

Creepy Jar

RAPORT ANALITYCZNY

Utrzymujemy zalecenie KUPUJ dla spółki Creepy Jar podwyższając jednocześnie cenę docelową do 1 200 PLN, czyli 49% powyżej obecnej ceny rynkowej. Spodziewamy się, że w związku z przekroczeniem 3 mln sprzedanych kopii gry „Green Hell” spółka może przebić nasze oczekiwania wynikowe za 4Q’21, a 1Q’22 może okazać się drugim najlepszym okresem pod względem wyników w historii spółki. Kierując się ostatnimi informacjami szacujemy, że w samym styczniu’22 mogło sprzedać się ponad 200 tys. kopii GH. Dodatkowo warto zauważyć, że na ten kwartał przewidziane są dwa bardzo ważne wydarzenia – premiera ostatniego i największego dodatku z serii SoA, co naszym zdaniem istotnie przełoży się na wzrost sprzedaży podstawowej wersji oraz debiut „Green Hella” VR. Uważamy, że 2022 rok będzie dla spółki bardzo dobrym okresem zarówno pod względem finansowym (do czego przyczynią się 3 nowe dodatki PC + 2 konsolowe oraz wersja VR) jak i komunikacji z graczem/rynkami – już w okolicach czerwca-sierpnia’22 rozpocznie się pełnoprawna kampania marketingowa projektu „Chimera”, a jego premiery (EA) spodziewamy się w okolicach 2-3Q’23. Według naszych szacunków spółka wypracuje w 2022/2023 roku odpowiednio 31,0/45,3/45,0 mln PLN skorygowanego zysku netto, co przełoży się na wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 14x. Dodatkowo zwracamy uwagę na korzystny kurs USD/PLN, co również ma istotny wpływ na podniesienie naszych prognoz.

Perspektywa bardzo dobrych wyników

31.01.2022 CRJ poinformował o przekroczeniu 3 mln sprzedanych egzemplarzy gry „Green Hell” na PC, PS oraz Xbox. Spodziewamy się, że w związku z tym, spółka może przebić nasze oczekiwania co do 4Q’21, a 1Q’22 może okazać się drugim najlepszym odczytem w historii spółki. Kierując się wcześniejszymi odczytami i naszymi szacunkami zwracamy uwagę, iż w samym styczniu’22 mogło sprzedać się ponad 200 tys. kopii GH. Ponadto warto zauważyć, że w minionym okresie nie zadebiutował żaden nowy dodatek, a przed nami jeszcze w tym kwartale ostatnie i największe rozszerzenie z serii SoA i „Green Hell” VR.

Dodatki do „Green Hella”

W opublikowanej przez spółkę „roadmapie” na 2022 rok do „GH” widnieją trzy nowe dodatki na PC (ostatni największy z serii SoA przewidziany na 1Q’22, a 2 kolejne związane z rozszerzeniem elementów budowania oraz hodowli zwierząt) jak i dwa zaległe DLC (SoA2 i SoA3) na konsole (CRJ przy okazji zamierza poprawić wydajność gry o ok. 20% w zestawieniu z obecną wersją). Pomimo, iż oferowane są graczom jako duży darmowy, nowy kontent do gry, to mają one istotne przełożenie na sprzedaż podstawowej wersji gry, tym samym na wyniki spółki.

Odsłona „Chimery”

Prace nad drugim projektem warszawskiego dewelopera trwają od końcówki 2019 roku. W 1H’21 zakończono część preprodukcji (zamknięty design) i obecnie trwa etap właściwej produkcji gry. Aktualnie nad grą czuwa zespół złożony z ok. 25 osób, a docelowo ma powiększyć się do 30. CRJ udało się z powodzeniem przejść na silnik Unreal Engine 5. Łączna wartość nakładów poniesionych na produkcję CHIMERY na koniec września’21 wyniosła 2,4 mln PLN, z czego ponad 495 tys. PLN zostało poniesionych w 3Q’21. Docelowy budżet tego projektu jest wstępnie szacowany na ponad 10 mln PLN. Dla dobra tego projektu, CRJ planuje zrobić większe wydarzenie promocyjne. Spółka pracuje nad teaserem gry, a pełnoprawną kampanię marketingową planuje rozpocząć jeszcze w tym roku (patrz na stronę E3, Gamescom, PAX, czyli czerwiec-sierpień’22).

„Green Hell” VR

Flagowa produkcja CRJ portowana na urządzenia VR przez spółkę Incuovo. Premiera tego tytułu planowana jest na 1Q’22, a jej budżet produkcyjny wynosi ponad 2 mln PLN (+ marketing ok. 0,2-0,3 mln PLN). IVO pracuje aktualnie nad trybem kooperacji w „GH” VR - funkcja ta będzie najprawdopodobniej dostępna jako aktualizacja, po wydaniu pierwszej wersji. Spodziewamy się, że spółki od premiery będą dzielić się przychodami ze sprzedaży „Green Hella” VR po połowie.

Dywidenda

Na koniec 3Q’21 spółka dysponowała blisko 50 mln PLN środkami pieniężnymi. Naszym zdaniem Creepy Jar posiada wystarczające środki do ukończenia projektu „Chimera” oraz promocji gry, jak i podzielenia się z akcjonariuszami pierwszą w historii dywidendą. Liczymy, że nastąpi to już w 2022 roku, a jej kwota będzie w okolicach 13,8 mln PLN (czyli 40% z oczyszczonego zysku netto za 2021 rok), co dawałoby stopę dywidendy na poziomie 2,5%.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	3,5	7,0	37,7	46,2	43,7	72,5
EBITDA [mln PLN]	2,6	5,1	26,7	31,9	28,7	59,5
EBITDA adj. [mln PLN]	2,6	5,1	32,7	38,1	34,7	59,5
EBIT [mln PLN]	2,4	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5
EBIT adj. [mln PLN]	2,4	0,5	31,5	36,4	33,3	49,5
Wynik brutto [mln PLN]	2,5	0,3	24,5	31,0	27,3	49,5
Zysk netto [mln PLN]	2,2	0,1	22,4	28,4	25,0	45,3
Zysk netto adj. [mln PLN]	2,2	0,1	28,4	34,6	31,0	45,3
P/BV	79,5	78,0	15,5	8,0	6,9	5,1
P/E	249,1	4002,7	24,5	19,4	22,0	12,8
P/E adj.	249,1	4002,7	19,3	15,9	17,7	12,8
EV/EBITDA	207,6	107,1	19,6	15,4	16,9	8,0
EV/EBITDA adj.	207,6	107,1	16,0	12,9	13,9	8,0
EV/EBIT	223,1	1185,7	20,4	16,3	17,7	9,7
EV/EBIT adj.	223,1	1185,7	16,5	13,5	14,5	9,7

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

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 1 200 PLN

16 LUTY 2021, 07:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	1 200
Wycena końcowa [PLN]	1 200
Potencjał do wzrostu	49%
Koszt kapitału	10,5%
Cena rynkowa [PLN]	808
Kapitalizacja [mln PLN]	549,0
Ilość akcji [mln. szt.]	0,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	859
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	683
Stopa zwrotu za 3 mc	5,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	4,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	-7,1%
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%

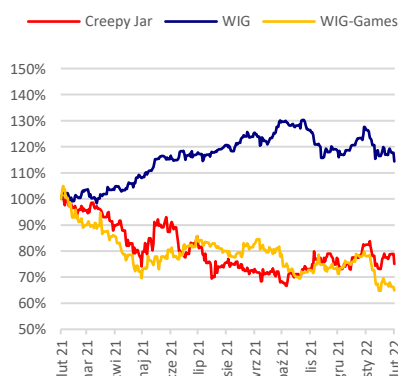
Krzysztof Tkocz

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:

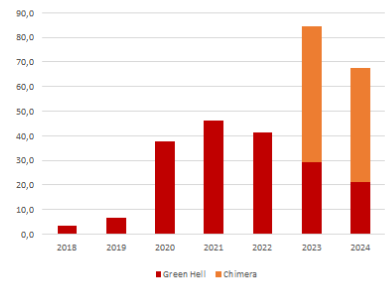
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
CZYNNIKI RYZYKA	11
PRODUKTY SPÓŁKI.....	12
OTOCZENIE RYNKOWE	15
PROGNOZY NA 4Q'21 I KOLEJNE OKRESY.....	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	20
DANE FINANSOWE	21

