, GTAV, RDR2 na Steamie [tys.]

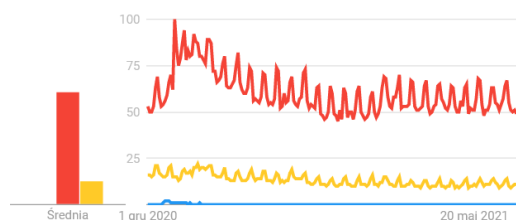


Źródło: steamdb.info

W związku ze słabą jakością gry na konsolach starej generacji obniżamy na szacunki sprzedażowe z 24,2 mln kopii w 12 miesięcy od premiery do 16,3 mln kopii. Liczymy, że w całym 2021 roku CP sprzeda się w nakładzie 5,0 mln kopii, co przełoży się na ok. 495,7 mln PLN przychodów z tego IP.

Google Score (cały świat, grudzień 2020 - czerwiec 2021)

cyberpunk2077 Grand Theft Auto V Red Dead Redemption 2



Źródło: Google Trends

Podział zainteresowania według regionów (cały świat, od 16.06.2021)

cyberpunk2077 Grand Theft Auto V Red Dead Redemption 2



Źródło: Google Trends

Na powyższym wykresie widać, że zainteresowanie „Cyberpunkiem” na chwilę przed i po jego premierze.

- **Łatki i patche** – deweloper stara się doprowadzić grę do „porządku” przez aktualizację, czyszcząc ją z błędów, optymalizując działanie, usprawniając stabilność oraz poprawiając grafikę. Na ostatniej konferencji udostępnił ogólny harmonogram prac na CP2077.

Plan spółki na to, aby „Cyberpunk 2077” stał się długofalowym sukcesem



Źródło: spółka

- **Dodatki** – spodziewamy się, że do gry oprócz darmowych dodatków, które można śledzić na załączonej stronie (<https://www.cyberpunk.net/pl/dlc>) zostaną wydane trzy duże płatne rozszerzenia, w odstępach półrocznych – dwa w 2022 roku i jeden w 2023 r. Każdy DLC będzie znacznie wzbogacał kontent podstawowej wersji, tak jak to miało miejsce w Wiedźminie 3.

- **Wersja Multiplayer** – aktualnie zakładamy, że w kolejnych latach spółka skupi się na rozwijaniu uniwersalnego silnika/narzędzi, które pozwolą jej znacznie szybciej adaptować swoje produkcje do wersji multiplayer. Ponadto mając na uwadze brak doświadczenia Redów z tak rozbudowanym trybem wieloosobowym, spodziewamy się, że chcąc zminimalizować ryzyko kolejnej nieudanej premiery, debiut pełnoprawnej gry multiplayer nastąpi dopiero po wydaniu kolejnej części Wiedźmina. Zakładamy, że dopiero po kolejnej odsłonie z uniwersum Cyberpunka, świat ten doczeka się odsłony pozwalającej cieszyć się tym IP w rozgrywce angażującej większe grono graczy.

„Wiedźmin 4”

Spółka w 1Q'21 rozpoznała koszty związane z pracami rozwojowymi przed fazą produkcji, co wskazuje, że prace koncepcyjne nad nowym projektem, (naszym zdaniem Wiedźminem 4) rozpoczęły się już na początku 2021 roku. Spodziewamy się utrzymania tych kosztów w 2Q'21 i wyjścia z tego etapu na przełomie 2Q/3Q'21. Redzi komunikowali, że w nowej odsłonie tego uniwersum Geralt nie będzie pełnił roli głównego bohatera. We wcześniejszej rekomendacji podkreślaliśmy, że naszą faworytką do objęcia schedy po „Białym Wilku” jest Ciri, tym samym gra mogłaby się okazać prequelem trzeciej części cyklu. Inną realistyczną opcją jest produkcja oparta o system Mass Effect, dzięki której gracz podobnie jak w Cyberpunku tworzy postać według upodobania, która jest już częścią świata i ma pewien status. Zakładamy, że pierwsza gra multiplayer zostanie wydana właśnie do tego uniwersum. W związku z przedłużającymi się naprawami nad CP, angażującymi istotną część załogi, przesuwamy w naszym modelu debiut gry z 1Q'25 na 4Q'25.

„The Witcher: Monster Slayer”

Akcja „The Witcher: Monster Slayer” osadzona jest kilkaset lat przed wydarzeniami z serii gier Wiedźmin. Dzięki rzeczywistości rozszerzonej gracz wciela się w profesjonalnych zabójców potworów. Trzon przygody stanowi eksploracja świata, tropienie, analiza i walka z potworami. Produkcja ta ukaże się na platformach iOS i Android. Gra jest na etapie tzw. soft launchu w kilku krajach, np. Rosji. Spółka zapowiedziała premierę gry (hard launch) na lato'21.

W poniższej tabeli przedstawiamy tytuły o podobnym profilu rozgrywki. Ogromnym sukcesem okazała się gra „Pokemon Go”, która od swojej premiery generuje przychody na poziomie 600-800 mln USD rocznie (w zeszłym miesiącu wg. portalu Sensor Tower wypracowała 64 mln USD), tytuł „Harry Potter: HM” w rok od swojego debiutu wypracował ok. 110 mln USD przychodów (obecnie utrzymuje się na poziomie ok. 6 mln USD miesięcznie). Na dalszych miejscach znajdują się takie produkcje jak „Jurassic World Alive” (2 mln USD przychodów w maju), „The walking dead: our world” (0,5 mln USD w zeszłym miesiącu). W naszej ocenie to właśnie tym dwóm ostatnim jest najbliższe do mobilnego Wiedźmina. Uważamy, że sukcesu Pokemonów nie da się powtórzyć, gdyż produkcja ta to spełnienie marzeń rzeszy fanów tego uniwersum, a świat Harrego Pottera jest wielokrotnie bardziej rozpoznawalny od świata Wiedźmina. Spodziewamy się, że w pierwszych latach funkcjonowania będzie generowała ona około 50-70 mln PLN rocznie.

Przychody gier podobnych do „The Witcher: Monster Slayer” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody maj 2021	
		Android	iOS
1. Pokemon GO	Niantic	33	31
2. Harry Potter: HM	Jam City	3	3
3. The Walking Dead	Next Games	0,3	0,2
4. Jurassic World Alive	Ludia	1	1
5. Ghostbusters World	MAFT Wireless	0,0	0,0

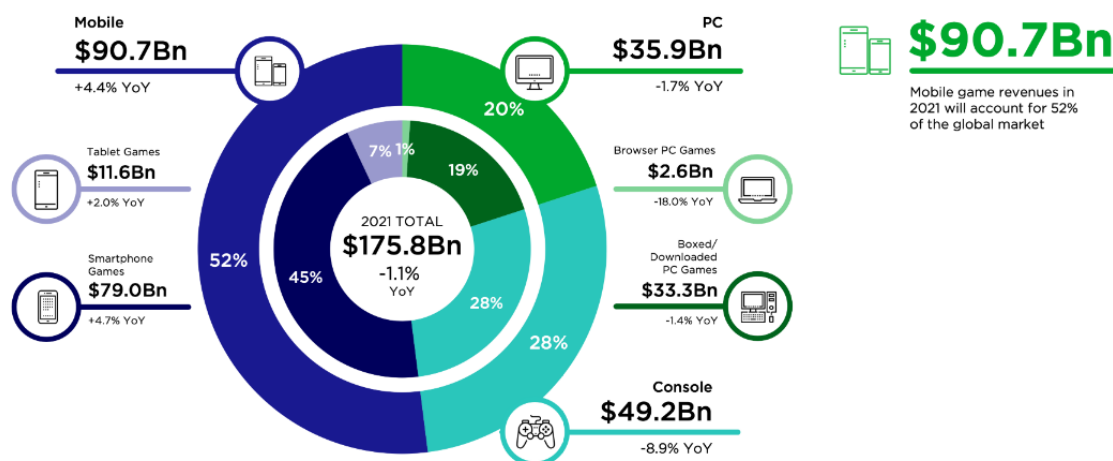
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. 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 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,2%, osiągając 204,6 mld USD w 2023 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.

