



Dom Maklerski BDM S.A.

## Creepy Jar

### RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla spółki Creepy Jar od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 1 175 PLN, czyli 43% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spółka od momentu powstania koncentruje się na tworzeniu tytułów w popularnej niszy gier survivalowych. Swoją pierwszą produkcją udowodniła, że czuje się w niej bardzo dobrze, mimo relatywnie niskiego budżetu (5,2 mln PLN), „Green Hell” cechuje się wysoką jakością wykonania zbliżoną do gier AAA, co prawdopodobnie byłoby niemożliwe do osiągnięcia gdyby nie umiejętności i doświadczenie deweloperów. Tytuł ten istnieje na rynku od blisko 3 lat, a jego sprzedaż lada dzień przekroczy 2 mln kopii. Wydając w 1Q'21 pierwszą z trzech części dodatków z serii „Spirits of Amazonia” i osiągając wynikowo drugi najlepszy kwartał w historii udowodniła jaki daleki potencjał drzemie w tej produkcji. To naszym zdaniem jednak przedsmak tego co nas czeka w tym roku, gdyż już w czerwcu zadebiutuje jej konsolowa wersja, a na 2/3Q'21 zapowiedziane są dwa kolejne dodatki. Spodziewamy się, że w 2021 roku sprzeda blisko 0,9 mln kopii gry „Green Hell”, z czego za 32% czyli ok. 0,3 mln będą odpowiadały konsole, co przełoży się 39,4 mln PLN przychodów, 23,8 mln PLN EBIT oraz 22,3 mln PLN zysku netto. Spodziewamy się, że spółka już w tym roku ujawni więcej informacji na temat „Chimery”. W naszym modelu zakładamy EA tego projektu już pod koniec 2022 roku i pełnoprawną premierę w okolicach 3Q'23, co znajdzie swoje odzwierciedlenie w rekordowych wynikach. Według naszych szacunków spółka wypracuje w 2021/2022/2023 roku odpowiednio 28,3/30,3/49,0 mln PLN skorygowanego zysku netto.

Creepy Jar to producent i wydawca gier z gatunku survival simulation (symulatory przetrwania), którego początki sięgają 2016 roku. Rdzeń zespołu tworzą byli członkowie warszawskiego studia Techland, w którym pełnili role nadzorcze w obszarze procesów produkcyjnych i pracowali przy jednych z najbardziej rozpoznawalnych tytułów m.in. „Dying Light” czy „Dead Island”. W 2Q'18 spółka zadebiutowała na rynku NC po czym wydała swoją pierwszą grę „Green Hell”, która okazała się hitem i w grudniu'20 dobiła do 1,5 mln sprzedanych kopii. Od kwietnia'21 notowana jest na GPW. „Green Hell”

Od momentu założenia spółki, deweloperzy pracowali nad grą „Green Hell”. Początkowo zespół pracujący nad tytułem składał się z 4 osób, w momencie wydania w EA (3Q'18) sięgał już ok. 10 osób. Do tego momentu koszt produkcji gry wraz z jej marketingiem sięgnął ponad 2,2 mln PLN – w zaledwie 6 tygodni od premiery zwrócił się, a po tytuł sięgnęło 93 tys. graczy. Rok później czyli w 3Q'19 miała miejsce pełnoprawna premiera gry, jednak dopiero tryb kooperacji dodany w 2Q'20 pokazał potencjał „Green Hella”. Niedługo po tym wydarzeniu (grudzień'20), gra dobiła do 1,5 mln sprzedanych kopii i cały czas utrzymywała wysoki poziom sprzedaży. Spółka nie rezygnuje z projektu i cały czas pracuje nad dalszą poprawą monetyzacji, do czego mają się przyczynić dodatki z serii „Spirits of Amazonia” oraz konsolowa wersja, której debiut przewidziany jest jeszcze w 2Q'21 (szacujemy, że w samym 2021 roku sprzeda się ok. 278 tys. kopii). W całym 2021 roku liczymy na sprzedaż 886 tys. kopii, które przełożą się na 39,4 mln PLN przychodów w tym okresie.

#### „Chimera”

Drugi projekt warszawskiego dewelopera, nad którym prace zaczęły się już pod koniec 2019 roku. Będzie to zaawansowany symulator rozwoju bazy wraz z elementami survivalu, z perspektywą pierwszej osoby w scenarii science-fiction. Spółka rozważa kilka scenariuszy debiutu tego tytułu. W naszym modelu zakładamy ten, w którym Creepy Jar decyduje się na samodzielne wydanie gry w formule EA pod koniec 2022 (już z trybem co-op, jednocześnie na PC i konsole), a jego premiera ma miejsce w 3Q'23. W związku, iż szczegóły „Chimery” owiane są mgłą tajemnicy, podchodzimy do tej gry konserwatywnie zakładając ok. 1,05 mln sprzedanych kopii od momentu pojawienia się na rynku co przełoży się na 50,7 mln PLN przychodów. Liczymy również, że już w tym roku spółka zdradzi nam więcej szczegółów odnośnie tego projektu.

#### Gamedev – perspektywy

Po bardzo dobrym minionym roku dla branży, która była jedną z nielicznych korzystających z panującej sytuacji na świecie, w ostatnich miesiącach sentyment do gamingu uległ znacznemu pogorszeniu. Wskaźniki wielu walorów znalazły się na poziomach znacznie niższych vs porównywalne spółki z zagranicy. Tym samym, liczymy, że sektor ten znajduje się blisko lokalnego przesilenia, a zbliżający się okres wielu ważnych eventów (E3, Gamescom) może poprawić nastroje.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	3,5	7,0	37,7	39,4	46,1	72,2
EBITDA [mln PLN]	2,6	5,1	26,7	26,1	31,1	62,8
EBIT [mln PLN]	2,4	0,5	25,5	23,8	26,5	53,5
Wynik brutto [mln PLN]	2,5	0,3	24,5	24,4	26,5	53,5
Zysk netto [mln PLN]	2,2	0,1	22,4	22,3	24,3	49,0
Zysk netto adj. [mln PLN]	2,2	0,1	28,4	28,3	30,3	49,0
P/BV	81,0	79,4	15,8	9,7	6,8	4,5
P/E	253,7	4077,0	25,0	25,1	23,0	12,0
P/E adj.	253,7	4077,0	19,7	19,7	18,5	12,0
EV/EBITDA	213,0	109,1	19,9	19,5	15,7	7,4
EV/EBITDA adj.	213,0	109,1	16,3	15,9	13,2	7,4
EV/EBIT	229,0	1208,0	20,8	21,4	18,5	8,7
EV/EBIT adj.	229,0	1208,0	16,9	17,1	15,1	8,7

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

## KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 1 175 PLN

26 MAJA 2021, 07:40 CEST

Wycena DCF [PLN]	1 175
Wycena końcowa [PLN]	1 175
Potencjał do wzrostu	43%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	823
Kapitalizacja [mln PLN]	559,2
Ilość akcji [mln. szt.]	0,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	1 195
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	760
Stopa zwrotu za 3 mc	-19,7%
Stopa zwrotu za 6 mc	-12,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-34,4%
Struktura akcjonariatu:	
Venture FIZ	14,4%
Krzysztof Maciej Kwiatek	10,9%
Krzysztof Sałek	10,9%
Tomasz Michał Soból	10,9%
TFI Aviva Investors Poland	6,1%
Pozostali Akcjonariusze	39,3%

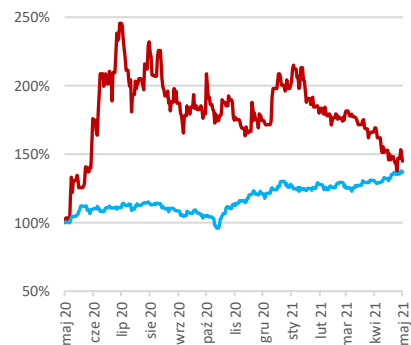
#### Krzysztof Tkocz

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
OTOCZENIE RYNKOWE.....	14
SZACUNKOWE WYNIKI ZA 1Q'21 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	18
DANE FINANSOWE.....	20

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Creepy Jar opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi. Dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, których nie uwzględniamy jednak przy końcowej wycenie gdyż polskie studia różnią się co do profilu prowadzonej działalności, a światowi deweloperzy mają znacząco większą skalę i portfolio gier. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 1 175 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 1 006 PLN, a do spółek zagranicznych 1 136 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 842,0 mln PLN, czyli **1 175 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	1 175
Wycena porównawcza Polska	0%	1 006
Wycena porównawcza zagranica	0%	1 136
<b>Wycena 1 akcji Creepy Jar [PLN]</b>		<b>1 175</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka skupia się produkowaniu i wydawaniu gier z gatunku survival simulation. Rdzeń zespołu tworzą byli członkowie warszawskiego studia Techland, w którym pełnili role nadzorcze w obszarze procesów produkcyjnych i pracowali przy jednych z najbardziej rozpoznawalnych tytułów m.in. „Dying Light”, „Dead Island” oraz „Call of Juarez: The Cartel”. Najważniejszą grą stworzoną przez studio jest „Green Hell” (EA – 3Q’18, premiera – 3Q’19). Obecnie Creepy Jar wciąż ulepsza swoją pierwszą produkcję, jednocześnie pracując nad drugim projektem „Chimera”.

Na przestrzeni 5 lat spółka zakłada skompletowanie kilku tytułów w ramach własnego portfela produkcyjnego oraz uzyskanie pozycji wiodącego developera w segmencie survival simulation. CRJ zamierza wzmocnić współpracę z krajowymi oraz zagranicznymi partnerami biznesowymi. Poprzez dystrybucję cyfrową – platformy Steam oraz XBL i PSN – chce dotrzeć do graczy na całym świecie. Planuje cyklicznie (tj. raz na 2-3 lata) produkować nowe gry Premium Indie, w sposób zapewniający ciągłość działalności operacyjnej oraz stabilny poziom przychodów ze sprzedaży.

### Green Hell

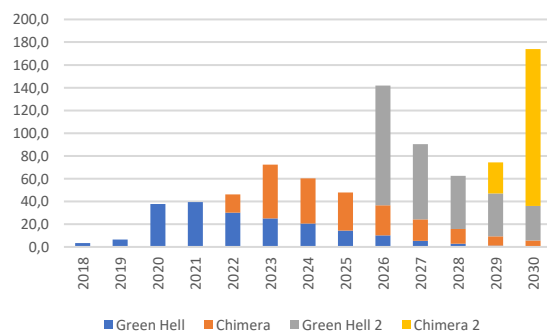
Od momentu powstania spółki, deweloper pracował nad tworzeniem gry „Green Hell”. Początkowo zespół pracujący nad tytułem składał się z 4 osób, a w chwili wydania w formule EA (3Q’18) sięgał już ok. 10 osób. Do tego momentu koszt produkcji wraz z marketingiem dobił do ok. 2,2 mln PLN. W zaledwie 6 tygodni od premiery jej koszt się zwrócił a po tytule sięgnęło 93 tys. graczy. Do momentu pełnoprawnej premiery (3Q’19) sprzedano ok. 0,2 mln kopii, a zespół pracujący nad projektem dobił do 15 osób. Jednak to dopiero tryb kooperacji dodany w 2Q’20 pokazał prawdziwy potencjał „Green Hella”, który do końca 2020 roku sprzedał się w łącznym nakładzie przekraczającym 1,5 mln sztuk.