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

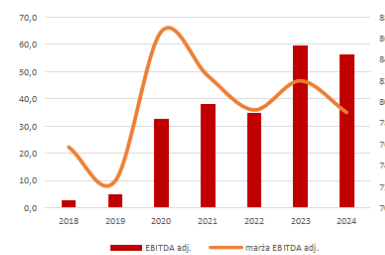
Rachunek wyników [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	3,5	7,0	37,7	46,2	43,7	72,5	71,4
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2
EBITDA	2,6	5,1	26,7	31,9	28,7	59,5	56,4
EBITDA adj.	2,6	5,1	32,7	38,1	34,7	59,5	56,4
EBIT	2,4	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2
EBIT adj.	2,4	0,5	31,5	36,4	33,3	49,5	49,2
Zysk brutto	2,5	0,3	24,5	31,0	27,3	49,5	49,2
Zysk netto	2,2	0,1	22,4	28,4	25,0	45,3	45,0
Zysk netto adj.	2,2	0,1	28,4	34,6	31,0	45,3	45,0
Marża brutto ze sprzedaży	73,9%	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%
Marża EBITDA	75,7%	72,5%	70,7%	69,1%	65,5%	82,0%	79,0%
Marża EBITDA adj.	75,7%	72,5%	86,7%	82,5%	79,3%	82,0%	79,0%
Marża EBIT	70,5%	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%
Marża EBIT adj.	70,5%	6,6%	83,6%	78,8%	76,0%	68,3%	68,9%
Marża zysku netto	63,6%	2,0%	59,5%	61,4%	57,1%	62,5%	63,1%
Marża zysku netto adj.	63,6%	2,0%	75,4%	74,8%	70,8%	62,5%	63,1%
Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Aktywa trwałe	2,6	0,2	3,2	7,9	11,4	7,3	6,7
WNIP	1,5	0,0	0,0	0,9	0,5	0,2	-1,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1,1	0,2	2,4	6,3	10,2	6,4	7,1
Aktywa obrotowe	4,8	7,4	34,7	65,2	72,3	110,3	133,2
Należności krótkoterminowe	1,7	1,2	6,6	7,2	5,8	8,8	9,5
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,0	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3	123,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	7,4	7,6	37,9	73,1	83,7	117,6	139,9
Kapitał własny	6,9	7,0	35,5	68,7	79,9	112,8	135,2
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	0,1	0,5	1,8	2,7	2,2	3,0	3,0
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	7,4	7,6	37,9	73,1	83,7	117,6	139,9
Cash Flow [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,6	5,5	25,1	33,4	27,3	53,2	51,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,2	-2,3	-3,2	-3,5	-4,9	-5,8	-6,6
Przepływy z działalności finansowej	2,4	3,2	21,8	29,8	8,5	35,0	22,3
Przepływy pieniężne netto	2,4	3,2	21,8	29,8	8,5	35,0	22,3
Środki pieniężne na początek okresu	0,6	3,0	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3
Środki pieniężne na koniec okresu	3,0	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3	123,6
Dynamiki [%]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody	-	101,6%	439,2%	22,6%	-5,3%	65,9%	-1,6%
EBITDA	-	93,0%	426,0%	19,7%	-10,1%	107,6%	-5,2%
EBITDA adj.	-	93,0%	544,5%	16,7%	-9,0%	71,6%	-5,2%
EBIT	-	-81,3%	5471,4%	18,4%	-9,8%	81,7%	-0,7%
EBIT adj.	-	-81,3%	6782,0%	15,6%	-8,7%	48,9%	-0,7%
Zysk netto	-	-93,8%	16238,3%	26,6%	-12,0%	81,7%	-0,7%
Zysk netto adj.	-	-93,8%	20612,9%	21,7%	-10,4%	46,5%	-0,7%
Wybrane dane i wskaźniki*	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
ROE	31,9%	1,9%	63,2%	41,3%	31,2%	40,2%	33,3%
ROA	29,8%	1,8%	59,2%	38,8%	29,8%	38,6%	32,2%
Dyld	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	2,1%	3,9%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0	20,3	17,3	31,6
Payout ratio	-	-	-	0%	40%	40%	50%
P/E (x)	249,1	4002,7	24,5	19,4	22,0	12,8	12,9
P/E adj. (x)	249,1	4002,7	19,3	15,9	17,7	12,8	12,9
P/BV (x)	79,5	78,0	15,5	8,0	6,9	5,1	4,3
EV/EBIT (X)	223,1	1185,7	20,4	16,3	17,7	9,7	9,3
EV/EBIT adj. (X)	223,1	1185,7	16,5	13,5	14,5	9,7	9,3
EV/EBITDA (x)	207,6	107,1	19,6	15,4	16,9	8,0	8,1
EV/EBITDA adj. (x)	207,6	107,1	16,0	12,9	13,9	8,0	8,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczenia przy cenie rynkowej 808 PLN.

CRI - udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln PLN]



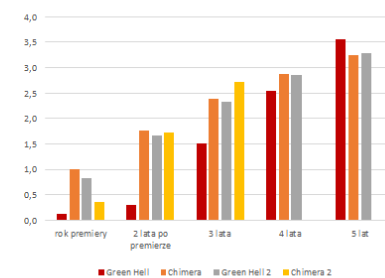
CRI - EBITDA adj./ marża EBITDA [mln PLN, %]



CRI - dane dotyczące poszczególnych tytułów

Tytuł	Cena (USD)			
	EA	Premiera	Data EA	Data premiery
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19
"Chimera"	29,99	34,99	2Q'23	1Q'24
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'26	1Q'27
"Chimera 2"	39,99	44,99	4Q'29	3Q'30

CRI - il. sprzedaż gier w poszczególnych latach po premierze [mln sztuk]



Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier
- 2) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników
- 3) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym
- 4) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami
- 5) Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki
- 6) Ryzyko zróźnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty
- 7) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR
- 8) Ryzyko płynności
- 9) Ryzyko związane z obrotem wtórnym grami spółki

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 1 200 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 1 152 PLN, a do spółek zagranicznych 1 090 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 860,0 mln PLN, czyli **1 200 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	1 200
Wycena porównawcza Polska	0%	1 152
Wycena porównawcza zagranica	0%	1 090
Wycena 1 akcji Creepy Jar [PLN]		1 200

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Green Hell”

Po bardzo dobrym 2020 roku, gdzie dodany w 2Q'20 tryb kooperacyjny zaczął napędzać sprzedaż „Green Hella” co przełożyło się na rekordowe wyniki spółki, przyszedł 2021 r., w którym CRJ dzięki dalszemu rozwojowi projektu (dwa darmowe DLC z serii „Spirits of Amazonia”) oraz konsolowej wersji wygenerował według naszych szacunków kolejny najwyższy poziom adj. EBITDA w historii – wzrost r/r o 16,7% do 38,1 mln PLN.

Już 31.01.2022 r. spółka poinformowała o przekroczeniu 3 mln sprzedanych egzemplarzy gry „Green Hell” na PC, PS oraz Xbox. Wcześniej (27.09.2021) zakomunikowała o przekroczeniu 2,5 mln kopii, co oznacza, że w około 4 miesiące sprzedało się 0,5 mln kopii. Dodatkowo z raportu za 3Q'21 wynika, że w samym 4Q'21 do 16.11.2021 rozeszło się 125 tys. kopii tej gry, stąd na okres 16.11.2021-31.01.2022 przypada ok. 370 tys. Według naszych szacunków w całym 4Q'21 spółka sprzedała ok. 281 tys. kopii „GH”, stąd albo wyniki pobiją nasze prognozy za 4Q'21 albo w styczniu sprzedało się ok. 219 tys. kopii – co przełoży się na bardzo dobre wyniki za 1Q'22. Ponadto warto zauważyć, że w minionym okresie nie zadebiutował żaden nowy dodatek, a przed nami jeszcze w tym kwartale ostatnie i największe rozszerzenie z serii SoA i premiera VRowej wersji „Green Hella”.