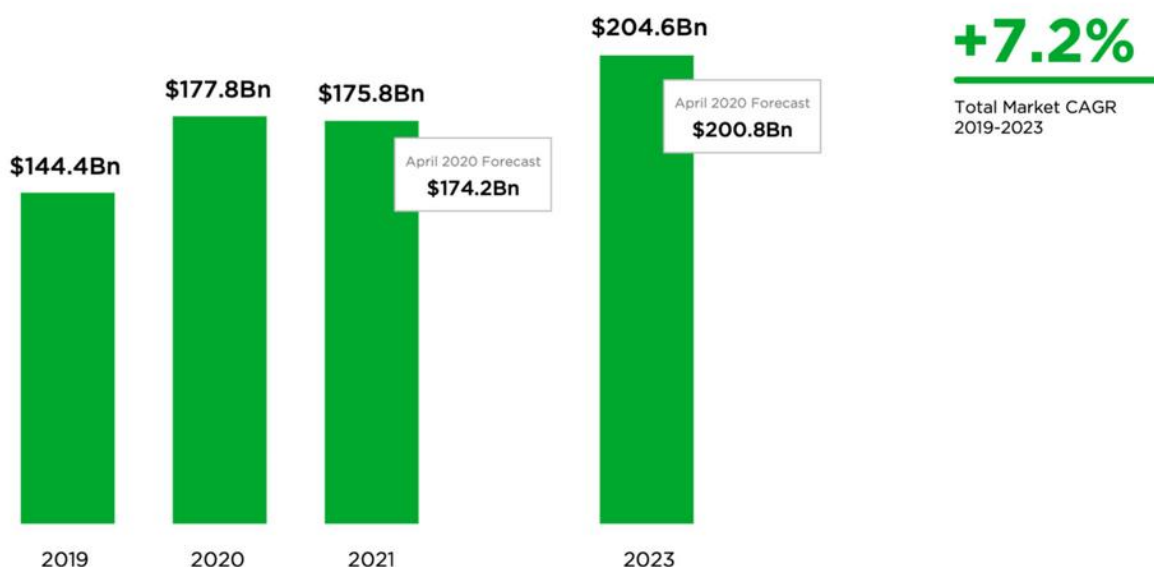
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszłoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do poziomu 175,8 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (-1,1% r/r). Mimo to, analitycy firmy Newzoo zapewniają, że nie jest to powód do niepokoju w długim terminie. Wpływ na spadek wartości będzie mieć m.in. brak półprzewodników, a chociażby Nvidia przewiduje, że niedobory sprzętów mogą potrwać nawet do końca roku. Newzoo podtrzymuje, że w 2023 roku rynek gier przekroczy 204 mld USD. Zdaniem firmy najszybciej rozwijającym się rynkiem mają być gry mobilne. Analitycy jednak podkreślają, że rok 2022 może należeć do gier konsolowych, kiedy to zaplanowano kilka ciekawych premier na sprzęt nowej generacji.

Podział rynku gamingowego w 2021 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

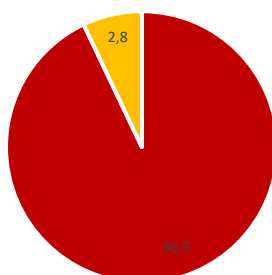
Wartość rynku gier 2019-2023



Źródło: Newzoo

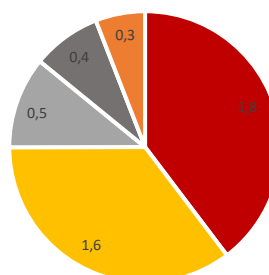
Podział regionów na kraje generujące przychody w 2019 [mln USD]

Ameryka Północna



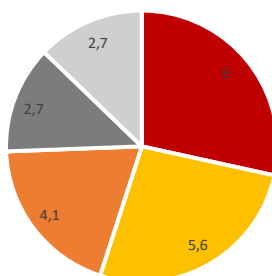
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



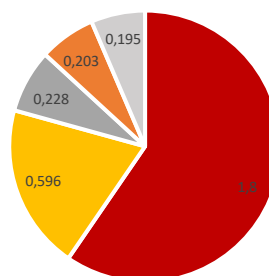
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



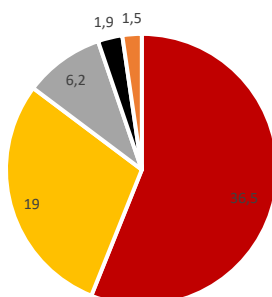
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



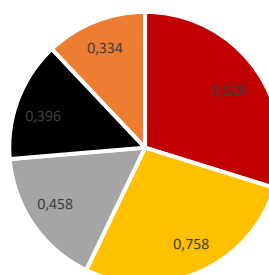
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka



■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arabskie

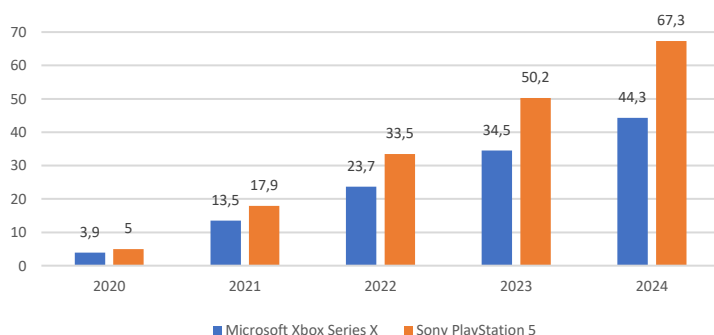
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Statystyki dotyczące wybranych, dostępnych na rynku konsol

	Konsola	Producent	Data wydania konsoli	Liczba sprzedanych egzemplarzy (w mln sztuk)				
				Ameryka Płn.	Europa	Japonia	Reszta Świata	Łącznie
1.	PlayStation 4 (PS4)	Sony Corp.	15.11.2013	37,9	48	9,3	19,9	115,1
2.	Nintendo Switch (NS)	Nintendo	03.03.2017	29,3	20,7	18,3	10,4	78,7
3.	Nintendo 3DS (3DS)	Nintendo	26.02.2013	25,8	21,1	24,7	4,4	76
4.	Xbox One (XOne)	Microsoft	22.11.2013	32	12,3	0,1	5,3	49,7
5.	PlayStation 5 (PS4)	Sony Corp.	12.11.2020	2,4	1,7	0,3	0,7	5,1
6.	Xbox Series X/S (XS)	Microsoft	11.10.2020	1,9	1	0,1	0,4	3,4
RAZEM				129,3	104,8	52,9	41,1	328,1

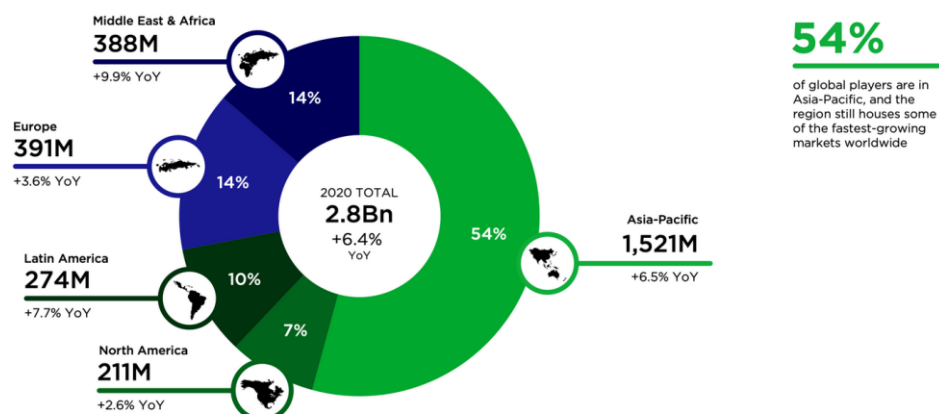
Źródło: VGChartz, Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]