**Dodatki** – spółka nie rezygnuje z projektu i cały czas pracuje nad dalszą poprawą monetyzacji, do czego mają się przyczynić dodatki z serii „Spirits of Amazonia” (pierwszy z nich wyszedł w 1Q’21 i miał duży wpływ na to, iż był on drugim najlepszym kwartałem w historii spółki, kolejne przewidziane są na 2Q/3Q’21). Spodziewamy się, że będą one miały istotny wpływ na utrzymanie dalszej dobrej sprzedaży tego IP. Ponadto w naszych prognozach zakładamy, że spółka w kolejnych okresach wciąż będzie czuwała nad „Green Hellem” i rozwijała go o dodatkowy kontent.

**Wersja konsolowa** – już w czerwcu powinna pojawić się konsolowa wersja gry „Green Hell”. Spodziewamy się, że gra zadebiutuje z trybem co-op, a pierwsza część dodatku „Spirits of Amazonia” nie będzie dostępna w dniu premiery, zakładamy jednak, że pojawią się one jakiś czas później. Dodatkowo liczymy, że do końca tego roku wyjdzie wersja GH na konsole nowej generacji.

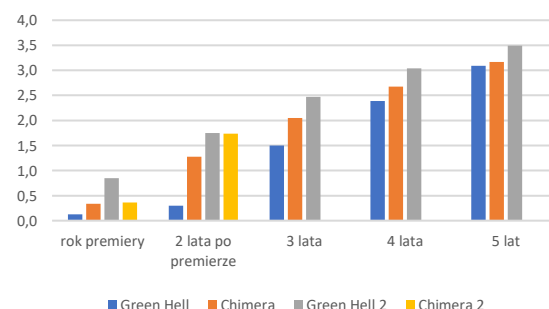
W całym 2021 roku liczymy na sprzedaż 886 tys. kopii (PC + konsole), które przełożą się na 39,4 mln PLN przychodów w tym okresie.

Udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## „Chimera”

Prace nad tym projektem zaczęły się pod koniec 2019 roku, a nakłady na jego produkcję do końca 2020 roku przekroczyły 1 mln PLN. Od początku tego roku większość mocy przerobowych spółki skupionych jest nad tym tytułem (ok. 25 osób). Będzie to zaawansowany symulator rozwoju bazy wraz z elementami survivalu, z perspektywy pierwszej osoby w scenarii science-fiction. Istnieje kilka scenariuszy debiutu tej produkcji. W naszej ocenie, największe szanse są na to, że Creepy Jar zdecyduje się na samodzielne wydanie gry w formule EA pod koniec 2022 (już z trybem co-op, jednocześnie na PC i konsole – na konsolach nowej generacji będzie to możliwe), a jego premiera będzie miała miejsce w 3Q'23. W naszych kalkulacjach spodziewamy się, że koszt produkcji „Chimery” do momentu jej pełnoprawnej premiery sięgnie ok. 11,7 mln PLN. W związku, iż szczegóły „Chimery” owiane są mgłą tajemnicy, podchodzimy do tej gry konserwatywnie zakładając ok. 1,05 mln sprzedanych kopii w rok od momentu pojawienia się na rynku co przełoży się na 50,7 mln PLN przychodów. Liczymy również, że jeszcze w tym roku spółka zdradzi nam więcej szczegółów odnośnie tego projektu.

### Dane dotyczące poszczególnych tytułów podobnych do gry "Chimera"

	Data wydania	Cena (USD)	Sprzedaż	Ocena Steam
„Satisfactory”	19.03.2019 - EA	29,99	od 19 marca 2019 do 30 czerwca 2020 – 1,3 mln sztuk	95,4%
„Astroneer”	6.02.2019 – PC, X1 15.11.2019 – PS4 23.01.2018 – PC	19,99	nakład około 3 mln kopii	89,1%
„Subnautica”	4.12.2018 – X1, PS4 14.05.2021 - NS	24,99	nakład około 8 mln kopii	94,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Dalsza perspektywa

W naszym modelu zakładamy scenariusz, w którym Creepy Jar będzie jednocześnie skupiał się na tworzeniu jednej nowej gry co będzie absorbowało większą część mocy produkcyjnych spółki oraz czuwał/ rozwijał o dodatkowy контент uprzednio wydany tytuł, tym samym wydłużając jego ogon sprzedażowy. Ponadto zakładamy, iż we wszystkich kolejnych projektach będzie jedynym wydawcą swoich produktów. Spodziewamy się, że po dużym sukcesie gry „Green Hell”, spółka nie porzuci tego IP i kolejnym rozwijanym projektem po „Chimerze” będzie jego seaquel. Prognozujemy, że z każdą kolejną produkcją spółka będzie podnosiła budżety oraz powiększała liczebność studia. Zakładamy, że cykl produkcji nowych (EA + premiera) będzie zajmował deweloperowi ok. 3-4 lat. W związku ze skromnym track recordem spółki, opierającym się jedynie na sukcesie jednej gry „Green Hell” i wieloma niewiadomymi odnośnie projektu „Chimera” konserwatywnie podchodzimy do szacunków sprzedaży przyszłych projektów.

### Dane dotyczące poszczególnych tytułów

	Cena EA (USD)	Cena premiera (USD)	Data EA	Data premiery	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)		
					1 rok	2 lata	3 lata
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19	0,2	1,0	2,0
"Chimera"	29,99	34,99	4Q'22	3Q'23	1,0	1,9	2,5
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'26	1Q'27	1,1	1,9	2,6
"Chimera 2"	39,99	44,99	4Q'29	3Q'30	1,4	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Popularność gier survivalowych

Bez wątpienia gry survivalowe cieszą się dużym zainteresowaniem wśród graczy. Od początku tego roku swoją drugą młodość przeżywała gra „Rust” (od momentu wydania w EA minęło ok. 7 lat), w szczytowym momencie (01.2021, grało w nią 245,2 tys. osób - Steam) i cały czas ilość ta utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie ok. (100 tys.). Kolejną produkcją z tego gatunku jest bijącą rekordy w tym roku gra „Valheim”, w którą w szczytowym momencie grało jednocześnie blisko 502,4 tys. osób, obecnie utrzymuje się na poziomie ok. 60 tys (tytuł ten zbliża się dużymi krokami do przekroczenia 8 mln sprzedanych sztuk). Kolejnym przykładem jak dużym zainteresowaniem cieszy się ten rodzaj gier jest dodatek do gry „Subnautica: Below Zero” wydany w połowie maja'21, który dotychczas w swoim szczytowym momencie osiągnął peak na poziomie 42,1 tys. graczy i utrzymuje się obecnie na poziomie ok. 30 tys. Liczby te rozgrzewają wyobraźnię i obrazują jak bardzo „chłonna” i popularna jest ta nisza.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Implikując do modelu nasze szacunki dotyczące przyszłych wyników grupy, uważamy że aktualna cena jest niedowartościowana, w związku z tym rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Creepy Jar od zalecenia **KUPUJ z ceną docelową 1 175 PLN/akcję**, czyli 43% powyżej obecnej ceny rynkowej.

## 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:

- W czerwcu'21 spodziewamy się premiery konsolowej wersji gry „Green Hell” (cena =24,99 USD), która będzie miała istotny wpływ na wyniki przyszłych okresów (w samym 2021 roku sprzedaż na poziomie 278 tys. sztuk). Szacujemy, że dzięki kolejnym dodatkom z serii „Spirits of Amazonia” (2Q/3Q'21), sprzedaż całego IP wyniesie 886 tys. sztuk, tym samym GH wypracuje 39,4 mln PLN przychodów w bieżącym roku.
- W całym 2021 roku prognozujemy 39,4 mln PLN przychodów, 23,8 mln PLN EBIT oraz 22,3 mln PLN zysku netto.
- Prognozujemy, że podobnie jak to było z grą „Green Hell”, taki i projekt „Chimera” może zadebiutować w formule early access już pod koniec 2022 roku, a jego premiera będzie miała miejsce w okolicach 3Q'23. Spodziewamy się, budżet tego przedsięwzięcia sięgnie 11,7 mln PLN. Ponadto zakładamy, że to Creepy Jar będzie jedynym wydawcą tego tytułu. Szacujemy, że w rok od debiutu w formule EA sprzeda się ok. 1,05 mln sztuk „Chimery” co przełoży się na 50,7 mln PLN przychodów.
- W naszym modelu zakładamy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcje kolejnych gier. Zakładamy wykorzystanie wcześniej stworzonych IP w kolejnych projektach. Tym samym kolejną produkcją, która zadebiutuje po „Chimerze”, będzie „Green Hell 2”. Patrząc na obecny cykl produkcyjny, szacujemy, że premiera tego tytułu przypadnie na 2026 rok. Po kolejnych 3 latach, czyli w 2029 roku zakładamy w naszym modelu sequel projektu „Chimera”.
- Prognozujemy, że moce przerobowe spółki będą jednocześnie skupione na rozwijaniu nowej gry jak i utrzymaniu atrakcyjności tych, które już zadebiutowały poprzez dodawanie nowego contentu w formie darmowych DLC i aktualizacji.
- Spodziewamy się, że do końca 2021 roku spółka utrzyma zatrudnienie na poziomie ok. 30 osób, w 2022 roku powiększy się o 5 kolejnych, w kolejnych latach liczba ta będzie powoli rosła.
- Program Motywacyjny – czas trwania 2020-2022 rok, w jego ramach uprawnionym będzie mogło być przyznane do 37 tys. nowych akcji w podwyższonym kapitale zakładowym spółki. Cele: 1) pozostawanie przez pracownika lub współpracownika spółki w relacji prawnej wynikającej z określonych umów (np. umowa o świadczenie usług, umowa o pracę), co najmniej od dnia zawarcia Umowy Uczestnictwa do 31 grudnia 2022 roku włącznie (Transza 1); 2) osiągnięcie przez spółkę średniorocznego zysku brutto w latach 2020-2022 w wysokości 20 mln PLN (Transza 2). - uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz zostanie zrealizowany.
- 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 ok. 9%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Spodziewamy się, że pierwsza wypłata dywidendy będzie miała miejsce dopiero po udanej premierze projektu „Chimera” (2024 rok).
- W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN dla poszczególnych lat 2021/2022/2023/2024/2025+ odpowiednio na poziomach: 3,697/ 3,692/ 3,646/ 3,590/ 3,535 – zgodnie z aktualną krzywą forward.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 0,7 mln akcji (679,4 tys. + 37 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 26 maja 2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 842,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 1 175 PLN.**