Dodatki – spółka cały czas pracuje nad rozwojem swojego flagowego IP, poszerzając go m.in. o nowy kontent i mechaniki. Jeszcze w 1Q'22 czeka nas wyżej wspomniany ostatni i największy dodatek z serii „Spirits of Amazonia” (trzeba pamiętać jednak, że w tym okresie mamy bardzo ciężkie okienko wydawnicze, stąd spółka może zdecydować o debiucie tego DLC w 2Q'22). Ponadto w przedstawionej z końcem 2021 r. roadmapie do GH widnieją dwa kolejne, nowe rozszerzenia do „pecetowej” wersji gry przewidziane 2022 rok. Pierwszym z nich będzie „building update” wprowadzający m.in. nowe możliwości z rozbudowy bazy, drugi natomiast urozmaici rozgrywkę o hodowlę zwierząt. Oprócz tego, jeszcze w tym roku CRJ zamierza nadrobić kontent wersji konsolowej o zaległe dodatki (SoA2, SoA3) oraz przy okazji planuje poprawić wydajność gry o ok. 20% w zestawieniu z obecną wersją. Zdaniem spółki, nowo przedstawione DLC, są znacznie łatwiejsze w produkcji i optymalizacji, stąd liczymy, że wszystkie wyżej wymienione zadebiutują w tym roku, co przełoży się utrzymanie bardzo dobrej sprzedaży podstawowej wersji gry.

Roadmapa gry „Green Hell” na 2022 rok:



Źródło: spółka

VR – flagowy tytuł od Creepy Jar portowany na urządzenia VR (m.in. STEAM VR, Oculus oraz HTC Vive) przez spółkę Incuovo. Debiut tego projektu planowany jest jeszcze na 1Q'22. Budżet produkcyjny gry wynosi ponad 2 mln PLN, a dodatkowo na marketing przewidziane jest 0,2-0,3 mln PLN. Zakładamy, że całość kosztów ponoszona jest przez IVO, natomiast spółki od premiery będą dzielić się przychodami ze sprzedaży „Green Hella” VR po połowie. Incuovo skupia się aktualnie nad trybem kooperacji w „GH” VR - funkcja ta będzie najprawdopodobniej dostępna jako aktualizacja, po wydaniu pierwszej wersji. W naszych szacunkach podchodzimy konserwatywnie do tego projektu, zakładając iż doda on od siebie w tym roku ok. 2,3 mln PLN. Zwracamy jednak uwagę, że może nas on pozytywnie zaskoczyć ze względu na szybko budującą się bazę gogli VR Oculus Quest 2 (już w listopadzie 2021 r. ich sprzedaż przekroczyła liczbę 10 mln sztuk, a według prognoz na przestrzeni 2022 r. baza ta ma powiększyć się do 30 mln., dodatkowo warto podkreślić, że odpowiada on za ponad 50% udziałów w rynku VR) oraz relatywnie niską konkurencję na urządzeniach VR.

„Chimera”

Od końcówki 2019 roku trwają prace nad drugim projektem warszawskiego dewelopera. Będzie to zaawansowany symulator rozwoju bazy wraz z elementami survivalu, z perspektywy pierwszej osoby w scenerii science-fiction. Na przestrzeni pierwszej połowy 2021 r. zakończono jego część preprodukcyjną (zamknięty design), a aktualnie trwa etap właściwej produkcji gry. Obecnie nad „Chimerą” czuwa zespół złożony z ok. 25 osób, docelowo ma w nim się znajdować ok. 30 pracowników. Deweloperowi udało się z sukcesem przejść na silnik Unreal Engine 5, a łączna wartość nakładów poniesionych na produkcję gry na koniec września’21 wyniosła 2,4 mln PLN, z czego ponad 495 tys. PLN zostało poniesionych w 3Q’21. Docelowy budżet tego projektu jest wstępnie szacowany na ponad 10 mln PLN. Tytuł ten od początku będzie oferował użytkownikom możliwość gry w trybie kooperacji dla 4 graczy, co jest bardzo ważnym i pożądanym elementem rozgrywki z perspektywy gracza. „Chimera” będzie dysponowała światem znacznie większym niż ten znany z „Green Hella” (ok. 4x większym). Jednocześnie w kontraście do „GH” gra będzie adresowana do bardziej casualowych graczy.

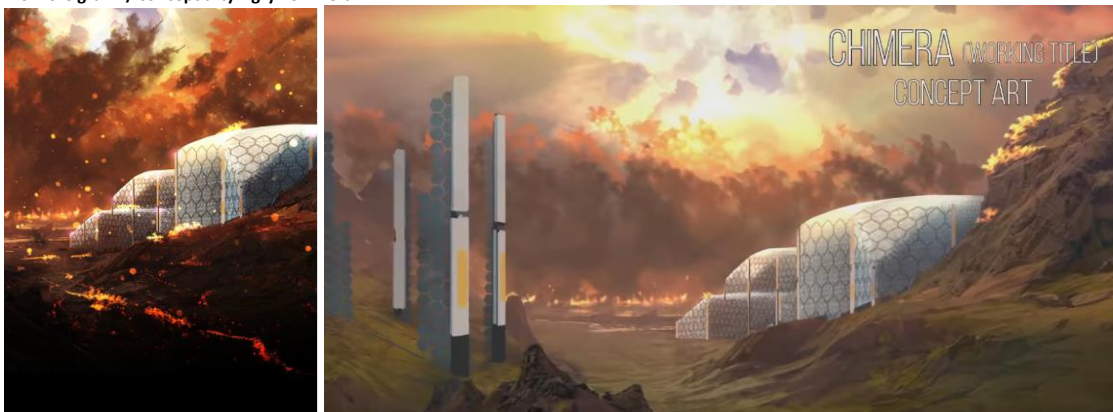
Spółka wśród różnych opcji dystrybucji rozważa między innymi wydanie nowego projektu równoległe na PC oraz na konsole nowej generacji w modelu self-publishingu, ale nie wyklucza również współpracy z wydawcą. W naszej ocenie, największe szanse są na to, że Creepy Jar zdecyduje się na samodzielne wydanie gry w formule EA w 2-3Q’23 (wcześniej zakładaliśmy końcówkę 2022 r., jednak na ostatnich konferencjach spółka informowała, że pod koniec tego roku chce dysponować grywalnym i dobrze wyglądającym produktem – liczymy, że od tego momentu do wydania gry będzie potrzebne kilka miesięcy), już z trybem co-op, jednocześnie na PC i konsole. Spodziewamy się, że pełnoprawna premiera gry będzie miała miejsce w 1H’24. W naszych kalkulacjach spodziewamy się, że koszt produkcji „Chimery” do momentu jej pełnoprawnej premiery sięgnie ok. 13,3 mln PLN. W związku, iż szczegóły „Chimery” owiane są mgłą tajemnicy, podchodzimy do tej gry konserwatywnie zakładając ok. 1,0 mln sprzedanych kopii w rok od momentu pojawienia się na rynku co przełoży się na 55,3 mln PLN przychodów. Dla dobra projektu CRJ planuje zrobić większe wydarzenie promocyjne. Spółka pracuje nad teaserem gry, a pełnoprawną kampanię marketingową planuje rozpocząć jeszcze w tym roku (patrz w stronę E3, Gamescom, PAX, czyli czerwiec-sierpień’22).

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 grudnia 2021 – 3 mln sztuk	95,7%
„Astroneer”	6.02.2019 – PC, X1 15.11.2019 – PS4 23.01.2018 – PC	19,99	nakład około 3 mln kopii	89,8%
„Subnautica”	4.12.2018 – X1, PS4 14.05.2021 - NS	24,99	nakład około 8 mln kopii	95,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pierwsze grafiki/ concept arty z gry „Chimera”



Źródło: spółka

Dywidenda

Na koniec 3Q’21 spółka dysponowała blisko 50 mln PLN środkami pieniężnymi. Naszym zdaniem Creepy Jar posiada wystarczające środki do ukończenia projektu „Chimera” oraz promocji gry, jak i podzielenia się z akcjonariuszami pierwszą w historii dywidendą. Liczymy, że nastąpi to już w 2022 roku, a jej kwota będzie w okolicach 13,8 mln PLN (czyli 40% z oczyszczonego zysku netto za 2021 rok), co dawałoby stopę dywidendy na poziomie 2,5%. W związku z przewidywanymi przez nas dobrymi wynikami i dalszą silną generacją gotówki przy jednocześnie relatywnie niskim capexie, spodziewamy się, że spółka będzie wypłacała dywidendę również w kolejnych latach.