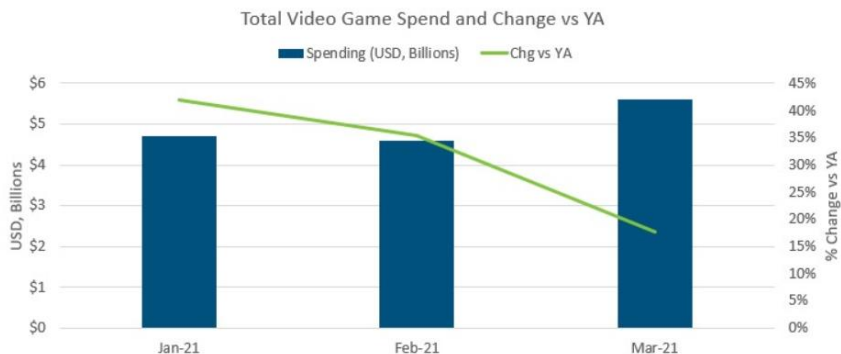
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy w 2020 roku ze względu na region oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

Dynamiki rynku amerykańskiego w poszczególnych miesiącach 2021 roku



Źródło: The NPD Group

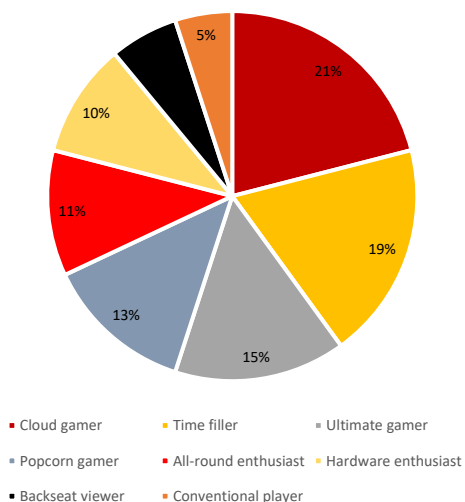
Podział graczy

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%

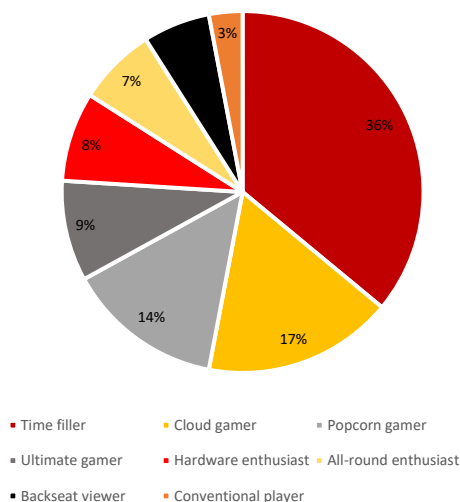
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet

Podział graczy wśród mężczyzn

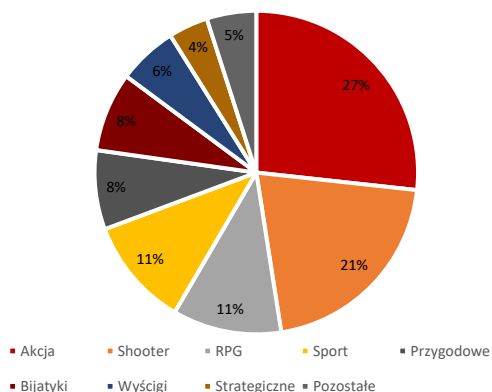


Podział graczy wśród kobiet



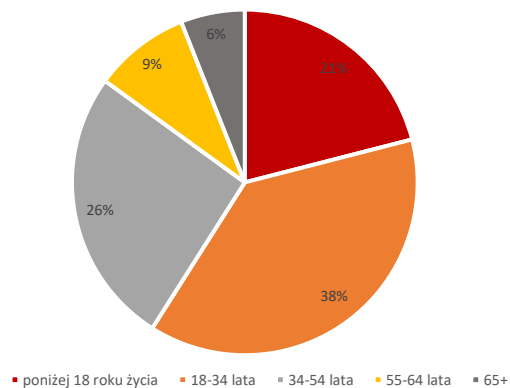
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

Podział graczy pod względem wieku w USA w 2020 roku [%]



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

WYNIKI ZA 1Q'21

Wyniki za 1Q'2021 [mln PLN]

	1Q'20	1Q'21	zmiana r/r	1Q'21P BDM	odchyl.	1Q'21P kons.	odchyl.
Przychody ze sprzedaży	193,0	197,6	2,4%	212,8	-7,1%	238,2	-17,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	145,5	135,4	-7,0%	117,3	15,4%	-	-
EBITDA	104,9	71,0	-32,3%	78,0	-9,0%	126,5	-43,9%
EBIT	97,6	43,2	-55,8%	53,7	-19,5%	97,7	-55,8%
Zysk (strata) brutto	101,0	37,1	-63,3%	54,3	-31,8%	-	-
Zysk (strata) netto	92,0	32,5	-64,7%	48,9	-33,5%	91,0	-64,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	75,4%	68,5%		55,1%		-	
Marża EBITDA	54,4%	35,9%		36,6%		51,0%	
Marża EBIT	50,6%	21,9%		25,2%		38,5%	
Marża zysku netto	47,7%	16,4%		23,0%		35,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

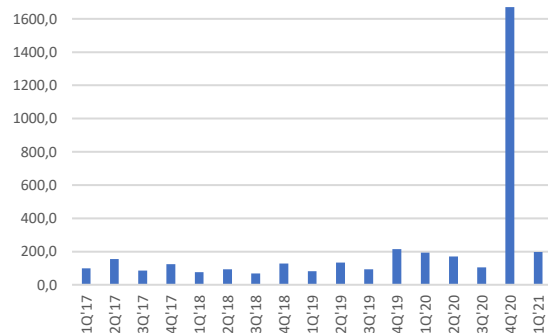
Wyniki CD Projekt za 1Q'21 są poniżej naszych oczekiwań i znacznie poniżej konsensusu. Na poziomie przychodów grupa wypracowała 197,6 mln PLN (+2,4% r/r – wysoka baza związana z obostrzeniami, serialem Netflixu oraz wersją Wiedźmina 3 na NS) segment CD Projekt Red w omawianym okresie odpowiadał za 75,2% (148,5 mln PLN) tej pozycji, natomiast za resztę czyli 52,8 mln PLN GOG.com. Za ok. 60% przychodów ze sprzedaży produktów w segmencie produkcji gier (142,1 mln PLN) odpowiadał „Cyberpunk 2077” (czyli ok. 85,2 mln PLN). Po stronie kosztów największą pozycję stanowiły koszty sprzedaży (62,1 mln PLN) na wzrost tej pozycji (+79,6% r/r) miało m.in. wpływ ukończenie fazy rozwojowej projektu CP2077 i rozpoczęcie znaczącą częścią zespołu deweloperskiego prac nad aktualizacjami (koszty serwisu = 30,2 mln PLN). Koszty ogólnego zarządu urosły o 155,8% r/r do poziomu 30,1 mln PLN – z czego 9,2 mln PLN odpowiadał fazie badawczej dotyczącej przyszłych projektów, a 9,4 mln PLN w ramach PM 2020-2025 (vs 3,9 mln PLN w 1Q'20). Na poziomie EBITDA w tym okresie spółka wypracowała 71,0 mln PLN, EBIT wyniósł 43,2 mln, a zysk netto 32,5 mln PLN. Spółka nadal rozmawia z Sony o przywróceniu „Cyberpunk 2077” do sklepu PlayStation – najnowszy patch jest prawie gotowy i pojawi się w najbliższych tygodniach.