**Model DCF**

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	37,7	39,4	46,1	72,2	60,3	47,9	141,8	90,4	62,5	74,4	174,1
EBIT [mln PLN]	25,5	23,8	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
Stopa podatkowa	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,1	2,0	2,2	4,5	4,1	3,1	9,8	5,8	4,3	4,1	12,6
NOPLAT [mln PLN]	23,4	21,8	24,3	49,0	44,8	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0	137,2
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	2,3	4,6	9,4	2,4	2,2	11,9	10,1	2,8	11,9	7,5
CAPEX [mln PLN]	-3,3	-4,1	-5,0	-6,0	-6,2	-6,6	-7,0	-7,3	-7,9	-9,9	-11,7
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-3,2	-0,4	-4,4	0,0	0,0	0,1	1,0	1,4	0,5	-6,9	-3,4
FCF [mln PLN]	18,0	19,6	19,5	52,4	41,1	29,8	112,7	67,8	41,8	40,2	129,6
DFCF [mln PLN]	18,0	18,6	16,9	41,9	30,1	20,1	69,6	38,4	21,7	19,1	56,7
Suma DFCF [mln PLN]		333,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 101,0										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		481,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]		814,3									
Dług netto 2020 [mln PLN]		-27,6									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>842,0</b>									
Ilość akcji [mln szt.]		0,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>1 175</b>									

*wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%*

Przychody zmiana r/r	4,6%	17,0%	56,7%	-16,6%	-20,5%	195,8%	-36,3%	-30,8%	19,0%	134,0%
EBIT zmiana r/r	-6,7%	11,5%	101,6%	-8,6%	-23,7%	213,0%	-40,6%	-26,8%	-3,2%	205,1%
FCF zmiana r/r	8,9%	-0,9%	169,3%	-21,6%	-27,4%	277,9%	-39,9%	-38,4%	-3,8%	222,6%
Marża EBITDA	66,2%	67,5%	87,0%	85,2%	82,3%	90,7%	87,9%	85,6%	82,1%	90,4%
Marża EBIT	60,4%	57,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża NOPLAT	55,3%	52,7%	67,8%	74,3%	71,2%	75,3%	70,3%	74,4%	60,5%	78,8%
CAPEX / Przychody	10,4%	10,9%	8,3%	10,2%	13,7%	4,9%	8,1%	12,7%	13,2%	6,7%
CAPEX / Amortyzacja	177,6%	108,8%	63,8%	252,2%	299,7%	58,7%	72,1%	287,2%	82,5%	155,8%
Zmiana KO / Przychody	0,9%	9,6%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,7%	-1,6%	-0,7%	9,3%	2,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	20,6%	65,9%	-0,2%	0,4%	0,6%	-1,0%	2,8%	1,6%	58,1%	3,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Kalkulacja WACC**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
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	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	1 183	1 236	1 298	1 370	1 458	1 564	1 698	1 870	2 098
	1,0	1 101	1 145	1 196	1 255	1 325	1 409	1 512	1 640	1 805
	1,1	1 029	1 066	1 109	1 157	1 214	1 282	1 362	1 461	1 584
	1,2	966	997	1 033	1 074	1 121	1 175	1 240	1 317	1 412
	1,3	910	937	967	1 001	1 040	1 085	1 138	1 200	1 274
	1,4	860	883	908	937	970	1 008	1 051	1 102	1 161
	1,5	814	834	857	881	909	941	977	1 019	1 067

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym**

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	3%	1 365	1 440	1 531	1 641	1 778	1 953	2 184	2 505	2 978
	4%	1 133	1 180	1 235	1 299	1 375	1 467	1 581	1 725	1 912
	5%	966	997	1 033	1 074	1 121	1 175	1 240	1 317	1 412
	6%	841	863	887	914	945	980	1 020	1 067	1 122
	7%	743	759	776	795	816	840	867	897	932
	8%	666	677	690	703	718	735	753	774	797
	9%	602	610	620	630	641	653	666	681	697

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta**

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	3,0%	2 415	2 230	2 079	1 953	1 846	1 755	1 675	1 606	1 545
	4,0%	1 779	1 654	1 552	1 467	1 395	1 334	1 281	1 234	1 193
	5,0%	1 399	1 310	1 236	1 175	1 124	1 079	1 041	1 007	978
	6,0%	1 148	1 081	1 026	980	941	908	879	854	832
	7,0%	970	918	875	840	810	784	762	743	726
	8,0%	837	796	763	735	711	691	673	658	645
9,0%	735	702	675	653	634	618	604	591	580	

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 **1 006 PLN**, natomiast do globalnych **1 136 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie, gdyż polskie studia różnią się co do profilu prowadzonej działalności, a światowi deweloperzy mają znacząco większą skalę i portfolio gier, dlatego mylnym byłoby uwzględnianie tej metody przy końcowej wycenie.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
11 BIT STUDIOS	20,3	24,4	25,8	14,9	17,0	16,9
CD PROJEKT	20,4	18,2	16,8	13,8	12,2	11,0
PLAYWAY	68,1	31,0	10,1	39,4	18,9	6,7
<b>Mediana</b>	<b>20,4</b>	<b>24,4</b>	<b>16,8</b>	<b>14,9</b>	<b>17,0</b>	<b>11,0</b>
Creepy Jar	19,7	18,5	12,0	15,9	13,2	7,4
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	96,7%	75,6%	-28,2%	106,5%	77,6%	-32,7%
Wycena wg wskaźnika *	850,8	1 088,9	1 146,1	778,3	1 032,8	1 140,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>1 029</b>			<b>984</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>1 006</b>				

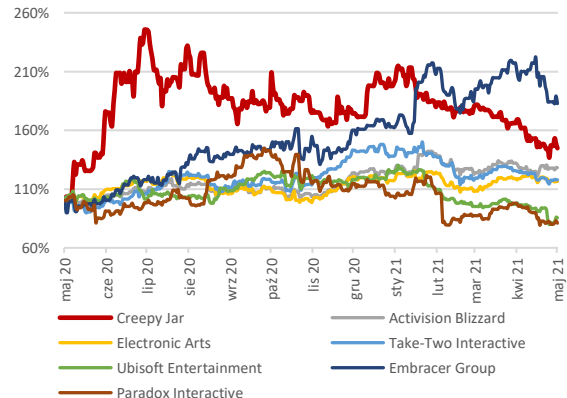
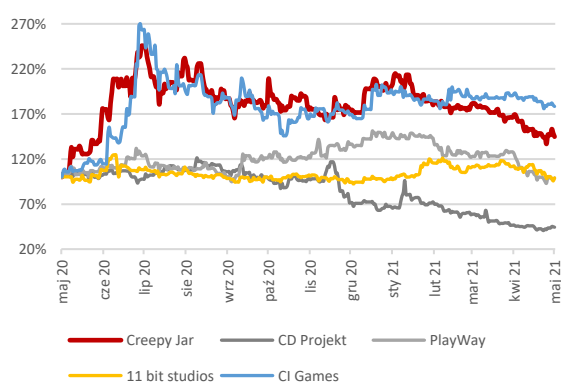
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; \*- oczyszczone o PM

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ACTIVISION BLIZZARD INC	25,4	21,7	20,6	17,1	14,4	13,3
ELECTRONIC ARTS INC	22,7	20,6	18,5	15,2	14,0	12,8
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	38,1	25,2	19,8	25,0	16,7	11,7
UBISOFT ENTERTAINMENT	23,8	20,7	18,3	8,1	6,4	5,4
EMBRACER GROUP AB	48,0	40,4	50,2	15,0	13,8	11,9
CAPCOM CO LTD	31,6	28,5	24,8	17,6	15,5	13,4
PARADOX INTERACTIVE AB	38,1	27,4	25,5	17,2	12,6	11,6
<b>Mediana</b>	<b>31,6</b>	<b>25,2</b>	<b>20,6</b>	<b>17,1</b>	<b>14,0</b>	<b>11,9</b>
Creepy Jar	19,7	18,5	12,0	15,9	13,2	7,4
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	62,5%	73,2%	-41,6%	92,6%	94,1%	-37,4%
Wycena wg wskaźnika *	1 316,3	1 124,9	1 408,3	883,8	870,1	1 213,8
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>1 283</b>			<b>989</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>		<b>1 136</b>				

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

### Zachowanie kursów od maja 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## CZYNNIKI RYZYKA

### 1. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

Produkcja gry wideo to proces wieloetapowy, związany z ryzykiem opóźnień odrębnych faz i całego projektu. Fazy produkcji następują kolejno po sobie, tym samym uzależnione są od wyników/ ukończenia poprzednich etapów. Etapy te są zależne od pracy zespołu oraz podmiotów zewnętrznych, którym nieprzewidziane trudności mogą przyczynić się do opóźnień.

### 2. 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.

### 3. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Głównym ryzykiem w tym obszarze jest trudność w zdefiniowaniu podmiotów konkurencyjnych, spowodowane dużym rozproszeniem rynku. W przypadku identyfikacji silniejszej konkurencji od przewidywanej, sytuacja ta może mieć konsekwencje w formie mniejszego zainteresowania produktami spółki. W związku ze zwiększającą się liczbą podmiotów, podobnymi produktami na te same platformy, może rosnąć trudność w pozyskiwaniu zezwoleń na produkcję gier dla danej platformy.

### 4. 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.

### 5. 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.

### 6. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty

Prace związane z produktami spółki, zajmują wiele miesięcy, w zależności od wielkości projektu. Powodzenie danej gry wideo, mierzone jest wielkością popytu i przychodami z jej sprzedaży, pozwalającymi pokryć poniesione wydatki na proces jej produkcji i przynieść ewentualne zyski. Zainteresowanie daną produkcją, które przekłada się na wysokość przychodów, uzależnione jest od zmiennych gustów konsumentów, produktów konkurencji oraz ciężkich do przewidzenia trendów na rynku gier. Istnieje zatem, duże ryzyko tzw. „nietrafionego” produktu, co wiąże się brakiem zainteresowania zakupu ze strony potencjalnych klientów, który nie trafił w ich upodobania. Podłożem może być słaba jakość produktu bądź błędne określenie docelowego klienta. To wszystko ma wpływ, na trudność w przewidzeniu reakcji odbiorców w momencie premiery i w efekcie zdefiniowania oczekiwanych przychodów.

### 7. 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.

### 8. Ryzyko płynności

Ryzyko związane z płynnością spółki jest ograniczone z związku z generowanymi przez Creepy Jar i zakumulowanymi znaczącymi stanami środków pieniężnych. Na koniec lat obrotowych wynosiły one odpowiednio 3,0 mln PLN w 2018 roku, 6,2 mln PLN w 2019 roku oraz 28,0 mln PLN na 31.12.2020.