Dalsza perspektywa

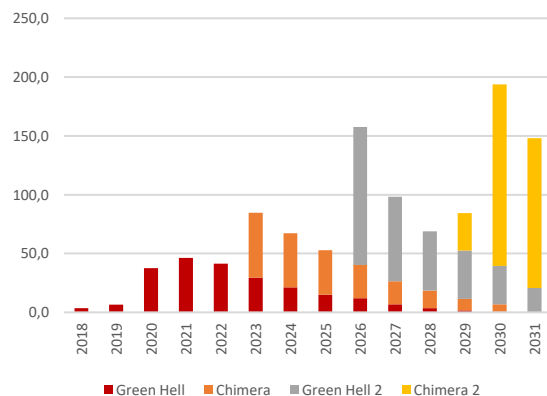
Spółka w swojej strategii zakłada skompletowanie kilku tytułów w ramach własnego portfela produkcyjnego oraz uzyskanie pozycji wiodącego developera w segmencie survival simulation. W naszym modelu zakładamy scenariusz, w którym CRJ będzie jednocześnie skupiał się na tworzeniu jednego nowego projektu co będzie absorbowało większą część mocy produkcyjnych spółki oraz czuwał/ rozwijał o dodatkowy kontent uprzednio wydany tytuł, tym samym wydłużając jego ogon sprzedażowy. Dodatkowo zakładamy, iż we wszystkich kolejnych projektach będzie on jedynym wydawcą swoich produktów. Liczymy, że po dużym sukcesie gry „Green Hell”, spółka nie porzuci tego IP i kolejnym rozwijanym projektem po „Chimerze” będzie jego seaquel. Prognozujemy również, że z każdą kolejną produkcją spółka będzie podnosiła budżety oraz stopniowo powiększała liczebność studia. Zakładamy, że cykl produkcji nowych (EA + premiera) będzie zajmował warszawskiemu 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	2Q'23	1Q'24	1,0	1,8	2,4
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'26	1Q'27	1,0	1,8	2,5
"Chimera 2"	39,99	44,99	4Q'29	3Q'30	1,3	-	-

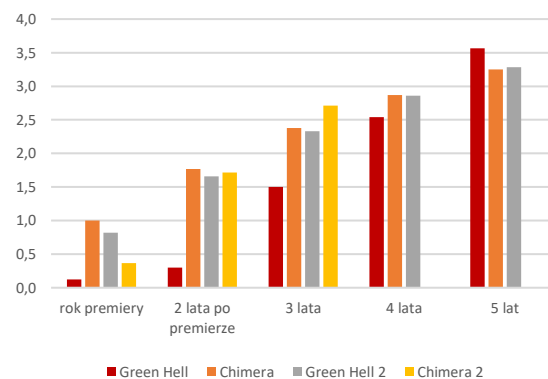
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Popularność gier survivalowych

Gry survivalowe od dawna cieszą się dużym zainteresowaniem wśród graczy, jednak to ostatnie lata przyniosły im największą popularność. W zeszłym roku swoją drugą młodość przeżywała gra „Rust”, a jej sprzedaż po blisko 8 latach od debiutu (wydana w EA w grudniu 2013 r.) przebiła 12 mln kopii. Zainteresowanie tym tytułem utrzymuje się cały czas na bardzo wysokim poziomie, o czym może świadczyć dzienna aktywność graczy na platformie Steam (ok. 100-150 tys.). Kolejną produkcją z tego gatunku, która podbiła w ostatnim czasie serca graczy jest „Valheim”. Tytuł ten zadebiutował w trybie wczesnego dostępu na początku lutego'21, od tego momentu jego sprzedaż przekroczyła 8 mln kopii, a dzienna aktywność graczy kształtuje się na poziomie 40-50 tys. Inną produkcją, która pierwszy raz zadebiutowała kilka lat temu (EA – czerwiec 2015r.) i cały czas utrzymuje bardzo wysokie zainteresowanie graczy (60-100 tys. dziennie) jest „Ark: Survival Evolved”, którego sprzedaż przekroczyła 20 mln egzemplarzy. Liczby te są imponujące, rozgrzewają wyobraźnię i obrazują jak bardzo „chłonna” i popularna jest ta nisza. Dodatkowo warto również zwrócić uwagę na wysokie pozycjonowanie się tego typu gier w zestawieniu najbardziej wyczekiwanych tytułów. Już na czwartym miejscu tego rankingu znajduje się tytuł „The Day Before” (survivalowe MMO z otwartym światem osadzone w śmiertelnie niebezpiecznej, postpandemicznej Ameryce), a na dziewiątym miejscu plasuje się „Frostpunk 2” od naszego rodzimego 11 bit studios.

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 wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 1 200 PLN/akcję**, czyli 49% 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 4,5% vs 3,0% poprzednio), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że rok 2021 spółka zakończyła z wynikiem 46,2 mln PLN przychodów, 38,1 mln PLN adj. EBITDA oraz 34,6 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- W 2022 roku zakładamy kontynuację dobrej sprzedaży gry „Green Hell” zarówno na PC jak i konsolach, do czego przyczynią się dodatki (3 na PC + 2 PS/Xbox). Liczymy, że VRowa wersja gry wesprze wyniki tego okresu – ujmujemy część należną CRJ (50% przychodów z każdej sprzedanej kopii). W całym 2022 roku szacujemy 43,7 mln PLN przychodów, 34,7 mln PLN adj. EBITDA oraz 31,0 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- Prognozujemy, że podobnie jak to było z grą „Green Hell”, taki i projekt „Chimera” może zadebiutować w formule early access, jednak z wolniejszym przebiegiem prac vs nasze wcześniejsze założenia przesuwamy w naszym modelu to wydarzenie z 4Q’22 na 2Q’23. Liczymy, że pełnoprawna premiera gry będzie miała miejsce w okolicach 1H’24. Spodziewamy się, budżet tego przedsięwzięcia sięgnie 13,3 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. 1,0 mln sztuk „Chimery” co przełoży się na 55,3 mln PLN przychodów.
- W naszym modelu zakładamy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcję 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 2022 roku spółka zatrudni ok. 5 dodatkowych osób do projektu „Chimera”, tym samym na koniec 2022 r. jej zespoły będą liczyły łącznie 35 osób. Zakładamy, że w kolejnych latach liczba zatrudnionych 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) pozostawienie 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 już w 2022 roku a jej kwota będzie w okolicach 13,8 mln PLN (czyli 40% z oczyszczonego zysku netto za 2021 rok), co dawałoby stopę dywidendy na poziomie 2,5%.
- W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN dla poszczególnych lat 2022/2023/2024/2025+ odpowiednio na poziomach: 4,034/ 4,227/ 4,164/ 4,105– 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 16 lutego 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 860,0 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 1 200 PLN.

Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	46,2	43,7	72,5	71,4	55,1	161,4	100,0	70,1	85,7	194,6	153,0
EBIT [mln PLN]	30,2	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
Stopa podatkowa	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,6	2,3	4,2	4,2	3,4	11,0	6,2	4,5	4,2	13,1	11,0
NOPLAT [mln PLN]	27,6	24,9	45,3	45,0	36,7	117,3	66,4	47,8	44,5	139,5	117,4
Amortyzacja [mln PLN]	1,7	1,4	10,0	7,2	2,5	12,6	12,1	3,4	15,1	9,9	2,8
CAPEX [mln PLN]	-3,6	-5,3	-6,2	-7,9	-7,4	-8,2	-8,8	-9,9	-12,4	-14,5	-16,5
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]	-0,1	0,9	-2,1	-0,7	0,9	-1,2	0,9	-1,2	-3,7	-1,4	-2,6
FCF [mln PLN]	25,6	21,9	46,9	43,5	32,6	120,6	70,6	40,1	43,4	133,5	101,1
DFCF [mln PLN]	25,6	20,1	38,9	32,7	22,2	74,1	39,3	20,2	19,8	55,0	37,7
Suma DFCF [mln PLN]		360,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		1 186,6	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		442,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		802,7									
Dług netto 2021 [mln PLN]		-57,3									
Wartość kapitału [mln PLN]		860,0									
Ilość akcji [mln szt.]		0,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		1 200									