Podsumowanie wyników i konferencji za 1Q'21:

- Łączna wartość przychodów spółki wyniosła 197,6 mln PLN i była nieznacznie wyższa w stosunku do rekordowego pierwszego kwartału roku ubiegłego (wspieranego obostrzeniami, wzrostem rozpoznawalności uniwersum wiedzmińskiego po premierze serialu The Witcher oraz przychodami ze sprzedaży Wiedźmina 3: Dziki Gon w wersji na Nintendo Switch, której premiera miała miejsce pod koniec 2019 r.). Za 92,0% tej pozycji (181,7 mln PLN) odpowiadała dystrybucja cyfrowa.
- Za ok. 60% przychodów ze sprzedaży produktów spółki w segmencie produkcji gier odpowiadał „Cyberpunk” (czyli ok. 85,2 mln PLN) – większość sprzedaży pochodziła z dystrybucji cyfrowej na PC (spółka zwykle komunikuje liczbę sprzedanych kopii przy konkretnych kamieniach milowych, które możemy ogłosić).
- Segment CD Projekt Red wypracował 148,5 mln PLN (0,5% r/r) przychodów, a GOG.com 53,8 mln PLN (+9,9% r/r).
- Koszty wytworzenia sprzedanych produktów i usług grupy wyniosły w 1Q'21 23,7 mln PLN (+208,2% r/r). Wzrost pozycji wynika przede wszystkim z ujęcia amortyzacji gry Cyberpunk 2077.
- Niższa niż zwykle rentowność netto (16,4%) to efekt m.in. kontynuacji amortyzacji kosztów produkcji Cyberpunka 2077, prac nad aktualizacjami do gry oraz realizowanych prac badawczych związanych z kolejnymi projektami. Wydatki na nie zaliczane są bezpośrednio w koszty bieżącego okresu i nie podlegają kapitalizacji.
- Łączna wartość środków pieniężnych i ekwiwalentów oraz Lokat bankowych powyżej 3 miesięcy uległa zwiększeniu na przestrzeni analizowanego kwartału o 823,5 mln PLN i wyniosła na koniec marca 2021 r. 1,6 mld PLN. Przy uwzględnieniu płynnych aktywów finansowych w postaci nabytych obligacji skarbowych grupa posiadała na koniec marca rezerwy finansowe w wysokości 1,9 mld PLN, to jest o 1,04 mld PLN wyższe (118,9%) w stosunku do stanu na koniec roku 2020.
- Przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej sięgnęły w 1Q'21 1,07 mld PLN, głównie za sprawą sprzedaży gry „Cyberpunk 2077” w 4Q'20.
- Nakłady na prace rozwojowe w 1Q'21 wyniosły 29,1 mln PLN, a łączne nakłady, wykazane w bilansie, na koniec marca wyniosły 388,8 mln PLN.
- Spółka zapowiedziała „Cenę władzy” – pierwszy zestaw dodatków do GWINTA, składający się z trzech powiązanych fabularnie rozszerzeń do gry. Pierwszy dodatek pt. „Dawno Temu na Stosie” wprowadzi do gry 26 nowych kart. Jego premiera zapowiedziana jest na 8 czerwca 2021 r. na wszystkich obsługiwanych platformach.
- Spółka podtrzymała, że poza kolejnymi aktualizacjami do „Cyberpunka 2077” oraz darmowymi dodatkami do gry, planuje wydać w 2H'20 zarówno „Cyberpunka”, jak i „Wiedźmina 3” w edycji na najnowszą generację konsol. Potwierdzono również, że latem swoją premierę będzie miał „The Witcher: Monster Slayer”.
- Sklepy stacjonarne nadal mają zapasy gry kupione w 4Q'20 i sprzedają je, jednak nie generuje to przychodów po stronie CD Projektu.
- Spółka nadal rozmawia z Sony o przywróceniu „Cyberpunk 2077” do sklepu PlayStation – ma pewien zestaw metryk, które muszą zostać osiągnięte aby gra wróciła do sklepu, nie mogą jednak mówić o szczegółach.

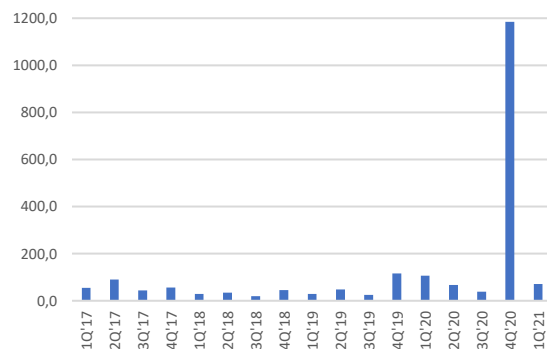
- Najnowszy patch jest prawie gotowy i pojawi się w najbliższych tygodniach (nie będzie największym dotychczas wydaniem).
- CDR finalizuje transakcję przejęcia studia w Vancouver, nie wyklucza kolejnych M&A. Część zespołu "Cyberpunka 2077" przeszła do przygotowywania nowych projektów (aktualnie ok. 1/3 zespołu, który pracował nad grą "Cyberpunk 2077", obecnie rozpoczyna działania przygotowujące do nowych projektów). Plany zakładają rozwój zespołu kanadyjskiego studia, ale spółka planuje zatrudniać również w Polsce.
- Jeżeli chodzi o rotację pracowników, to spółka nie dostrzega niczego nadzwyczajnego.
- Jak zapowiadano, projekty AAA ruszą w 2022. Obecny rok to rok transformacji, CDR wciąż ma dużo pracy nad CP2077. Ok. 1/3 zespołu CP2077 pracuje nad przygotowaniem do przyszłej pracy nad nowymi projektami. Około połowa zespołu 'CP2077' nadal pracuje nad tą grą i wersją next gen.
- "The Witcher: Monster Slayer" – są coraz bliżej finalnych rezultatów, na tym etapie jeszcze nie chcą zdradzać szczegółów.

Przychody [mln PLN]



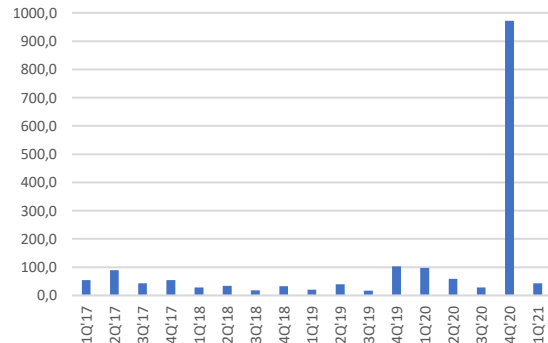
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



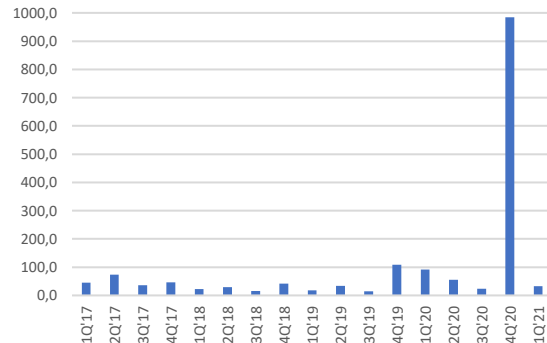
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



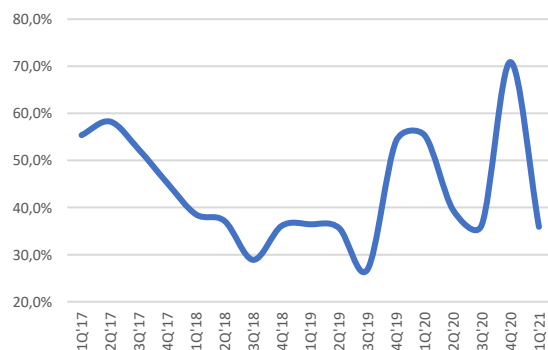
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