### 9. Ryzyko związane z obrotem wtórnym grami spółki

Gry należą do produktów często rozpowszechnianych nielegalnie, zarówno bez zgody i wiedzy producenta, jak i wydawcy. Jest to globalny i powszechny problem wpływający negatywnie na światowy rynek gier komputerowych. Nielegalne rozpowszechnianie gier zmniejsza przychody uprawnionych dystrybutorów, a tym samym producentów gier. Aktualnie nie istnieje jeszcze w pełni skuteczna metoda, zapobiegająca nielegalnemu kopiowaniu gier. W przeciwieństwie jednak do tradycyjnych kanałów dystrybucji, kanały cyfrowe, którymi rozpowszechniane są gry na poszczególne platformy sprzętowe, posiadają odpowiednie zabezpieczenia. Creepy Jar dystrybuuje swój produkcje wyłącznie w oparciu o kanały cyfrowe, poprzez co minimalizuje ryzyko korzystania z niej w sposób nielegalny. Taki model dystrybucji będzie prowadzony również w odniesieniu do przyszłych produktów spółki.

## PROFIL SPÓŁKI I STRATEGIA

### Historia

Spółka powstała w 2016 roku, a od dnia 6 sierpnia 2018 r. była notowana na rynku NewConnect. Creepy Jar od początku swego istnienia przyjął strategię wyprodukowania w pierwszych kilku latach działalności gry charakteryzującej się bardzo wysoką jakością, a następnie jej sukcesywnego rozwijania poprzez aktualizacje o kolejne bezpłatne dodatki. Zgodnie z założeniami produkt miał być stworzony w wersji na PC i posiadać właściwości techniczne umożliwiające jego portowanie na inne urządzenia, a w szczególności na konsole do gier takie jak Nintendo Switch, Microsoft Xbox i Sony PlayStation.

### Opis spółki

Creepy Jar to warszawski niezależny producent gier z gatunku survival simulation. Core Team zespołu tworzący byli członkowie warszawskiego studia Techland - przez 8 lat kompleksowo zarządzali nim na poziomie struktury organizacji oraz w obszarach produkcyjnych. Do ich zadań należało m.in. nadzorowanie działów programowania, grafiki i level designu, a także rozbudowa studia poprzez kreowanie polityki personalnej oraz planowanie i realizację budżetu. Wieloletnie doświadczenie i doskonała znajomość branży poparte współpracą z najlepszymi specjalistami z rynku pozwoliła im współtworzyć jedno z najbardziej rozpoznawalnych w produkcji światowej gier: Dying Light, Dying Light: The Following, Dead Island, Dead Island: Riptide, Call of Juarez: The Cartel, Mad Riders, Nail'd, GTI Racing, Xpand Rally Xtreme.

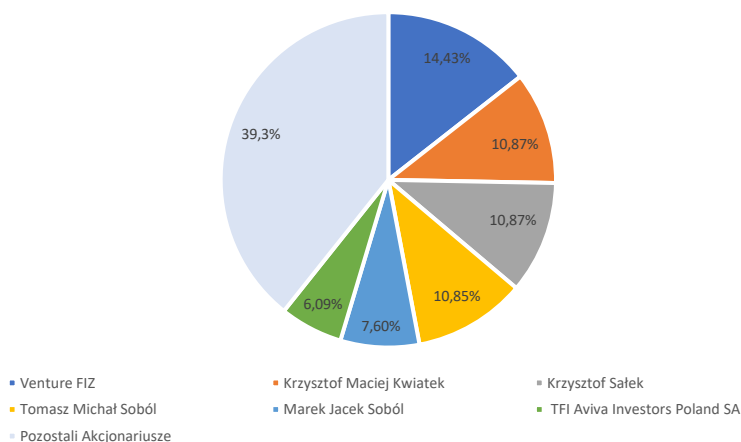
W 2015 r. zespół podjął decyzję o utworzeniu własnego studia produkcyjnego. Do zespołu dołączyli wówczas kolejni specjaliści z branży, w tym m.in. byli pracownicy warszawskiego Techlandu i Flying Wild Hog i innych, którzy współtworzyli: Shadow Warrior, Shadow Warrior 2, Hard Reset, Juju, The Witcher 2, Silent Hill: Downpour, Bulletstorm, Sniper Ghost Warrior 2, Dogfight 1942. W 2019r. odbyła się premiera pełnej wersji pierwszego autorskiego projektu GREEN HELL. Obecnie Creepy Jar wciąż ulepsza swoją pierwszą grę powiększając ją o dodatkowy content w formie DLC („Spirits of Amazonia”), jednocześnie pracując nad drugim projektem. Od Q2 2018 r. spółka była notowana na NewConnect, a od kwietnia'21 na GPW.

### Strategia

Creepy Jar poprzez pierwszy autorski projekt „Green Hell” realizuje przyjętą strategię tworzenia gier „premium indie” (budżety w okolicach kilkunastu mln PLN) z gatunku survival simulation. Produkt charakteryzuje wysoki stopień zmienności fabuły, koncentracja na psychice głównego bohatera oraz gameplay osadzony w ekstremalnym dla człowieka środowisku. Tytuł wyróżnia symulująca rzeczywisty świat spektakularna i szczegółowo dopracowana grafika, ciekawe i różnorodne mechaniki rozgrywki oraz zaskakujące zakończenie. Spółka jest jednocześnie deweloperem jak i wydawcą swoich gier. Na przestrzeni 5 lat Creepy Jar zakłada skompletowanie kilku tytułów w ramach własnego portfela produkcyjnego oraz uzyskanie pozycji wiodącego dewelopera w segmencie survival simulation. Spółka zamierza wzmocnić współpracę z krajowymi oraz zagranicznymi partnerami biznesowymi. Poprzez dystrybucję cyfrową – platformy Steam oraz XBL i PSN – chce dotrzeć do graczy na całym świecie.

Spółka planuje cyklicznie (tj. raz na 2-3 lata) produkować nowe gry Premium Indie, w sposób zapewniający ciągłość działalności operacyjnej oraz stabilny poziom przychodów ze sprzedaży. Docelowo chce osiągnąć status liczącego się dewelopera gier opartych na autorskich projektach, których własność intelektualna będzie własnością spółki.

### Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym







Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Najważniejsze produkty

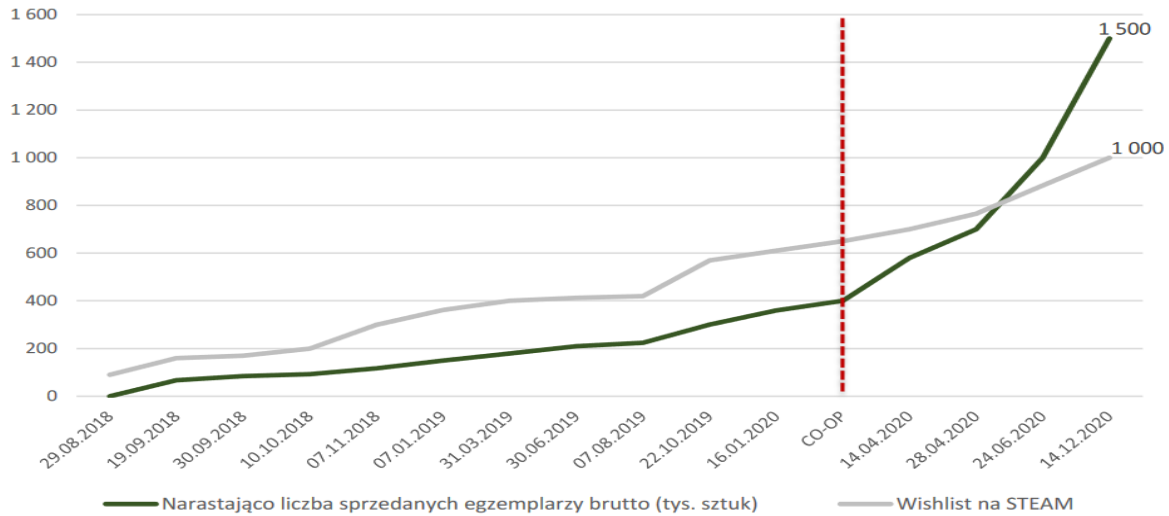
### „Green Hell”:

- Flagowy produkt spółki. Jest to pierwsza gra symulacyjna osadzona w otwartym do eksploracji unikalnym środowisku dżungli amazońskiej. Gracz musi przetrwać samotnie w trudnym dla człowieka środowisku. Aby przeżyć musi nauczyć się technik przetrwania i zarządzania zasobami (zarządzanie zarówno dostępnymi surowcami jak i możliwościami swojego organizmu).
- Premiera gry w wersji PC miała miejsce w dniu 29 sierpnia 2018 r. na platformie Steam w trybie wczesnego dostępu (Early Access), natomiast pełna wersja gry (Full Release) zadebiutowała w dniu 5 września 2019 r. 7 kwietnia 2020 r. miał miejsce debiut trybu kooperacyjnego do gry dla czterech graczy. 8 października 2020 r. Green Hell miał swoją premierę w wersji na konsolę Nintendo Switch i od tej daty dostępne jest w sklepie cyfrowy Nintendo eShop.
- W 1Q'19 spółka podjęła decyzję o przeniesieniu „Green Hell” na silnik Unity 2018. Przeniesienie na nowy silnik istotnie zwiększyło atrakcyjność i wydajność gry m.in. poprzez osiągnięcie efektów niemożliwych do uzyskania na poprzedniej wersji silnika Unity.
- Otrzymane po premierze pełnej wersji „Green Hell” wysokie oceny od graczy, pozytywne recenzje, nagrody oraz rosnąca popularność w serwisach branżowych pozwoliły zbudować wokół gry społeczność graczy w liczbie przekraczającej 1,5 mln osób. Oprócz standardowych patch’y usprawniających rozgrywkę oraz poprawiających błędy, „Green Hell” doczekał się również kilku istotnych aktualizacji rozbudowujących zawartość gry.
- Motorem napędowym wysokiego wolumenu sprzedaży GH była przede wszystkim premiera trybu kooperacji, która miała miejsce 07.04.2020.
- Pomimo, że tytuł trafił do wielu nowych odbiorców to nieustająco spotyka się z bardzo dobrym odbiorem. Aktualnie na platformie Steam ma ponad 34,5 tys. recenzji z czego aż ponad 85% jest pozytywnych.