Przychody zmiana r/r	-5,3%	65,9%	-1,6%	-22,8%	193,1%	-38,0%	-30,0%	22,4%	126,9%	-21,4%
EBIT zmiana r/r	-9,8%	81,7%	-0,7%	-18,5%	220,0%	-43,4%	-27,9%	-7,0%	213,6%	-15,9%
FCF zmiana r/r	-14,4%	114,0%	-7,3%	-25,0%	269,4%	-41,5%	-43,2%	8,2%	207,5%	-24,3%
Marża EBITDA	65,5%	82,0%	79,0%	77,3%	87,3%	84,7%	79,6%	74,4%	83,5%	85,7%
Marża EBIT	62,3%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża NOPLAT	57,0%	62,4%	63,0%	66,6%	72,7%	66,4%	68,3%	51,9%	71,7%	76,7%
CAPEX / Przychody	12,1%	8,5%	11,1%	13,5%	5,1%	8,8%	14,1%	14,5%	7,5%	10,8%
CAPEX / Amortyzacja	375,3%	62,0%	109,9%	302,4%	64,7%	73,0%	290,6%	82,2%	146,1%	586,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,1%	2,9%	1,0%	-1,7%	0,7%	-0,9%	1,8%	4,4%	0,7%	1,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	36,9%	7,3%	-60,7%	5,8%	1,1%	1,5%	-4,1%	23,9%	1,3%	-6,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
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	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	0,9	1 232	1 273	1 320	1 373	1 435	1 507	1 592	1 694	1 819
	1,0	1 158	1 194	1 233	1 278	1 330	1 389	1 458	1 540	1 638
	1,1	1 093	1 123	1 157	1 195	1 239	1 288	1 345	1 411	1 489
	1,2	1 035	1 061	1 090	1 122	1 159	1 200	1 248	1 302	1 366
	1,3	982	1 005	1 030	1 058	1 089	1 124	1 164	1 209	1 262
	1,4	934	954	976	1 000	1 027	1 057	1 090	1 129	1 172
	1,5	890	908	927	948	971	997	1 026	1 058	1 095

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%	1 388	1 444	1 509	1 584	1 672	1 778	1 907	2 067	2 272
	4%	1 187	1 224	1 267	1 315	1 370	1 434	1 509	1 598	1 706
	5%	1 035	1 061	1 090	1 122	1 159	1 200	1 248	1 302	1 366
	6%	916	935	956	978	1 004	1 032	1 064	1 099	1 140
	7%	821	835	850	867	885	905	927	951	979
	8%	744	754	766	778	791	806	822	839	858
	9%	679	687	696	705	715	726	738	751	765

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%	2 020	1 929	1 849	1 778	1 715	1 659	1 609	1 563	1 522
	4,0%	1 627	1 553	1 489	1 434	1 385	1 341	1 303	1 268	1 236
	5,0%	1 355	1 295	1 245	1 200	1 162	1 128	1 097	1 070	1 046
	6,0%	1 157	1 109	1 067	1 032	1 001	974	950	928	909
	7,0%	1 007	967	934	905	880	858	839	821	806
	8,0%	890	857	829	806	785	767	752	738	725
	9,0%	796	769	746	726	709	695	682	670	660

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 **1 152 PLN**, natomiast do globalnych **1 090 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		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 BIT STUDIOS	89,4	9,8	14,5	62,9	6,6	7,9
CD PROJEKT	38,1	42,9	52,0	25,8	28,8	28,8
PCF GROUP	22,4	23,6	16,4	16,3	16,6	13,0
PLAYWAY	15,0	13,2	11,3	11,1	9,7	8,0
Mediana	30,2	18,4	15,4	21,1	13,1	10,5
Creepy Jar	17,7	12,8	12,9	13,9	8,0	8,1
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	58,6%	69,4%	83,3%	66,2%	61,2%	77,2%
Wycena wg wskaźnika *	1 378,3	1 163,8	969,9	1 172,0	1 233,1	997,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 171			1 134	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1 152					

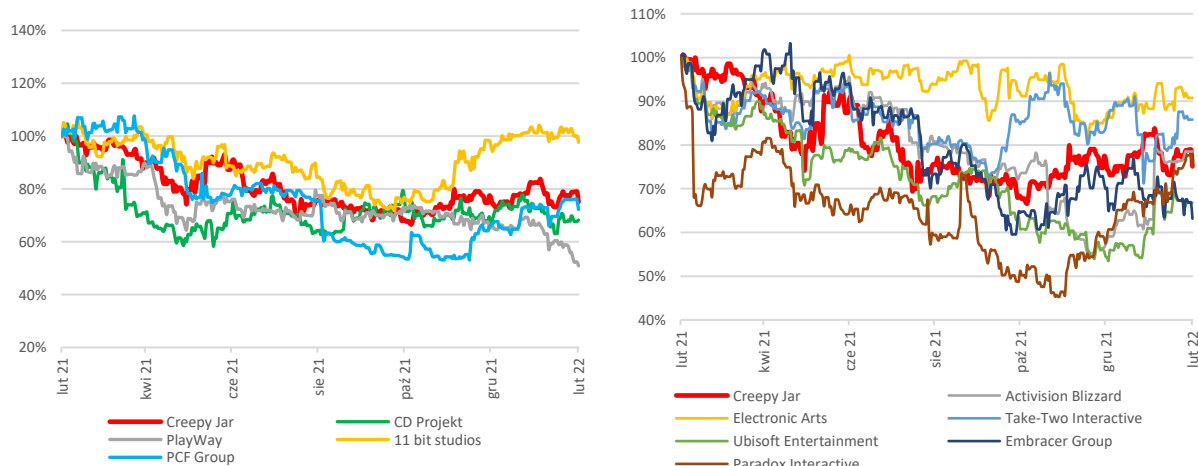
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *- oczyszczone o PM

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
ACTIVISION BLIZZARD INC	22,4	18,2	17,3	14,3	11,3	10,1
ELECTRONIC ARTS INC	18,8	17,6	16,2	13,0	12,4	11,1
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	34,4	26,7	20,0	23,0	18,1	13,1
UBISOFT ENTERTAINMENT	23,3	19,7	17,1	7,8	6,1	5,2
EMBRACER GROUP AB	23,9	15,8	13,2	12,8	8,4	6,6
CAPCOM CO LTD	24,2	22,3	20,4	14,2	12,5	10,8
PARADOX INTERACTIVE AB	34,5	30,5	26,4	15,7	13,6	11,7
Mediana	23,9	19,7	17,3	14,2	13,6	10,8
Creepy Jar	17,7	12,8	12,9	13,9	8,0	8,1
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	74,1%	64,9%	74,3%	98,0%	59,2%	74,8%
Wycena wg wskaźnika *	1 090,9	1 245,5	1 087,7	822,9	1 269,8	1 023,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 141			1 039	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1 090					

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

Zachowanie kursów od lutego 2021 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 nieprzewidywalnego 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

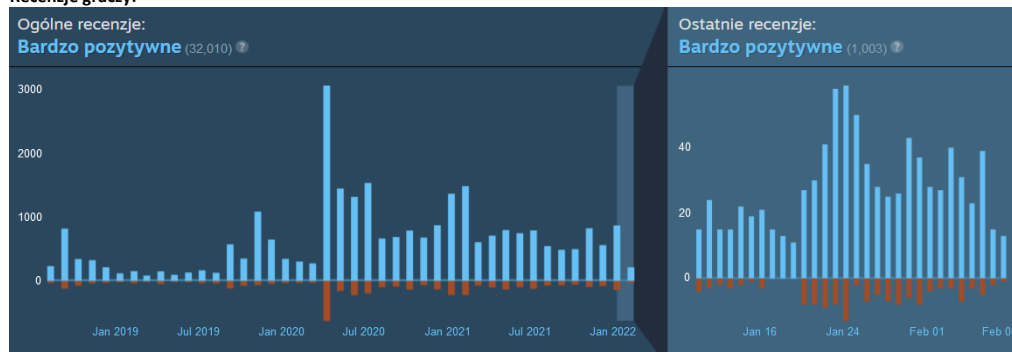
Gry należą do produktów często rozpowszechnianych nielegalnie, zarówno bez zgody i wiedzy producenta, jak i wydawcy. Jest to globalny i powszechny problem wpływający negatywnie na światowy rynek gier komputerowych. Nielegalne rozpowszechnianie gier zmniejsza przychody uprawnionych dystrybutorów, a tym 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 dystrybuje 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.