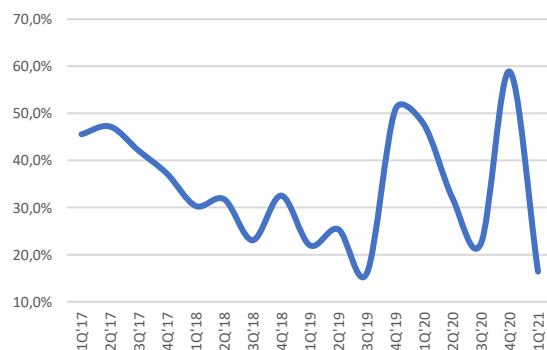
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

W związku z dalszą nieobecnością „CP2077” przez większość 2Q'21 w PS Store (powrót 21.06) spodziewamy się, że wyniki 2Q'21 będą równie słabe co 1Q'21. Prognozujemy, że w tym okresie segment CD Projekt Red wypracuje ok. 110,6 mln PLN - sprzedaż gry „Cyberpunk 2077” wyniosła ok. 0,6 mln sztuk i wygeneruje ok. 60 mln PLN przychodów, IP Wiedźmina ok. 45 mln PLN, natomiast segment GOG.com doda od siebie ok. 61 mln PLN. Spodziewamy się utrzymania kosztów związanych z serwisem CP w kolejnych kwartałach. Dodatkowo w wynikach 2Q'21 uwzględniamy koszty prac rozwojowych związane z fazą koncepcji nowego projektu (zakładamy, że to Wiedźmin 4). W kolejnych kwartałach spółka będzie uwzględniała niegotówkowy koszt nowego Programu Motywacyjnego 2020-2025 w wysokości 9,4 mln/ kwartał. W całym 2Q'21 spodziewamy się 172,8 mln PLN przychodów, 53,1 mln PLN EBITDA, 31,9 mln PLN EBIT oraz 28,8 mln PLN.

Od 3Q'21 w związku z powrotem CP do sklepu Sony liczymy na powolną poprawę wyników. Ponadto w jeszcze w lecie'21 będzie miała miejsce premiera gry mobilnej „The Witcher: Monster Slayer” – w tym roku prognozujemy, że produkcja ta wypracuje ok. 11,3 mln PLN przychodów, przy nakładach UA na poziomie 5,7 mln PLN. W 2H'21 czekają nas ponadto next-genowe premiery gier W3 i CP2077 (zakładamy oba w 4Q'21). Spodziewamy się, że w związku z tym wydarzeniem sprzedaż „Cyberpunka” poprawi się w 4Q'21 o ok. 100% q/q.

W całym 2021 roku zakładamy 980,3 mln PLN przychodów, 454,9 mln PLN EBITDA, 345,8 mln PLN EBIT oraz 305,1 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w tym okresie spółka sprzeda 5,0 mln sztuk gry „Cyberpunk 2077”. Zakładamy, że w rok od premiery sprzeda się 16,3 mln kopii, a w całym 2022 roku będzie to liczba 6,0 mln sztuk. Pierwszych płatnych dodatków spodziewamy się dopiero w 2022 roku.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	80,9	133,5	92,9	214,0	193,0	171,0	104,5	1670,4	197,6	172,8	220,8	389,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	52,2	96,0	55,0	156,7	145,5	111,1	68,1	1322,8	135,4	104,2	157,1	264,3
EBITDA	29,5	47,7	24,9	115,7	106,8	67,5	38,0	1212,5	71,0	53,1	110,8	220,0
EBIT	20,6	39,4	16,8	103,5	97,6	58,5	28,5	972,5	43,2	31,9	89,5	181,2
Zysk brutto	22,7	41,6	19,2	105,6	101,0	59,9	27,8	976,3	37,1	32,0	89,6	181,3
Zysk netto	17,8	33,9	14,9	108,7	92,0	54,8	23,4	984,2	32,5	28,8	80,6	163,2
Marża brutto ze sprzedaży	64,5%	71,9%	59,2%	73,2%	75,4%	65,0%	65,1%	79,2%	68,5%	60,3%	71,2%	67,9%
Marża EBITDA	36,4%	35,7%	26,8%	54,1%	55,4%	39,4%	36,3%	72,6%	35,9%	30,8%	50,2%	56,5%
Marża EBIT	25,4%	29,5%	18,1%	48,4%	50,6%	34,2%	27,3%	58,2%	21,9%	18,5%	40,5%	46,6%
Marża zysku netto	22,0%	25,4%	16,0%	50,8%	47,7%	32,0%	22,4%	58,9%	16,4%	16,7%	36,5%	41,9%

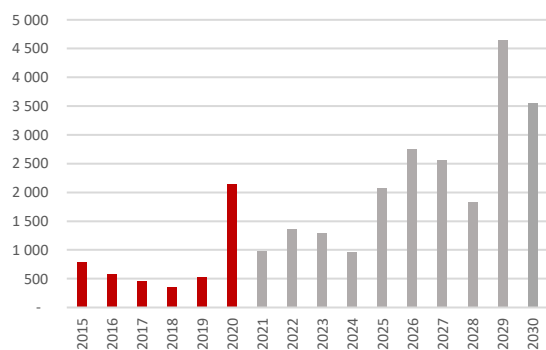
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

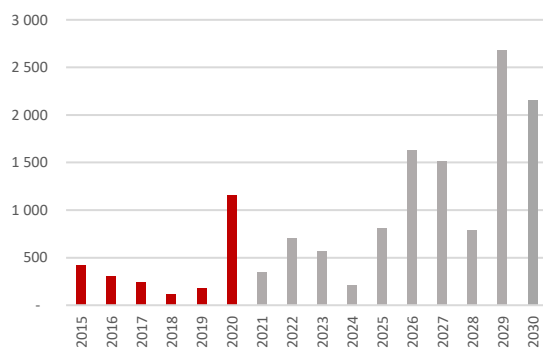
	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	583,9	463,2	362,9	521,3	2 138,9	980,3	1 371,5	1 298,8	957,1	2 083,5	2 758,7	2 561,6	1 830,8	4 647,5	3 545,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	470,7	381,0	256,6	360,0	1 647,5	661,0	1 002,3	835,6	460,2	1 385,0	1 852,5	1 902,0	1 128,2	3 533,1	2 822,5
EBITDA	339,3	245,8	129,0	217,8	1 424,7	454,9	814,2	704,6	369,0	1 085,0	1 884,0	1 692,7	956,2	3 224,7	2 387,4
EBIT	303,6	240,9	112,4	180,3	1 157,1	345,8	707,8	570,2	212,4	809,0	1 630,1	1 512,8	784,4	2 676,8	2 149,4
Zysk brutto	311,9	247,4	123,0	189,2	1 164,9	340,0	712,5	576,2	218,3	813,6	1 636,3	1 520,2	791,0	2 682,7	2 156,4
Zysk netto	250,5	200,3	109,3	175,3	1 154,3	305,1	641,3	518,6	196,5	732,3	1 472,6	1 368,2	711,9	2 414,4	1 940,8
Marża brutto ze sprzedaży	80,6%	82,3%	70,7%	69,1%	77,0%	67,4%	73,1%	64,3%	48,1%	66,5%	67,2%	74,3%	61,6%	76,0%	79,6%
Marża EBITDA	58,1%	53,1%	35,6%	41,8%	66,6%	46,4%	59,4%	54,3%	38,5%	52,1%	68,3%	66,1%	52,2%	69,4%	67,3%
Marża EBIT	52,0%	52,0%	31,0%	34,6%	54,1%	35,3%	51,6%	43,9%	22,2%	38,8%	59,1%	59,1%	42,8%	57,6%	60,6%
Marża zysku netto	42,9%	43,2%	30,1%	33,6%	54,0%	31,1%	46,8%	39,9%	20,5%	35,1%	53,4%	53,4%	38,9%	52,0%	54,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