### Lista najważniejszych Update’ów (aktualizacji) rozbudowujących zawartość gry „Green Hell”:

Data	Grafika	Opis
29.08.2018		<p><b>EARLY ACCESS</b></p> <p>Premiera gry w wersji PC na platformie dystrybucyjnej STEAM w trybie wczesnego dostępu. Premiera została poprzedzona intensywną kampanią promocyjną, m.in na IGN, Twitch, STEAM - najpopularniejszych i najbardziej opiniotwórczych serwisach informacyjnych dotyczących rynku gier na świecie. W zaledwie tydzień od premiery GREEN HELL odnotowała 1,5 mln wyświetleń rozgrywki.</p>
06.02.2019		<p><b>COMBAT UPDATE</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>•nowy ludzki przeciwnik</li> <li>•system zbroi, pułapki na ludzkich przeciwników</li> <li>•nowe zachowania przeciwników</li> <li>•nowy system obrażeń</li> <li>•nowe wyzwania</li> </ul>
05.09.2019		<p><b>STORY MODE UPDATE</b></p> <p>Wprowadzenie do gry trybu fabularnego oraz rozszerzenie zawartości poprzez dodanie nowej mapy oraz nowych wyzwań.</p>
07.04.2020		<p><b>CO-OP MODE UPDATE</b></p> <p>Wprowadzenie do gry 4-osobowego trybu kooperacji. Premiera trybu kooperacji zaowocowała dotarciem GREEN HELL na drugie miejsce listy globalnych bestsellerów na platformie STEAM i utrzymaniem tej pozycji przez cały okres trwania promocji. W szczytowym momencie w GREEN HELL grało 20 tys. graczy, tym samym przeszło 3-krotnie poprawiając poprzednio ustanowiony rekord po premierze pełnej wersji gry.</p>

Źródło: spółka

**Dane sprzedażowe gry „Green Hell”:**


Źródło: spółka

- W dniu 14 grudnia 2020 r. sprzedaż brutto „Green Hell” od daty premiery w trybie wczesnego dostępu, poprzez platformę STEAM przekroczyła poziom 1,5 mln sztuk sprzedanych egzemplarzy. Jednocześnie liczba graczy nadal oczekujących na zakup gry, mających dodaną ją na tzw. liście życzeń („wishlista”) przekroczyła 1,0 mln osób.

- W dniu 9 października 2020 r. opublikowano nową roadmapę, w której przedstawiono dalsze plany rozwoju GH, obejmujące m.in. wydanie bezpłatnego, trzyczęściowego dodatku – Spirits of Amazonia („SOA”). Aktualizacja ma wprowadzić szereg nowych mechanik, w tym możliwość interakcji z wrogimi dotychczas tubylcami oraz nowe lokacje, które mogą zwiedzić gracze. Pierwsza z trzech części została udostępniona graczom na platformie Steam w dniu 28 stycznia i do 4 lutego była dostępna w okresowej promocji -30%. W pierwszej części SOA graczom zostały zaprezentowane pojedyncze fragmenty fabuły i zdobywania reputacji wśród tubylców.

- Kolejnym istotnym krokiem ekspansji „Green Hell” będzie wydanie wersji konsolowych przeznaczonych na Sony PlayStation oraz Microsoft Xbox, które planowane jest na 1H’21. Model dystrybucyjny oparty będzie przede wszystkim o dedykowane platformy cyfrowe (Xbox Live oraz PlayStation Network), jednocześnie nie wykluczając dystrybucji wydań pudełkowych. Wersje konsolowe w dniu ich wydania będą zawierały wszystkie (włącznie z trybem CO-OP) wprowadzone dotychczas aktualizacje na wersji PC za wyjątkiem pierwszej części dodatku SOA, który wraz z następnymi częściami będzie stopniowo dodawany już po premierze na konsolach.

- W pierwszej kolejności GH zostanie wydane na konsole Sony PlayStation 4 oraz Microsoft XboxOne, natomiast kolejnym krokiem będzie przygotowanie wersji na nowe generacje. W toku są również prace związane z udostępnieniem „Green Hell” na platformach wirtualnej rzeczywistości - Steam, Oculus oraz Viveport.

**„Green Hell” roadmap:**


Źródło: spółka

**„Chimera”**

- Po sukcesie pierwszej gry – „Green Hell”, rozpoczęto prace nad kolejnym tytułem (projekt CHIMERA), który w ocenie spółki będzie miał szanse odnieść globalny sukces większy od GH.
- Będzie to zaawansowany symulator rozwoju bazy wraz z elementami survivalu, z perspektywy pierwszej osoby w scenerii science-fiction. Spółka rozważa różne opcje wydania i rozwoju gry, a jedną z nich jest jej równoległe wydanie na PC oraz na konsole firm Microsoft i Sony generacji aktualnej na datę wydania nowego produktu.
- Budżet tego projektu jest wstępnie szacowany na ponad 10 mln PLN. Spółka dysponuje środkami pieniężnymi, które są wystarczające na dokończenie nowej gry oraz realizację planów związanych z rozwojem GH, stąd cele strategiczne nie są zagrożone. Łączna wartość nakładów poniesionych na produkcję „Chimery” do końca 2020 roku wyniosła ponad 1 mln PLN.
- W ocenie spółki jest duża szansa na odniesienie przez „Chimerę” kolejnego globalnego sukcesu, dzięki potencjałowi skorzystania ze zbudowanej bazy graczy oraz renomie studia Creepy Jar, jaką zapewnił światowy sukces GH. Przewiduje ona, że „Chimera” od początku będzie oferowała użytkownikom możliwość gry w trybie kooperacji.
- „Chimera” ma być tytułem zapewniającym wysoką grywalność podobną do takich gier jak np. Subnautica (nakład około 8 mln kopii) czy Astroneer (nakład około 3 mln kopii).
- Projektem zajmuje się zespół złożony z osób oddelegowanych specjalnie do tego projektu. Prace nad grą powinny potrwać od 2 do 3 lat, aktualnie trwają prace preprodukcyjne. Nowy produkt będzie miał co najmniej 4 letni cykl życia, z potencjałem do rozbudowy o dodatkowe bezpłatne aktualizacje oraz rozszerzenia.

**Gry podobne grywalnością do „Chimery”**

Nazwa	Data wydania	Grafika	Opis
„Satisfactory”	19.03.2019 - EA		Pierwszoosobowa hybryda gry symulacyjnej i strategii ekonomicznej, w której naszym zadaniem jest stworzenie potężnego kompleksu fabrycznego na jednej z odległych planet.
„Astroneer”	6.02.2019 – PC, X1 15.11.2019 – PS4		Gra typu sandbox, opracowana przez studio System Era Softworks. Akcja Astroneer rozgrywa się w XXV wieku, kiedy to ziemską cywilizacja osiągnęła wystarczająco wysoki poziom rozwoju, by loty międzygwiazdne stały się codziennością.
„Subnautica”	23.01.2018 – PC 4.12.2018 – X1, PS4 14.05.2021 - NS		Subnautica to sandboksowy survival skupiający się na eksploracji podwodnych lokacji. Nasz bohater rozbija się na obcej planecie 4546B, niemal w całości pokrytej oceanami. Nasze zadanie polega na przeżyciu, a także znalezieniu sposobu na ucieczkę z tego miejsca.

Źródło: spółka

**Gatunek survival simulation** - podgatunek komputerowej gry akcji, który zdobywa coraz większą popularność. Gracz – przeniesiony do nieprzyjaznego i nieznanego świata –dysponując minimalnymi zasobami, które pozwalają na chwilowe przetrwanie, aby przeżyć –musi poradzić sobie w trudnych warunkach. Jego zadaniem jest znalezienie i odpowiednie wykorzystanie zdobytych zasobów, takich jak narzędzia czy broń, ale również zaspokojenie podstawowych potrzeb ludzkich takich jak jedzenie, pragnienie, bezpieczeństwo czy schronienie.

**Droga Creepy Jar od debiutu na NC**



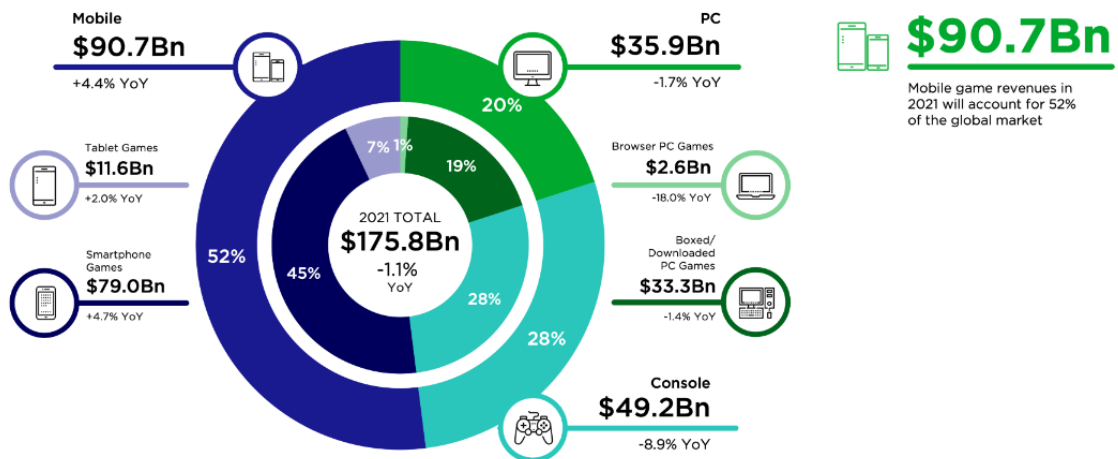
Źródło: spółka

## OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników Creepy Jar 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.

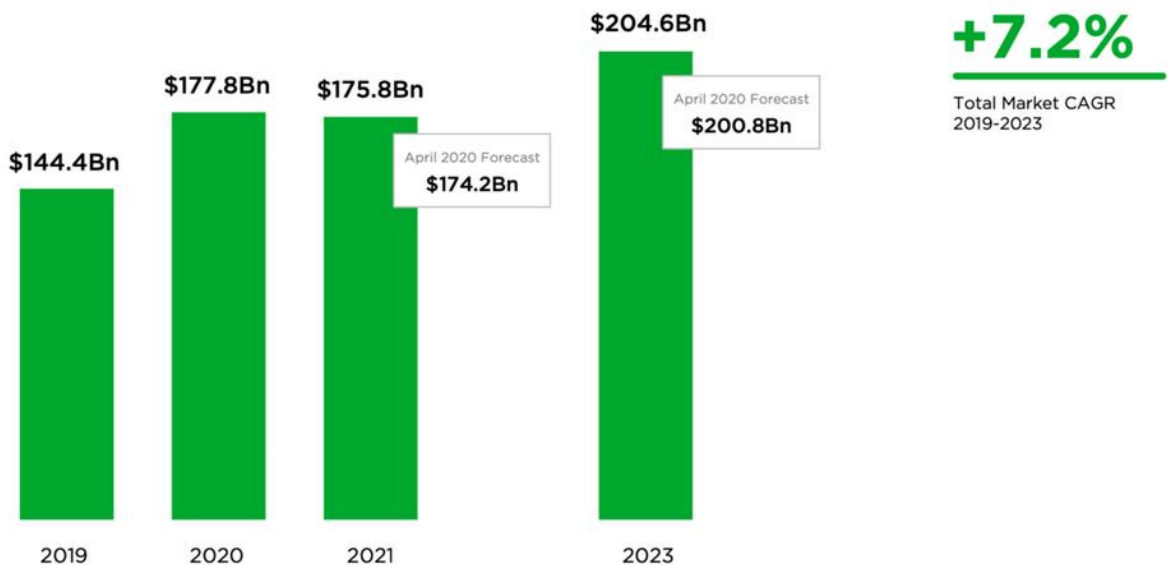
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszłoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do 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