PRODUKTY SPÓŁKI

„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 43,3 tys. recenzji z czego aż ponad 87% jest pozytywnych.

Recenzje graczy:



Źródło: store.steampowered.com

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

Data	Grafika	Opis
29.08.2018		EARLY ACCESS 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.
06.02.2019		COMBAT UPDATE •nowy ludzki przeciwnik •system zbroi, pułapki na ludzkich przeciwników •nowe zachowania przeciwników •nowy system obrażeń •nowe wyzwania
05.09.2019		STORY MODE UPDATE Wprowadzenie do gry trybu fabularnego oraz rozszerzenie zawartości poprzez dodanie nowej mapy oraz nowych wyzwań.
07.04.2020		CO-OP MODE UPDATE 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.

Źródło: spółka

Roadmapa gry „Green Hell” na 2022 rok:

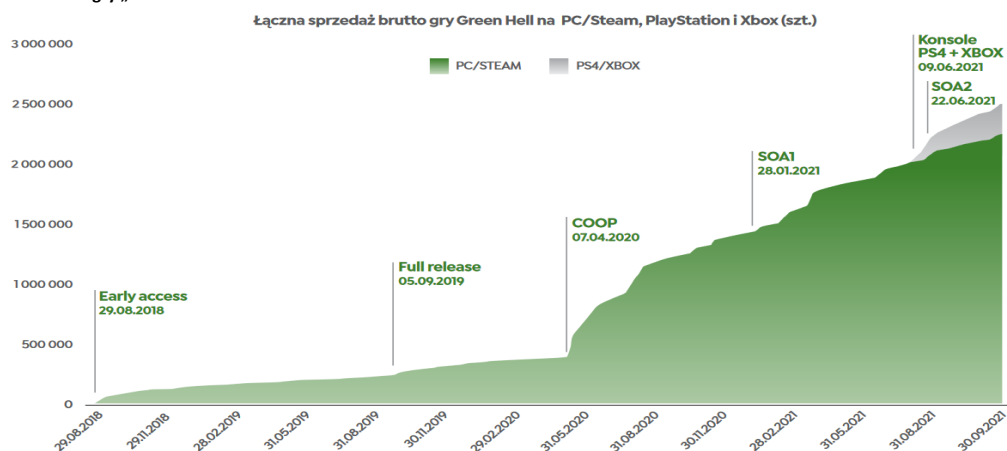


Źródło: spółka

Road mapa przedstawia najważniejsze plany rozwoju produkcji w wersji PC oraz na konsole PlayStation 4 i Xbox One w 2022 roku. Nowa roadmapa "Green Hell" 2022 zawiera:

- "Spirits of Amazonia Part 3": trzecia największa i ostatnia część cyklu "Spirits of Amazonia", która będzie bezpłatnie udostępniona graczom posiadającym podstawową wersję gry na PC.
- Building update: gracze będą teraz mieli możliwość wycinania większych drzew oraz usuwania takich przeszkód, jak kłody i pnie, co zapewni im większą elastyczność podczas budowania bazy. Wprowadzone zostaną też nowe elementy: drzwi, mosty, domki na drzewie i wiele innych. Aktualizacja będzie dostępna na PC w przyszłym roku, z kolei wersja na konsole planowana jest w późniejszym terminie.
- Animal husbandry: do gry wprowadzona zostanie możliwość hodowli zwierząt. Gracze będą mogli złapać, karmić i rozmnażać niektóre ze stworzeń lasu deszczowego, aby pozyskać niezbędne do przeżycia w dziczy surowce. Aktualizacja będzie dostępna na PC w przyszłym roku, z kolei wersja na konsole planowana jest w późniejszym terminie.
- Green Hell na konsole: wszystkie dodatki z serii Spirits of Amazonia będą dostępne na PlayStation 4 i Xbox One w 2022 r.

Dane sprzedażowe gry „Green Hell”:



Źródło: spółka

- W dniu 31 stycznia 2022 r. sprzedaż brutto „Green Hell” od daty premiery w trybie wczesnego dostępu, poprzez platformę STEAM, PlayStation Store i Microsoft Store przekroczyła poziom 3,0 mln sztuk sprzedanych egzemplarzy. Jednocześnie liczba graczy nadal oczekujących na zakup gry, mających dodaną ją na tzw. liście życzeń („wishlista”) przekroczyła 1,2 mln osób.

- „Green Hell” VR – flagowa produkcja CRJ portowana na urządzenia VR (PCVR i Oculus Quest) przez spółkę Incuovo. Premiera tego tytułu planowana jest na 1Q'22, a jej budżet produkcyjny wynosi ponad 2 mln PLN (+ marketing ok. 0,2-0,3 mln PLN). Spółka pracuje nad trybem kooperacji w „GH” VR - funkcja ta będzie najprawdopodobniej dostępna jako aktualizacja, po wydaniu pierwszej wersji. Karta Steam dostępna pod linkiem: <https://tinyurl.com/3zt43bxd> . Umowa Incuovo z Creepy Jar przewiduje, że spółki od premiery będą dzielić się przychodami ze sprzedaży „Green Hella” VR po połowie.

„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. Jednocześnie w kontraście do „Green Hell” gra będzie adresowana do bardziej casualowych graczy.

- 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. Ponadto CRJ nie wyklucza współpracy z potencjalnym wydawcą.
- 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 na koniec września'21 wyniosła 2,4 mln PLN, z czego ponad 495 tys. PLN zostało poniesionych w 3Q'21.
- 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.
- Tytuł ten od początku będzie oferował użytkownikom możliwość gry w trybie kooperacji dla 4 graczy.
- W 1H'21 zakończono część preprodukcyjną (mają zamknięty design gry) i obecnie trwa etap właściwej produkcji gry. Aktualnie w pracę nad projektem jest zaangażowana większość zespołu produkcyjnego spółki, spółka planuje rozszerzyć go o co najmniej 5 dodatkowych osób, tak żeby jego docelowa wielkość wynosiła ok. 30 deweloperów. CRJ udało się przejść z powodzeniem na Unreal Engine 5. „Chimera” będzie miała dużo większy świat niż GH.
- Dla dobra tego projektu, CRJ planuje zrobić większe wydarzenie marketingowe. Spółka pracuje nad teaserem gry, a pełnoprawną kampanię marketingową planuje rozpocząć jeszcze w tym roku (patrz w stronę E3, Gamescom, PAX).
- „Chimera” ma być tytułem zapewniającym wysoką grywalność podobną do takich gier jak np. Subnautica (nakład około 8 mln kopii), Astroneer (nakład około 3 mln kopii) czy „Satisfactory”, która do grudnia'21 sprzedała się w nakładzie 3 mln kopii.
- Nowy produkt będzie miał co najmniej 4 letni cykl życia, z potencjałem do rozbudowy o dodatkowe bezpłatne aktualizacje oraz rozszerzenia.

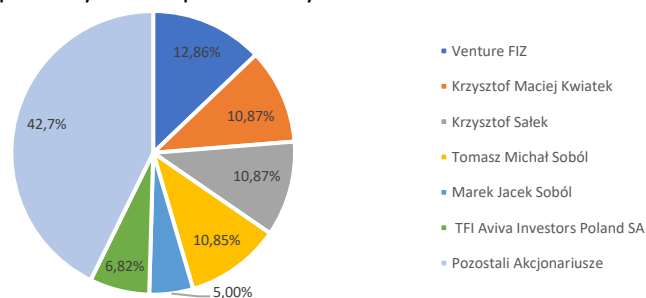
Gry podobne grywalnością do „Chimery”

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 międzygwiezdne 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.
„Subnautica Below Zero”	14.05.2021 – PC, PS4, PS5, X1, XSX, NS		Samodzielny dodatek do podwodnej gry survivalowej Subnautica, w którym gracz trafia na skute lodem tereny planety 4546B.

Źródło: spółka

Gatunek survival simulation - podgatunek komputerowej gry akcji, który zdobywa coraz większą popularność. Gracz – przeniesiony do nieprzyjawnego 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.

Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym



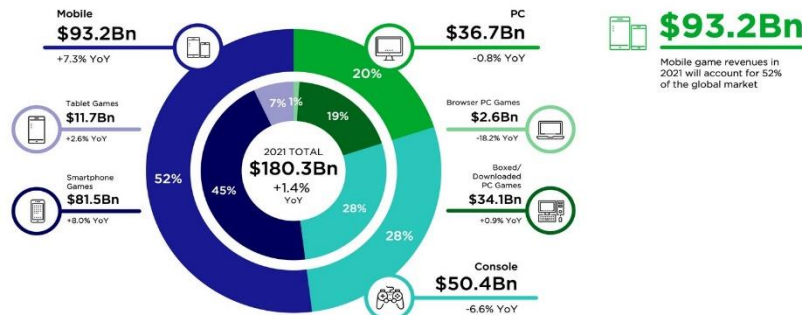
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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.

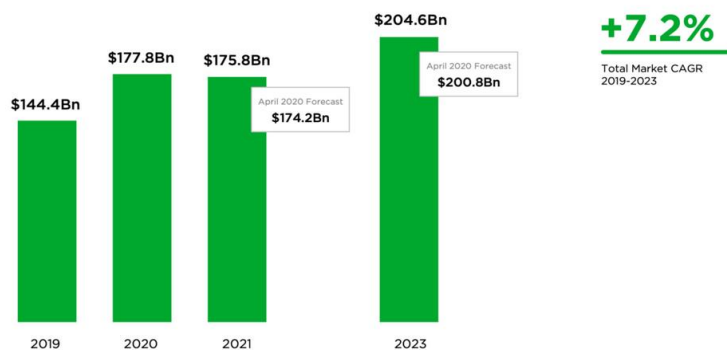
Firma analityczna Newzoo prognozuje wzrost wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków udało się przebić liczby z 2020 roku, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Wzrost wartości rynku gier w 2021 roku miał być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w omawianym roku wartość miała urosnąć do poziomu 180,3 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (+1,4% r/r). Analitycy rozpoczynali 2021 rok z myślą, że rynek w związku z opóźnieniami wielu gier AAA, braku półprzewodników, niedoboru dostaw sprzętu nie dorówna 2020 r. Jednak pod koniec minionego roku zdali sobie sprawę, że pomimo tych przeciwności rynek w 2021 r. pójdzie do przodu. 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



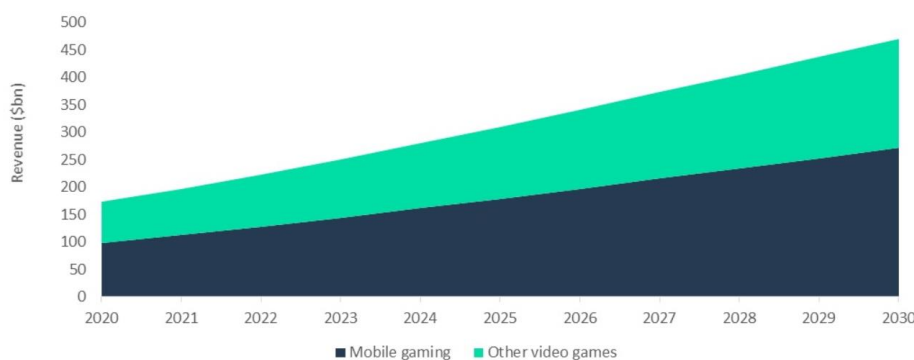
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2019-2023



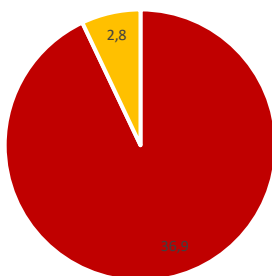
Źródło: Newzoo

Globalne przychody z rynku gier wideo 2020-2030 [mln USD]



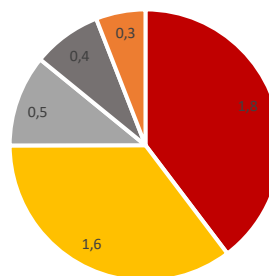
Źródło: GlobalData Thematic Research

Ameryka Północna



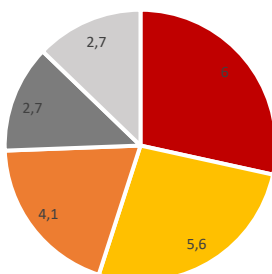
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



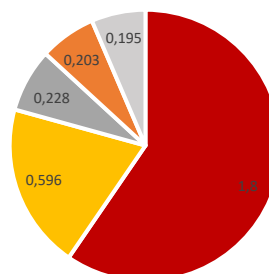
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



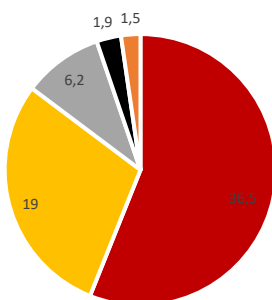
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



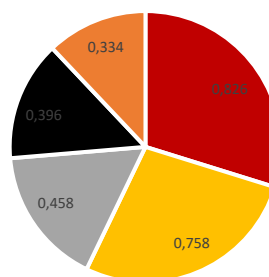
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

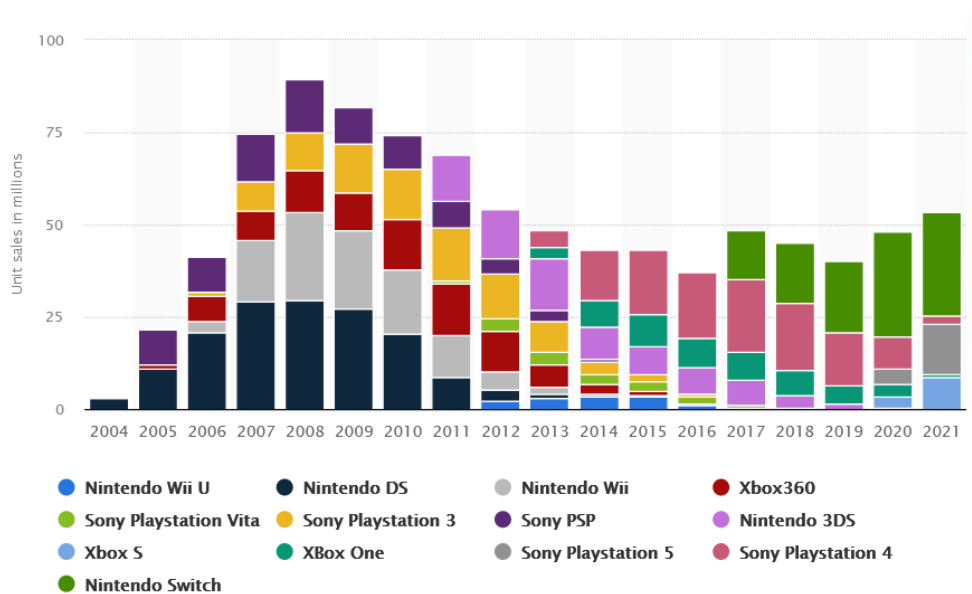
Bliski Wschód i Afryka



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

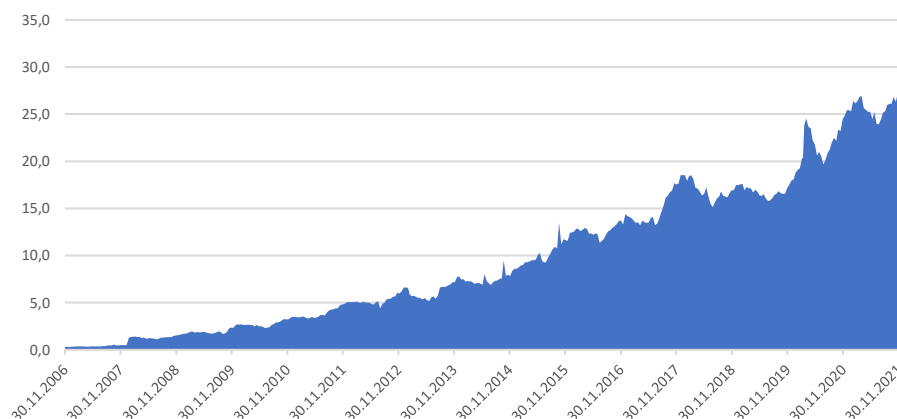
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych konsol w rynku



Źródło: statista.com

Steam – liczba użytkowników [mln sztuk]



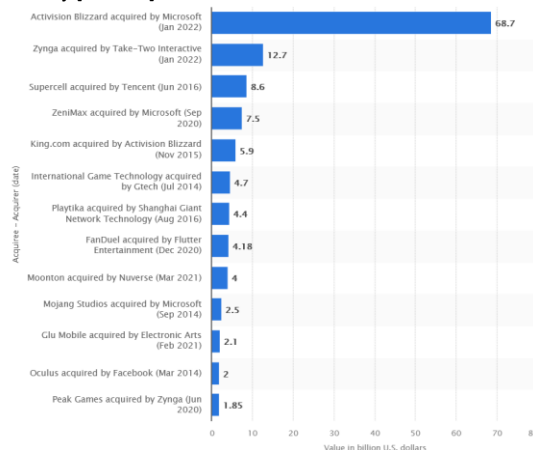
Źródło: steamdb.info; Dom Maklerski BDM S.A.