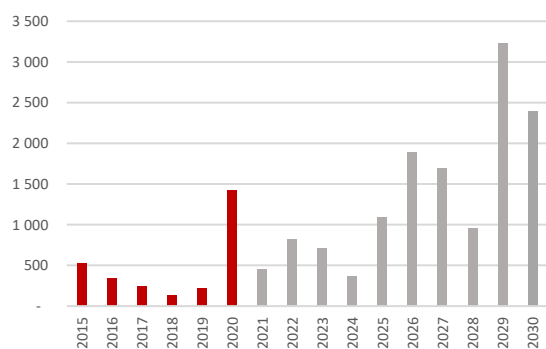
Przychody [mln PLN]



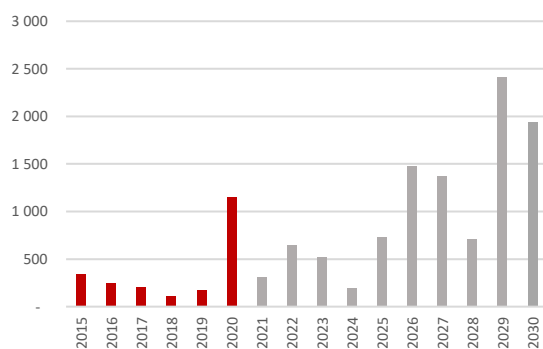
EBIT [mln PLN]



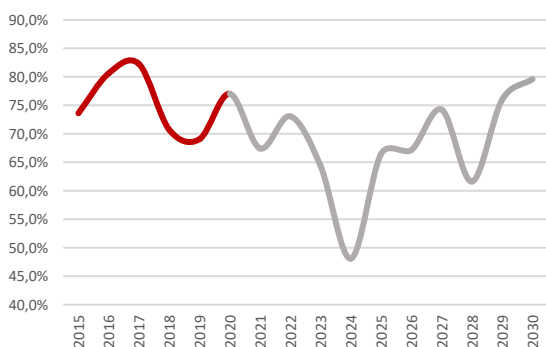
EBITDA [mln PLN]



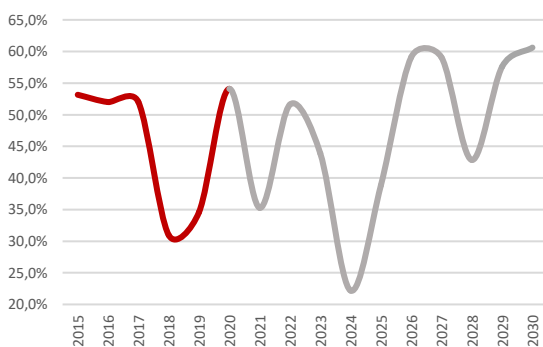
Zysk netto [mln PLN]



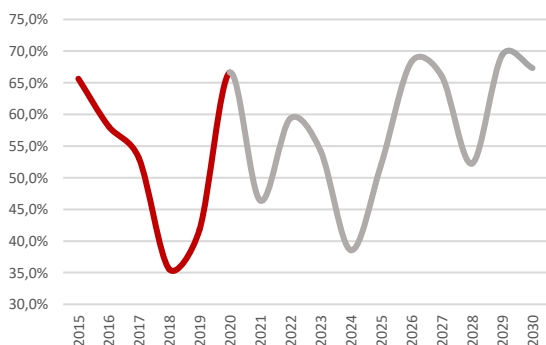
Rentowność brutto [%]



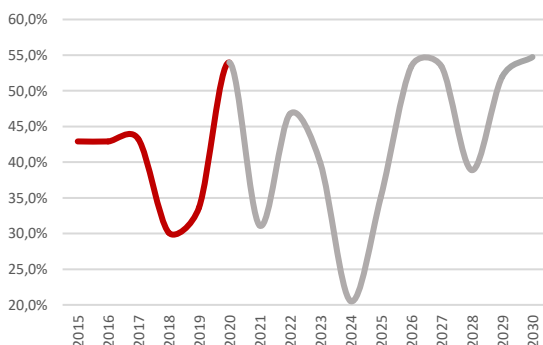
Rentowność EBIT [%]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

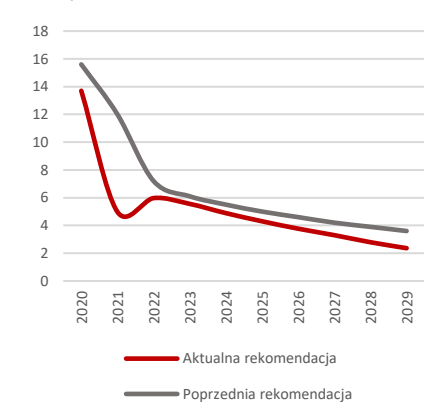
W naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy znacznie lepsze wolumeny sprzedaży gry „Cyberpunk 2077”, jednak w związku z dalszym słabym stanem technicznym gry na konsolach starej generacji i spadkiem zainteresowania tytułem wśród graczy, obniżamy nasze prognozy. Ponadto w związku z trwającymi pracami naprawczymi/ serwisowymi wyżej wspomnianej produkcji rosną koszty sprzedaży. Również w związku z tym faktem przesuwamy wydanie dwóch dodatków na 2022 rok i jednego w 2023. W związku aktualną retoryką spółki co do CP w wersji dla wielu graczy, usuwamy ją z naszego kalkucacji. Zakładamy pierwszą grę w tym modelu dopiero po premierze Wiedźmina 4 (w związku z trwającymi naprawami gry CP, również ten projekt ulega przesunięciu z 1Q'25 na 4Q'25). Dodatkowo w związku z dobrą sprzedażą W3 w 2020 roku (szacujemy ponad 8 mln sprzedanych kopii), nasze prognozy co do tego tytułu ulegają podwyższeniu.

Zmiana prognoz wyników za 2-4Q'21 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 11.01.2021 [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20	1Q'21	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
POPRIEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	193,0	171,0	104,5	2301,4	354,5	425,1	721,7	518,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	145,5	111,1	68,1	1976,5	260,1	323,1	655,8	404,7
EBITDA	106,8	67,5	38,0	1878,5	230,2	288,7	591,0	361,7
EBIT	97,6	58,5	28,5	1676,3	200,7	256,0	558,3	326,8
Zysk brutto	101,0	59,9	27,8	1676,6	202,4	258,1	560,6	328,8
Zysk netto	92,0	54,8	23,4	1508,5	182,1	232,3	504,6	295,9
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	193,0	171,0	104,5	1670,4	197,6	172,8	220,8	389,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	145,5	111,1	68,1	1322,8	135,4	104,2	157,1	264,3
EBITDA	106,8	67,5	38,0	1212,5	71,0	53,1	110,8	220,0
EBIT	97,6	58,5	28,5	972,5	43,2	31,9	89,5	181,2
Zysk brutto	101,0	59,9	27,8	976,3	37,1	32,0	89,6	181,3
Zysk netto	92,0	54,8	23,4	984,2	32,5	28,8	80,6	163,2
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	-27,4%	-44,3%	-59,4%	-69,4%	-24,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	-33,1%	-48,0%	-67,7%	-76,0%	-34,7%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	-35,5%	-69,2%	-81,6%	-81,2%	-39,2%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	-42,0%	-78,5%	-87,5%	-84,0%	-44,5%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	-41,8%	-81,7%	-87,6%	-84,0%	-44,9%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	-34,8%	-82,2%	-87,6%	-84,0%	-44,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż CP2077 - aktualna rekomendacja vs poprzednia [mln kopii]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 11.01.2021 [mln PLN]