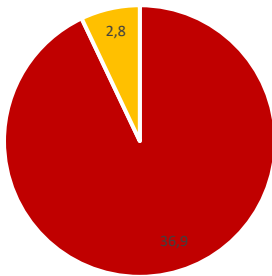
Wartość rynku gier 2019-2023



Źródło: Newzoo

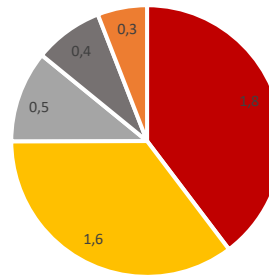
Podział regionów na kraje generujące przychody w 2019 [mln USD]

Ameryka Północna



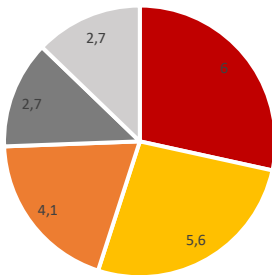
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



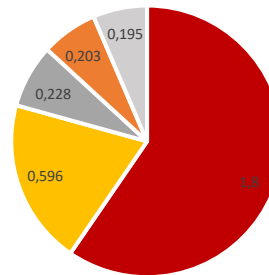
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



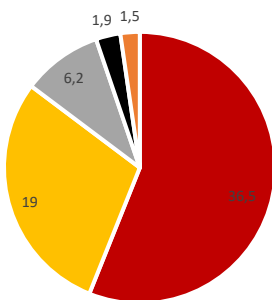
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



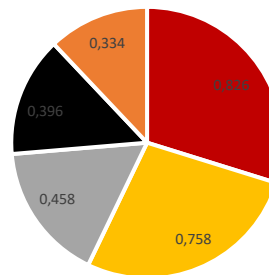
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka



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

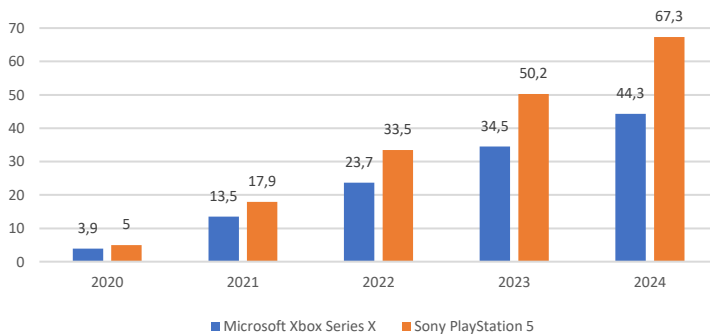
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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
			<b>RAZEM</b>	<b>129,3</b>	<b>104,8</b>	<b>52,9</b>	<b>41,1</b>	<b>328,1</b>

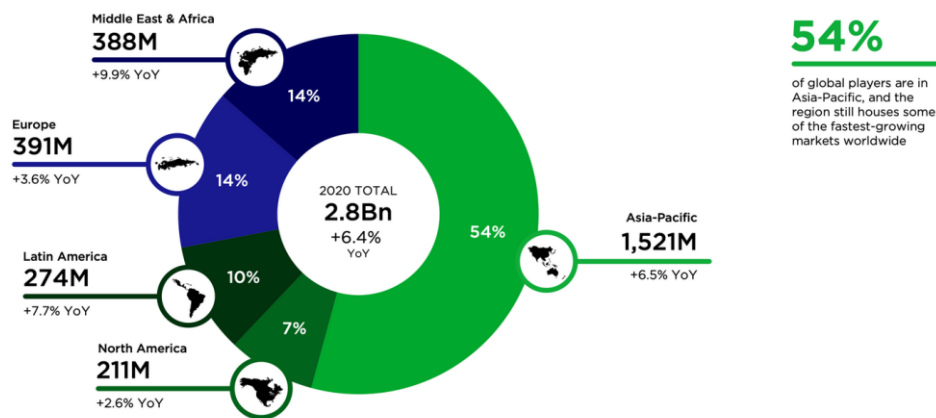
Źródło: VGChartz, Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]



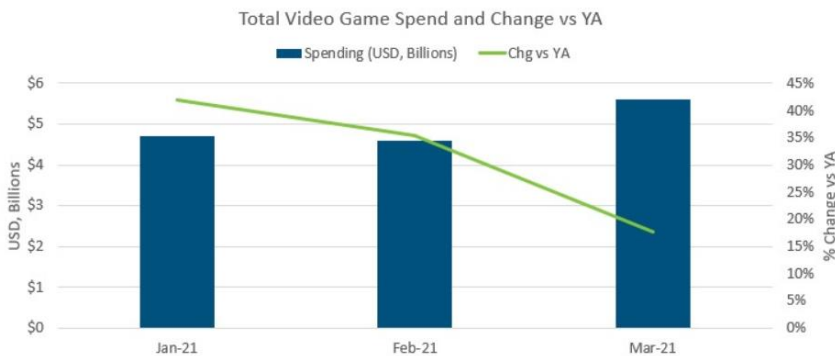
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

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



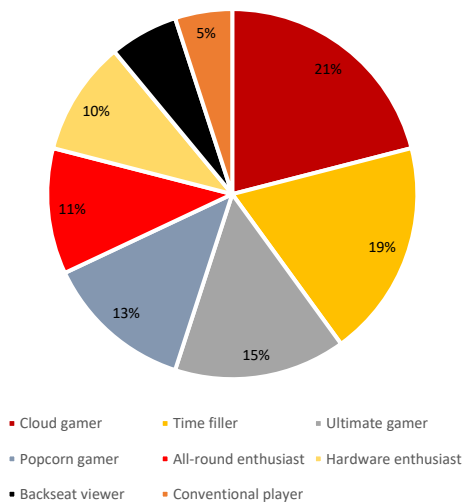
**Podział graczy**

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%

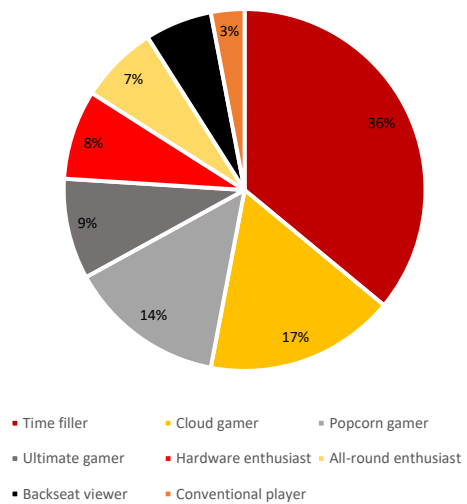
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

**Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet**

Podział graczy wśród mężczyzn

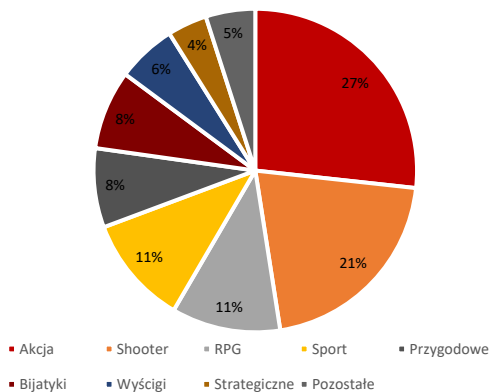


Podział graczy wśród kobiet



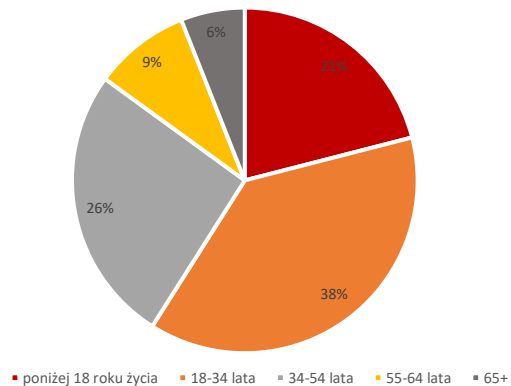
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

**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.

## SZACUNKOWE WYNIKI ZA 1Q'21 I PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

### Prognozy wyników na 1Q'2021

	1Q'20	1Q'21S	zmiana r/r	1Q'21P	zmiana r/r
Przychody	1,2	8,2	597,6%	8,2	597,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,7	-	-	4,6	578,4%
EBITDA	0,7	-	-	5,4	638,5%
EBIT	0,7	4,6	578,0%	4,6	578,0%
Zysk brutto	0,9	5,2	506,5%	5,2	506,5%
Zysk netto	0,8	-	-	4,7	464,6%
Marża brutto na sprzedaży	57,1%	-	-	55,6%	-
Marża EBITDA	61,7%	-	-	65,4%	-
Marża EBIT	57,1%	55,5%	-	55,5%	-
Marża zysku netto	71,0%	-	-	57,5%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W połowie maja spółka opublikowała szacunkowe wyniki za 1Q'21. Przychody w minionym kwartale były generowane przez sprzedaż gry „Green Hell” na PC oraz NS i wyniosły 8,2 mln PLN (okazały się wyższe o 597,6% r/r - przypominamy, że dopiero w 2Q'20 pojawił się tryb co-op do gry „GH”, który miał wpływ na znaczący wzrost sprzedanych kopii). Bez wątpienia na dobrą monetyzację tego tytułu miała wpływ premiera dodatku „Spirits of Amazonia”, który został bardzo dobrze odebrany przez społeczność graczy. Na poziomie EBIT spółka wypracowała 4,6 mln PLN (578,0% r/r), spodziewamy się, że EBITDA wyniosła 5,4 mln PLN. Spółka podała, że szacunkowy zysk brutto w pierwszym kwartale tego roku wyniósł 5,2 mln PLN (+506,5% r/r), natomiast według naszych szacunków zysk netto powinien kształtować się na poziomie 4,7 mln PLN (+464,6% r/r). Stan środków pieniężnych spółki na koniec marca'21 wyniósł 36,2 mln PLN (vs 28,0 mln PLN w 4Q'20).

Spółka aktualnie pracuje nad dwoma kolejnymi dodatkami z serii „Spirits of Amazonia” do gry „Green Hell”, które pojawią się w 2Q/3Q'20. Ponadto deweloper znajduje się na ostatniej prostej z portem gry na konsole PS4, X1, który to powinien zadebiutować już w czerwcu. W całym 2021 roku spodziewamy się, że Creepy Jar, dzięki dalszej dobrej monetyzacji gry „Green Hell” na PC wspomaganej dodatkami i wyprzedzającami oraz jej konsolową wersją na poziomie przychodów wypracuje 39,4 mln PLN. Szacujemy, że EBITDA w tym okresie wyniesie 26,1 mln PLN (-2,1% r/r), EBIT 23,8 mln PLN (-6,7% mln PLN), a zysk netto 22,3 mln PLN (-0,4% r/r).

### Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21S	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	0,7	1,0	2,6	2,4	1,2	21,9	7,6	7,0	8,2	12,6	8,6	9,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,4	0,5	-0,7	0,1	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,1	4,9	6,2
EBITDA	0,5	0,8	2,2	1,3	0,7	20,5	1,1	4,3	5,4	8,8	5,4	6,5
EBITDA adj.	0,5	0,8	2,2	1,3	0,7	20,5	5,7	5,7	6,9	10,3	6,9	8,0
EBIT	0,4	0,5	-0,7	0,0	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,1	4,9	6,2
EBIT adj.	0,4	0,5	-0,7	0,0	0,7	19,5	5,6	5,7	6,1	9,6	6,4	7,7
Zysk brutto	0,4	0,5	-0,7	-0,1	0,9	19,1	0,6	3,9	5,2	8,1	4,9	6,2
Zysk netto	0,4	0,5	-0,6	-0,4	0,8	15,2	-0,3	6,6	4,7	7,4	4,5	5,7
Zysk netto adj.	0,4	0,5	-0,6	-0,4	0,8	15,2	4,3	8,0	6,2	8,9	6,0	7,2
Marża brutto	64,1%	55,0%	-27,2%	2,3%	57,1%	89,3%	13,6%	60,7%	55,6%	63,9%	57,1%	62,8%
Marża EBITDA	69,8%	79,9%	82,0%	55,4%	61,7%	93,7%	14,5%	61,4%	65,4%	70,0%	62,5%	65,4%
Marża EBITDA adj.	69,8%	79,9%	82,0%	55,4%	61,7%	93,7%	75,3%	81,3%	83,6%	81,9%	79,8%	80,5%
Marża EBIT	64,1%	55,1%	-27,3%	2,1%	57,1%	89,3%	13,6%	60,6%	55,6%	63,9%	57,1%	62,7%
Marża EBIT adj.	64,1%	55,1%	-27,3%	2,1%	57,1%	89,3%	74,4%	80,5%	73,8%	75,7%	74,5%	77,9%
Marża zysku netto	59,9%	54,3%	-22,2%	-15,4%	71,0%	69,7%	-3,6%	93,8%	57,5%	58,5%	52,3%	57,5%
Marża zysku netto adj.	59,9%	54,3%	-22,2%	-15,4%	71,0%	69,7%	57,1%	113,7%	75,7%	70,3%	69,7%	72,6%

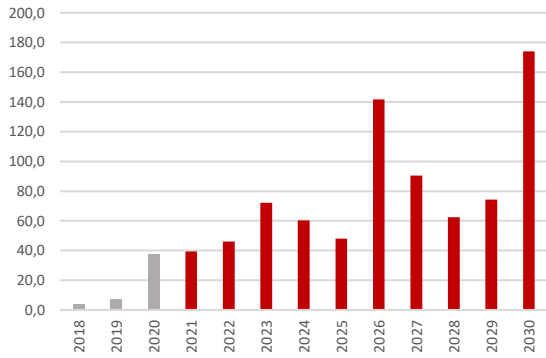
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

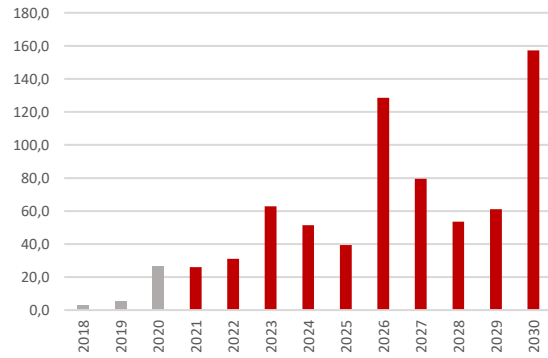
	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	3,5	7,0	37,7	39,4	46,1	72,2	60,3	47,9	141,8	90,4	62,5	74,4	174,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2,6	0,5	25,5	23,8	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
EBITDA	2,6	5,1	26,7	26,1	31,1	62,8	51,3	39,5	128,6	79,5	53,5	61,1	157,3
EBITDA adj.	2,6	5,1	32,7	32,1	37,1	62,8	51,3	39,5	128,6	79,5	53,5	61,1	157,3
EBIT	2,4	0,5	25,5	23,8	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
EBIT adj.	2,4	0,5	31,5	29,8	32,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
Zysk brutto	2,5	0,3	24,5	24,4	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
Zysk netto	2,2	0,1	22,4	22,3	24,3	49,0	44,8	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0	137,2
Zysk netto adj.	2,2	0,1	28,4	28,3	30,3	49,0	44,8	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0	137,2
Marża brutto	73,9%	6,6%	67,7%	60,4%	57,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża EBITDA	75,7%	72,5%	70,7%	66,2%	67,5%	87,0%	85,2%	82,3%	90,7%	87,9%	85,6%	82,1%	90,4%
Marża EBITDA adj.	75,7%	72,5%	86,7%	81,5%	80,5%	87,0%	85,2%	82,3%	90,7%	87,9%	85,6%	82,1%	90,4%
Marża EBIT	70,5%	6,6%	67,7%	60,4%	57,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża EBIT adj.	70,5%	6,6%	83,6%	75,6%	70,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża zysku netto	63,6%	2,0%	59,5%	56,7%	52,7%	67,8%	74,3%	71,2%	75,3%	70,3%	74,4%	60,5%	78,8%
Marża zysku netto adj.	63,6%	2,0%	75,4%	71,9%	65,7%	67,8%	74,3%	71,2%	75,3%	70,3%	74,4%	60,5%	78,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