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
POPRIEDNIA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	2 770,0	2 019,3	2 026,8	1 306,8	1 190,8	4 003,2	3 393,2	3 353,1	5 777,4	4 791,3
Wiedźmin 1-3	267,0	93,2	65,3	27,7	18,2	9,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	1 747,1	1 955,7	1 276,3	620,6	410,5	276,0	204,5	156,4	102,0	60,9
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	33,3	326,8	386,8	446,1	441,5	354,4	190,5	45,6
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 411,1	2 000,7	994,1	653,8	451,4
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	173,2	245,4	318,1	355,4
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 773,8	1 539,8
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	363,4
The Witcher: Monster Slayer	0,0	11,2	50,4	74,7	95,9	124,7	118,5	112,6	95,7	81,3
AKTUALNA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	2 138,9	980,3	1 371,5	1 298,8	957,1	2 083,5	2 758,7	2 561,6	1 830,8	4 647,5
Wiedźmin 1-3	342,6	219,0	120,5	90,7	55,2	27,4	13,2	8,0	2,9	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC) (przesunięte)	1 154,5	446,2	907,0	832,8	487,5	373,2	271,5	204,8	132,3	80,7
Cyberpunk Multiplayer (usunięte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wiedźmin 4 (przesunięte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1 017,1	1 818,0	1 523,4	774,9	484,7
Wiedźmin Multiplayer (przesunięte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	42,2	263,4	351,7	360,2
Nowa gra AAA (przesunięte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 473,4
Nowa gra AAA Multiplayer (przesunięte)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	181,7
The Witcher: Monster Slayer	0,0	11,3	50,5	74,8	95,6	122,4	116,2	110,4	93,9	79,8
ZMIANA %										
Przychody [mln PLN]	-22,8%	-51,5%	-32,3%	-0,6%	-19,6%	-48,0%	-18,7%	-23,6%	-68,3%	-3,0%
Wiedźmin 1-3	28,3%	134,9%	84,6%	227,3%	203,2%	201,4%	1096,7%	-	-	-
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	-33,9%	-77,2%	-28,9%	34,2%	18,8%	35,2%	32,7%	30,9%	29,7%	32,5%
Cyberpunk Multiplayer	-	-	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-100,0%
Wiedźmin 4	-	-	-	-	-	-57,8%	-9,1%	53,2%	18,5%	7,4%
Wiedźmin Multiplayer	-	-	-	-	-	-	-75,6%	7,3%	10,6%	1,3%
Nowa gra AAA	-	-	-	-	-	-	-	-	-100,0%	60,6%
Nowa gra AAA Multiplayer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-50,0%
The Witcher: Monster Slayer	-	1,3%	0,2%	0,1%	-0,3%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 11.01.2021 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	2 019,3	980,3	-51,5%	2 026,8	1 371,5	-32,3%	1 306,8	1 298,8	-0,6%
Wynik brutto ze sprzedaży	1 643,7	661,0	-59,8%	1 728,1	1 002,3	-42,0%	973,7	835,6	-14,2%
EBITDA	1 471,6	454,9	-69,1%	1 563,8	814,2	-47,9%	819,2	704,6	-14,0%
EBIT	1 341,9	345,8	-74,2%	1 306,5	707,8	-45,8%	649,1	570,2	-12,2%
Wynik brutto	1 349,8	340,0	-74,8%	1 315,8	712,5	-45,8%	659,3	576,2	-12,6%
Wynik netto	1 124,8	305,1	-72,9%	1 184,2	641,3	-45,8%	593,4	518,6	-12,6%
marża brutto	81,4%	67,4%		85,3%	73,1%		74,5%	64,3%	
marża EBITDA	72,9%	46,4%		77,2%	59,4%		62,7%	54,3%	
marża EBIT	66,5%	35,3%		64,5%	51,6%		49,7%	43,9%	
marża netto	55,7%	31,1%		58,4%	46,8%		45,4%	39,9%	
USD/PLN	3,748	3,783	0,9%	3,731	3,827	2,6%	3,688	3,777	2,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	255,5	388,3	679,1	764,2	902,9	959,5	1 056,3	1 181,9	1 236,0	1 309,0	1 439,0	1 620,7	1 470,1	1 609,8
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	19,2	105,3	105,3	120,9	137,1	153,4	169,6	185,8	202,0	218,3	234,5	250,7	267,0
Wartości niematerialne	46,9	50,2	59,8	59,8	58,5	58,0	57,5	56,7	55,7	55,0	54,2	53,3	53,2	52,8
Nakłady na prace rozwojowe	142,5	242,8	385,8	406,8	375,6	416,4	497,6	607,8	646,6	704,1	818,7	985,0	818,3	942,2
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	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	19,6	71,8	135,8	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4	291,4
Aktywa obrotowe	726,0	738,5	725,0	2 130,3	1 707,8	2 106,7	2 179,0	2 007,2	2 695,6	3 190,0	2 943,2	2 094,6	3 971,8	3 351,4
Zapasy	0,3	0,3	12,9	7,0	31,3	26,7	14,6	13,9	30,5	14,8	8,7	4,3	13,0	13,5
Należności	63,8	38,7	210,3	1 275,8	228,2	252,3	198,0	194,6	741,3	200,6	172,5	159,3	479,4	180,6
Pozostałe aktywa finansowe	0,0	19,2	0,0	13,4	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1	220,1
Inne aktywa obrotowe	14,3	21,5	19,6	106,4	10,8	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	647,5	658,9	482,3	727,7	1 217,3	1 602,3	1 740,9	1 573,3	1 698,3	2 749,2	2 536,4	1 705,5	3 253,9	2 931,7
Aktywa razem	981,5	1 126,8	1 404,1	2 894,5	2 610,7	3 066,2	3 235,3	3 189,1	3 931,6	4 499,0	4 382,2	3 715,3	5 441,9	4 961,2
Kapitał własny	882,9	1 002,9	1 105,7	2 187,4	1 996,5	2 485,2	2 683,1	2 620,3	3 175,7	3 916,1	3 811,6	3 155,3	4 857,9	4 384,2
Zobowiązania długoterminowe	4,1	6,7	25,2	166,2	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9	19,9
Zobowiązania krótkoterminowe	94,5	117,3	273,3	541,0	594,3	561,1	532,3	548,9	736,0	563,0	550,7	540,1	564,1	557,0
Zobowiązania handlowe i inne	47,8	90,5	73,3	153,3	164,2	150,9	128,0	132,7	312,6	152,5	131,2	116,6	149,3	142,2
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	3,1	3,6	161,4	47,8	49,8	29,9	23,9	35,8	43,0	30,1	39,1	43,0	34,4	34,4
Pozostałe rezerwy	43,6	23,2	38,7	340,0	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4	380,4
Pasywa razem	981,5	1 126,8	1 404,1	2 894,5	2 610,7	3 066,2	3 235,3	3 189,1	3 931,6	4 499,0	4 382,2	3 715,3	5 441,9	4 961,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	463,2	362,9	521,3	2 138,9	980,3	1 371,5	1 298,8	957,1	2 083,5	2 758,7	2 561,6	1 830,8	4 647,5	3 545,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	381,0	256,6	360,0	1 647,5	661,0	1 002,3	835,6	460,2	1 385,0	1 852,5	1 902,0	1 128,2	3 533,1	2 822,5
EBITDA	245,8	129,0	217,8	1 424,7	454,9	814,2	704,6	369,0	1 085,0	1 884,0	1 692,7	956,2	3 224,7	2 387,4
Amortyzacja	4,9	16,6	37,5	267,7	109,1	106,3	134,4	156,6	276,0	253,9	179,9	171,9	547,9	238,0
EBIT	240,9	112,4	180,3	1 157,1	345,8	707,8	570,2	212,4	809,0	1 630,1	1 512,8	784,4	2 676,8	2 149,4
Saldo działalności finansowej	6,5	10,6	8,9	7,9	-5,8	4,7	6,0	6,0	4,6	6,2	7,4	6,6	5,8	7,1
Zysk (strata) brutto	247,4	123,0	189,2	1 164,9	340,0	712,5	576,2	218,3	813,6	1 636,3	1 520,2	791,0	2 682,7	2 156,4
Zysk (strata) netto	200,3	109,3	175,3	1 154,3	305,1	641,3	518,6	196,5	732,3	1 472,6	1 368,2	711,9	2 414,4	1 940,8
CF [mln PLN]	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	233,1	132,6	216,7	711,7	1 317,4	695,7	684,5	367,9	627,4	2 103,7	1 562,5	884,2	2 651,7	2 463,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-282,1	-95,0	-164,5	-106,4	-161,1	-158,0	-225,1	-276,0	-325,3	-320,5	-302,4	-346,8	-391,3	-370,5
Przepływy z działalności finansowej	-101,4	-0,7	-107,2	-91,4	-502,4	-152,7	-320,8	-259,5	-177,1	-732,4	-1 472,8	-1 368,4	-712,0	-2 414,6
Przepływy pieniężne netto	-150,4	36,9	-55,0	513,9	653,9	385,0	138,6	-167,6	125,1	1 050,8	-212,7	-830,9	1 548,4	-322,1
Środki pieniężne na początek okresu	217,4	67,0	104,4	49,4	563,3	1 217,3	1 602,2	1 740,8	1 573,2	1 698,3	2 749,1	2 536,4	1 705,4	3 253,8
Środki pieniężne na koniec okresu	67,0	103,9	49,4	563,3	1 217,3	1 602,2	1 740,8	1 573,2	1 698,3	2 749,1	2 536,4	1 705,4	3 253,8	2 931,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	-21,7%	43,6%	310,3%	-54,2%	39,9%	-5,3%	-26,3%	117,7%	32,4%	-7,1%	-28,5%	153,8%	-23,7%
EBITDA zmiana r/r	-47,5%	68,8%	554,2%	-68,1%	79,0%	-13,5%	-47,6%	194,1%	73,6%	-10,2%	-43,5%	237,2%	-26,0%
EBIT zmiana r/r	-53,4%	60,4%	541,8%	-70,1%	104,7%	-19,5%	-62,7%	280,9%	101,5%	-7,2%	-48,2%	241,3%	-19,7%
Zysk netto zmiana r/r	-45,4%	60,3%	558,4%	-73,6%	110,2%	-19,1%	-62,1%	272,6%	101,1%	-7,1%	-48,0%	239,2%	-19,6%
Marża brutto na sprzedaży	70,7%	69,1%	77,0%	67,4%	73,1%	64,3%	48,1%	66,5%	67,2%	74,3%	61,6%	76,0%	79,6%
Marża EBITDA	35,6%	41,8%	66,6%	46,4%	59,4%	54,3%	38,5%	52,1%	68,3%	66,1%	52,2%	69,4%	67,3%
Marża EBIT	31,0%	34,6%	54,1%	35,3%	51,6%	43,9%	22,2%	38,8%	59,1%	59,1%	42,8%	57,6%	60,6%
Marża netto	30,1%	33,6%	54,0%	31,1%	46,8%	39,9%	20,5%	35,1%	53,4%	53,4%	38,9%	52,0%	54,7%
ROE	10,9%	15,9%	52,8%	15,3%	25,8%	19,3%	7,5%	23,1%	37,6%	35,9%	22,6%	49,7%	44,3%
ROA	9,7%	12,5%	39,9%	11,7%	20,9%	16,0%	6,2%	18,6%	32,7%	31,2%	19,2%	44,4%	39,1%
Dług netto	-103,5	-462,4	-708,8	-1 193,9	-1 578,9	-1 717,5	-1 549,9	-1 674,9	-2 725,8	-2 513,0	-1 682,1	-3 230,4	-2 908,3
Dług netto / kapitał własny	-10,3%	-41,8%	-32,4%	-59,8%	-63,5%	-64,0%	-59,1%	-52,7%	-69,6%	-65,9%	-53,3%	-66,5%	-66,3%
Dług netto / EBITDA	-0,8	-2,1	-0,5	-2,6	-1,9	-2,4	-4,2	-1,5	-1,4	-1,5	-1,8	-1,0	-1,2
Dług netto / EBIT	-0,9	-2,6	-0,6	-3,5	-2,2	-3,0	-7,3	-2,1	-1,7	-1,7	-2,1	-1,2	-1,4
EV	17 569,2	17 210,2	17 819,0	17 333,8	16 948,8	16 810,2	16 977,9	16 852,8	15 802,0	16 014,7	16 845,6	15 297,3	15 619,4
CAPEX / Przychody	31,3%	49,2%	10,4%	9,4%	11,9%	17,8%	29,5%	15,8%	11,8%	12,1%	19,3%	8,5%	10,7%
CAPEX / Amortyzacja	683,2%	684,2%	82,8%	84,5%	153,2%	172,0%	180,2%	119,6%	128,7%	172,3%	205,7%	72,5%	158,7%
Amortyzacja / Przychody	4,6%	7,2%	12,5%	11,1%	7,8%	10,4%	16,4%	13,2%	9,2%	7,0%	9,4%	11,8%	6,7%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	-49,9%	114,7%	-2,0%	3,3%	0,9%	-18,4%	14,4%	0,5%	0,2%	-6,4%	8,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	66,0%	97,1%	7,0%	59,8%	2,6%	34,0%	-58,7%	6,5%	0,4%	10,5%	26,4%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	48,7	33,9	8,7	18,9	13,5	14,3	19,4	8,9	6,7	7,2	10,1	4,0	5,2
P/E*	161,6	100,8	16,1	60,7	28,9	35,7	94,3	25,3	12,6	13,5	26,0	7,7	9,5
P/BV*	17,6	16,0	8,5	9,3	7,5	6,9	7,1	5,8	4,7	4,9	5,9	3,8	4,2
P/CE*	30,5	66,8	291,6	46,1	73,6	54,8	23,0	79,3	98,5	99,2	76,7	136,4	121,7
EV/EBITDA*	136,2	79,0	12,5	38,1	20,8	23,9	46,0	15,5	8,4	9,5	17,6	4,7	6,5
EV/EBIT*	156,3	95,5	15,4	50,1	23,9	29,5	79,9	20,8	9,7	10,6	21,5	5,7	7,3
EV/S*	48,4	33,0	8,3	17,7	12,4	12,9	17,7	8,1	5,7	6,3	9,2	3,3	4,4
BVPS	10,4	11,5	21,7	19,8	24,7	26,6	26,0	31,5	38,9	37,8	31,3	48,2	43,5
EPS	1,1	1,8	11,5	3,0	6,4	5,1	2,0	7,3	14,6	13,6	7,1	24,0	19,3
CEPS	6,0	2,8	0,6	4,0	2,5	3,4	8,0	2,3	1,9	1,9	2,4	1,3	1,5
Dywidenda	0,0	100,9	0,0	503,7	152,6	320,6	259,3	176,9	732,3	1 472,6	1 368,2	711,9	2 414,4
DPS w okresie	0,0	1,1	0,0	5,0	1,5	3,2	2,6	1,8	7,3	14,6	13,6	7,1	24,0
Dyield	0,0%	0,6%	0,0%	2,7%	0,8%	1,7%	1,4%	1,0%	4,0%	7,9%	7,4%	3,8%	13,0%
Payout ratio	0,0%	92,3%	0,0%	43,6%	50,0%	50,0%	50,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 183,9 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	167	kupuj	315	21.06.2021	08:00 CEST	183,9	65 989
kupuj	315	redukuj	332	11.01.2021	08:00 CEST	239,9	59 843
redukuj	332	-	-	06.05.2020	08:00 CEST	357,5	45 019

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'21*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	42%	1	50%
Akumuluj	2	17%	0	0%
Trzymaj	2	17%	0	0%
Redukuj	3	25%	1	50%
Sprzedaj	0	0%	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 badania 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 otrzymają 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 wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa 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 dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 21.06.2021 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.06.2021 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 wycytane 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 zbieżne 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 oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac 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 21.06.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
 - BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem 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.
 - 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 zaistnieć 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.