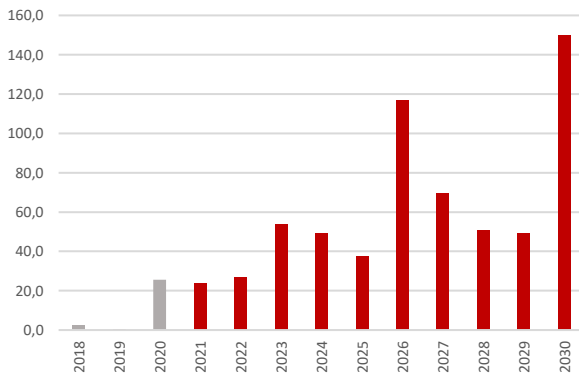
**Przychody [mln PLN]**



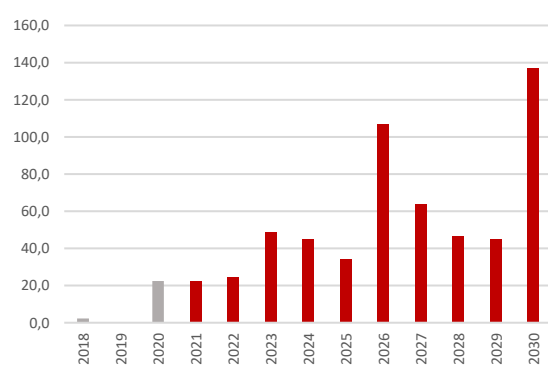
**EBITDA [mln PLN]**



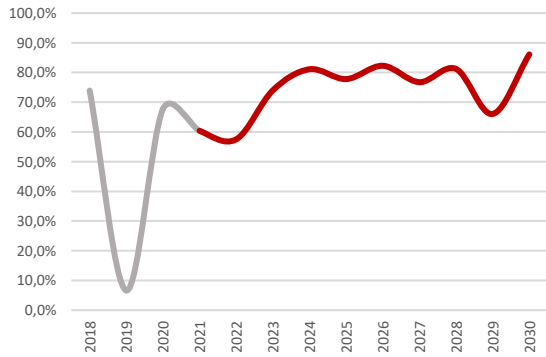
**EBIT [mln PLN]**



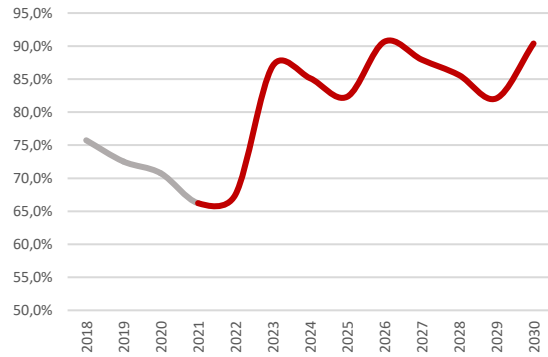
**Zysk netto [mln PLN]**



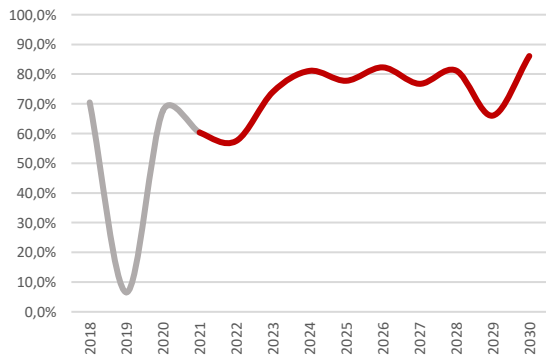
**Rentowność brutto ze sprzedaży [%]**



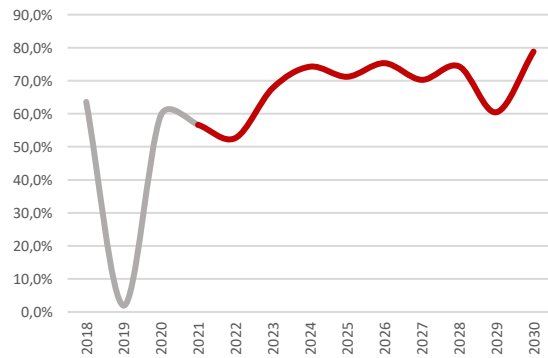
**Rentowność EBITDA [%]**



**Rentowność EBIT [%]**



**Rentowność netto [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**DANE FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>2,6</b>	<b>0,2</b>	<b>3,2</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>	<b>10,1</b>	<b>5,2</b>	<b>2,3</b>	<b>7,5</b>	<b>5,4</b>	<b>9,6</b>
WNiP	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,1	0,2	2,4	4,2	4,6	1,3	5,0	9,4	4,4	1,6	6,8	4,7	8,9
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>34,7</b>	<b>55,9</b>	<b>82,9</b>	<b>134,1</b>	<b>149,7</b>	<b>156,4</b>	<b>240,3</b>	<b>195,1</b>	<b>171,8</b>	<b>178,0</b>	<b>269,4</b>
Należności krótkoterminowe	1,7	1,2	6,6	5,1	12,0	9,5	7,4	5,9	19,5	9,4	6,9	19,2	26,4
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,0	6,2	28,0	50,6	70,8	124,5	142,2	150,4	220,7	185,6	164,8	158,7	242,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa razem</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>37,9</b>	<b>60,8</b>	<b>88,3</b>	<b>136,1</b>	<b>155,4</b>	<b>166,5</b>	<b>245,4</b>	<b>197,5</b>	<b>179,3</b>	<b>183,5</b>	<b>279,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>35,5</b>	<b>57,8</b>	<b>82,1</b>	<b>131,0</b>	<b>151,3</b>	<b>163,1</b>	<b>235,8</b>	<b>192,4</b>	<b>175,4</b>	<b>173,9</b>	<b>266,1</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>9,1</b>	<b>4,5</b>	<b>3,3</b>	<b>9,0</b>	<b>12,3</b>
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>37,9</b>	<b>60,8</b>	<b>88,3</b>	<b>136,1</b>	<b>155,4</b>	<b>166,5</b>	<b>245,4</b>	<b>197,5</b>	<b>179,3</b>	<b>183,5</b>	<b>279,0</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody ze sprzedaży	3,5	7,0	37,7	39,4	46,1	72,2	60,3	47,9	141,8	90,4	62,5	74,4	174,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2,6	0,5	25,5	23,8	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
EBITDA	2,6	5,1	26,7	26,1	31,1	62,8	51,3	39,5	128,6	79,5	53,5	61,1	157,3
EBITDA adj.	2,6	5,1	32,7	32,1	37,1	62,8	51,3	39,5	128,6	79,5	53,5	61,1	157,3
Amortyzacja	0,2	4,6	1,1	2,3	4,6	9,4	2,4	2,2	11,9	10,1	2,8	11,9	7,5
EBIT	2,4	0,5	25,5	23,8	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
EBIT adj.	2,4	0,5	31,5	29,8	32,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
Saldo działalności finansowej	0,1	-0,1	-1,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	2,5	0,3	24,5	24,4	26,5	53,5	48,9	37,3	116,7	69,4	50,8	49,1	149,8
Zysk (strata) netto	2,2	0,1	22,4	22,3	24,3	49,0	44,8	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0	137,2
Zysk (strata) netto adj.	2,2	0,1	28,4	28,3	30,3	49,0	44,8	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0	137,2
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	2,6	5,5	25,1	26,7	25,2	59,7	48,3	37,2	111,4	79,0	50,6	50,3	140,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,2	-2,3	-3,2	-4,1	-5,0	-6,0	-6,2	-6,6	-7,0	-7,3	-7,9	-9,9	-11,7
Przepływy z działalności finansowej	2,4	3,2	21,8	22,6	20,2	53,7	17,7	8,2	70,3	-35,1	-20,8	-6,1	84,2
Przepływy pieniężne netto	2,4	3,2	21,8	22,6	20,2	53,7	17,7	8,2	70,3	-35,1	-20,8	-6,1	84,2
Środki pieniężne na początek okresu	0,6	3,0	6,2	28,0	50,6	70,8	124,5	142,2	150,4	220,7	185,6	164,8	158,7
Środki pieniężne na koniec okresu	3,0	6,2	28,0	50,6	70,8	124,5	142,2	150,4	220,7	185,6	164,8	158,7	242,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	101,6%	439,2%	4,6%	17,0%	56,7%	-16,6%	-20,5%	195,8%	-36,3%	-30,8%	19,0%	134,0%
EBITDA zmiana r/r	93,0%	426,0%	-2,1%	19,3%	101,9%	-18,3%	-23,1%	225,8%	-38,2%	-32,7%	14,1%	157,7%
EBITDA adj. zmiana r/r	93,0%	544,5%	-1,7%	15,7%	69,3%	-18,3%	-23,1%	225,8%	-38,2%	-32,7%	14,1%	157,7%
EBIT zmiana r/r	-81,3%	5471,4%	-6,7%	11,5%	101,6%	-8,6%	-23,7%	213,0%	-40,6%	-26,8%	-3,2%	205,1%
EBIT adj. zmiana r/r	-81,3%	6782,0%	-5,5%	9,2%	64,4%	-8,6%	-23,7%	213,0%	-40,6%	-26,8%	-3,2%	205,1%
Zysk netto zmiana r/r	-93,8%	16238,3%	-0,4%	8,8%	101,6%	-8,6%	-23,7%	213,0%	-40,6%	-26,8%	-3,2%	205,1%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-93,8%	20612,9%	-0,3%	6,9%	61,7%	-8,6%	-23,7%	213,0%	-40,6%	-26,8%	-3,2%	205,1%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	67,7%	60,4%	57,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża EBITDA	72,5%	70,7%	66,2%	67,5%	87,0%	85,2%	82,3%	90,7%	87,9%	85,6%	82,1%	90,4%
Marża EBITDA adj.	72,5%	86,7%	81,5%	80,5%	87,0%	85,2%	82,3%	90,7%	87,9%	85,6%	82,1%	90,4%
Marża EBIT	6,6%	67,7%	60,4%	57,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża EBIT adj.	6,6%	83,6%	75,6%	70,5%	74,0%	81,1%	77,8%	82,3%	76,7%	81,2%	66,0%	86,1%
Marża netto	2,0%	59,5%	56,7%	52,7%	67,8%	74,3%	71,2%	75,3%	70,3%	74,4%	60,5%	78,8%
Marża netto adj.	2,0%	75,4%	71,9%	65,7%	67,8%	74,3%	71,2%	75,3%	70,3%	74,4%	60,5%	78,8%
ROE	1,9%	63,2%	38,6%	29,6%	37,4%	29,6%	20,9%	45,3%	33,0%	26,5%	25,9%	51,6%
ROE adj.	1,9%	80,1%	49,0%	36,9%	37,4%	29,6%	20,9%	45,3%	33,0%	26,5%	25,9%	51,6%
ROA	1,8%	59,2%	36,7%	27,5%	36,0%	28,8%	20,5%	43,5%	32,2%	25,9%	24,5%	49,2%
ROA adj.	1,8%	75,0%	46,5%	34,3%	36,0%	28,8%	20,5%	43,5%	32,2%	25,9%	24,5%	49,2%
Dług netto	-6,2	-27,6	-50,1	-69,5	-123,4	-141,3	-149,8	-218,6	-184,5	-164,0	-156,6	-240,0
Dług netto / kapitał własny	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Dług netto / EBITDA	-1,2	-1,0	-1,9	-2,2	-2,0	-2,8	-3,8	-1,7	-2,3	-3,1	-2,6	-1,5
Dług netto / EBITDA adj.	-1,2	-0,8	-1,6	-1,9	-2,0	-2,8	-3,8	-1,7	-2,3	-3,1	-2,6	-1,5
Dług netto / EBIT	-13,5	-1,1	-2,1	-2,6	-2,3	-2,9	-4,0	-1,9	-2,7	-3,2	-3,2	-1,6
Dług netto / EBIT adj.	-13,5	-0,9	-1,7	-2,1	-2,3	-2,9	-4,0	-1,9	-2,7	-3,2	-3,2	-1,6
EV	553,0	531,5	509,1	489,7	466,2	448,3	439,9	371,1	405,1	425,6	433,0	349,6
CAPEX / Przychody	-25,2%	-8,8%	-10,4%	-10,9%	-8,3%	-10,2%	-13,7%	-4,9%	-8,1%	-12,7%	-13,2%	-6,7%
CAPEX / Amortyzacja	-38,3%	-287,8%	-177,6%	-108,8%	-63,8%	-252,2%	-299,7%	-58,7%	-72,1%	-287,2%	-82,5%	-155,8%
Amortyzacja / Przychody	66,0%	3,0%	5,9%	10,0%	13,0%	4,1%	4,6%	8,4%	11,2%	4,4%	16,1%	4,3%
Zmiana KO / Przychody	-19,6%	8,4%	0,9%	9,6%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,7%	-1,6%	-0,7%	9,3%	2,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-39,0%	10,3%	20,6%	65,9%	-0,2%	0,4%	0,6%	-1,0%	2,8%	1,6%	58,1%	3,4%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
MC/S*	80,0	14,8	14,2	12,1	8,2	9,8	12,3	4,2	6,5	9,4	7,9	3,4
P/E*	4077,0	25,0	25,1	23,0	12,0	13,2	17,3	5,5	9,3	12,7	13,1	4,3
P/E adj.*	4077,0	19,7	19,7	18,5	12,0	13,2	17,3	5,5	9,3	12,7	13,1	4,3
P/BV*	79,4	15,8	9,7	6,8	4,5	3,9	3,6	2,5	3,1	3,4	3,4	2,2
P/CE*	18,3	659,2	362,9	282,2	323,7	259,1	186,8	398,5	281,7	232,2	233,3	464,9
EV/EBITDA*	109,1	19,9	19,5	15,7	7,4	8,7	11,1	2,9	5,1	8,0	7,1	2,2
EV/EBITDA adj.*	109,1	16,3	15,9	13,2	7,4	8,7	11,1	2,9	5,1	8,0	7,1	2,2
EV/EBIT*	1208,0	20,8	21,4	18,5	8,7	9,2	11,8	3,2	5,8	8,4	8,8	2,3
EV/EBIT adj.*	1208,0	16,9	17,1	15,1	8,7	9,2	11,8	3,2	5,8	8,4	8,8	2,3
EV/S*	79,2	14,1	12,9	10,6	6,5	7,4	9,2	2,6	4,5	6,8	5,8	2,0
BVPS	10,4	52,2	85,1	120,8	182,9	211,2	227,6	329,1	268,6	244,8	242,7	371,5
EPS	0,2	33,0	32,9	35,7	68,3	62,5	47,7	149,1	88,7	64,9	62,8	191,5
EPS adj.	0,2	41,8	41,7	44,6	68,3	62,5	47,7	149,1	88,7	64,9	62,8	191,5
CEPS	45,0	1,2	2,3	2,9	2,5	3,2	4,4	2,1	2,9	3,5	3,5	1,8
CEPS adj.	45,0	1,0	1,8	2,3	2,5	3,2	4,4	2,1	2,9	3,5	3,5	1,8
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,5	22,4	34,1	106,8	63,5	46,5	45,0
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	34,2	31,2	47,7	149,1	88,7	64,9	62,8
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	3,8%	5,8%	18,1%	10,8%	7,9%	7,6%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 823 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**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[grzy 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
<b>kupuj</b>	<b>1 175</b>	-	-	<b>26.05.2021</b>	<b>07:40 CEST</b>	<b>823</b>	<b>64 055</b>

**Objaśnienia używanej terminologii:**

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

**System rekomendacji:**

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

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 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	3	33%	0	0%
Akumuluj	2	22%	0	0%
Trzymaj	2	22%	0	0%
Redukuj	2	22%	1	100%
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](http://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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie 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 w 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 obciążona 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 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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynosić negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową 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 26.05.2021 roku (07:40 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 02.06.2021 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 wyczytane 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 częstotliwość 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 26.05.2021 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 jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.