TOP 10 państw pod względem wielkości przychodów w 2021 roku

	Market	Revenue (USD)	Players
1.	China	46.01B	685.48M
2.	United States	40.54B	191.12M
3.	Japan	22.09B	75.62M
4.	South Korea	7.55B	33.01M
5.	Germany	5.87B	46.12M
6.	United Kingdom	5.31B	37.66M
7.	France	4.13B	38.08M
8.	Canada	3.69B	20.98M
9.	Italy	3.29B	36.55M
10.	Spain	2.33B	29.73M

Źródło: Newzoo

Największe przejęcia w branży gier wideo na świecie według wartości transakcji [mld USD]



Źródło: statista.com

PROGNOZY NA 4Q'21 I KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników na 4Q'2021

	4Q'20	4Q'21P	zmiana r/r	2020	2021P	zmiana r/r
Przychody	7,0	10,9	54,4%	37,7	46,2	22,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	4,3	6,9	62,5%	25,5	30,2	18,4%
EBITDA	4,3	7,2	66,7%	26,7	31,9	19,7%
EBITDA adj.	5,7	8,7	52,1%	32,7	38,1	16,7%
EBIT	4,3	6,9	62,7%	25,5	30,2	18,4%
EBIT adj.	5,7	8,4	49,0%	31,5	36,4	15,6%
Zysk brutto	3,9	6,9	77,1%	24,5	31,0	26,8%
Zysk netto	6,6	7,2	9,3%	22,4	28,4	26,6%
Zysk netto adj.	8,0	8,7	8,9%	28,4	34,6	21,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	60,7%	63,8%		67,7%	65,4%	
Marża EBITDA	61,4%	66,3%		70,7%	69,1%	
Marża EBITDA adj.	81,3%	80,1%		86,7%	82,5%	
Marża EBIT	60,6%	63,9%		67,7%	65,4%	
Marża EBIT adj.	80,5%	77,7%		83,6%	78,8%	
Marża zysku netto	93,8%	66,4%		59,5%	61,4%	
Marża zysku netto adj.	113,7%	80,2%		75,4%	74,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Dla Creepy Jar 4Q'21 to okres dalszej dobrej sprzedaży gry „Green Hell” wspieranej licznymi sezonowymi wyprzedażami. Z naszych obliczeń wynika, że w minionym kwartale udało się sprzedać ok. 281 tys. kopii tej produkcji, z czego blisko 68% stanowiła wersja PC – ok. 191 tys./ 32% - ok. 90 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS). W całym w 4Q'21 prognozujemy 10,9 mln PLN przychodów, 6,9 mln PLN EBIT oraz 8,7 mln PLN oczyszczonego zysku netto.

Creepy Jar opublikował w grudniu nową roadmapę gry „Green Hell”, która przewiduje m.in. "building update" i dostępność wszystkich dodatków z serii "Spirits of Amazonia" na PlayStation 4 i Xbox One w 2022 r. Nowa roadmapa zawiera: **1)"Spirits of Amazonia Part 3"**: trzecia i ostatnia część cyklu "SoA", która będzie bezpłatnie udostępniona graczom posiadającym podstawową wersję gry. **2)Building update**: gracze będą teraz mieli możliwość wycinania większych drzew oraz usuwania takich przeszkód, jak kłody i pnie, co zapewni im większą elastyczność podczas budowania bazy. Wprowadzone zostaną też nowe elementy: drzwi, mosty, domki na drzewie i wiele innych. **3)Animal husbandry**: do gry wprowadzona zostanie możliwość hodowli zwierząt. Gracze będą mogli złapać, karmić i rozmnażać niektóre ze stworzeń lasu deszczowego, aby pozyskać niezbędne do przeżycia w dziczy surowce. **4) Green Hell na konsole**: wszystkie dodatki z serii Spirits of Amazonia będą dostępne na PlayStation 4 i Xbox One w 2022r.

„Chimera” -> spółka jeszcze nie zdecydowała o formie wydania tego projektu, Early Access jest prawdopodobny, bo ten model w GH się sprawdził. Gra będzie posiadała „niekończący” się horyzont rozgrywki. Już na starcie da znacznie więcej godzin grania niż GH. Tryb fabularny – kilkanaście godzin żeby przejść story, czyli 3x więcej niż GH.

Jeżeli w tym roku spółka podejmie decyzję o wypłacie dywidendy to będzie uwzględniła ona bufor bezpieczeństwa, czyli środki, które wystarczą do wyprodukowania dwóch kolejnych gier. Najpóźniej przy etapie zatwierdzania sprawozdania za 2021 r. wyrażą swoje stanowisko co do podziału zysków z akcjonariuszami.

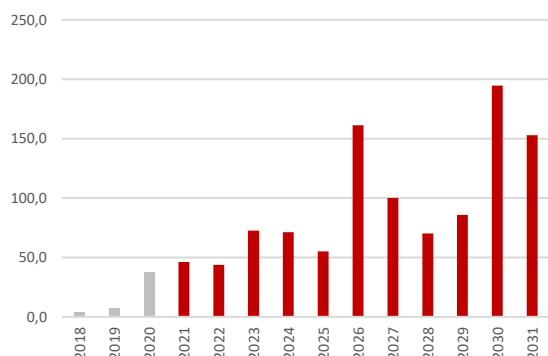
„Green Hell 2” – CRJ ma już koncepcję gry. Spółce wydaje się, że będzie to atrakcyjniejszy i lepszy produkt vs pierwsza część.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

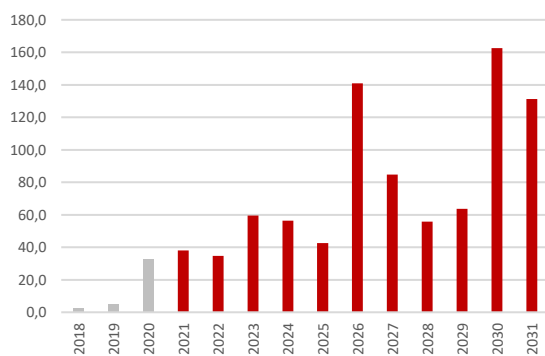
	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	3,5	7,0	37,7	46,2	43,7	72,5	71,4	55,1	161,4	100,0	70,1	85,7	194,6	153,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2,6	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
EBITDA	2,6	5,1	26,7	31,9	28,7	59,5	56,4	42,5	140,9	84,7	55,7	63,7	162,5	131,2
EBITDA adj.	2,6	5,1	32,7	38,1	34,7	59,5	56,4	42,5	140,9	84,7	55,7	63,7	162,5	131,2
EBIT	2,4	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
EBIT adj.	2,4	0,5	31,5	36,4	33,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
Zysk brutto	2,5	0,3	24,5	31,0	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
Zysk netto	2,2	0,1	22,4	28,4	25,0	45,3	45,0	36,7	117,5	66,5	47,9	44,6	139,7	125,0
Zysk netto adj.	2,2	0,1	28,4	34,6	31,0	45,3	45,0	36,7	117,5	66,5	47,9	44,6	139,7	125,0
Marża brutto	73,9%	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża EBITDA	75,7%	72,5%	70,7%	69,1%	65,5%	82,0%	79,0%	77,3%	87,3%	84,7%	79,6%	74,4%	83,5%	85,7%
Marża EBITDA adj.	75,7%	72,5%	86,7%	82,5%	79,3%	82,0%	79,0%	77,3%	87,3%	84,7%	79,6%	74,4%	83,5%	85,7%
Marża EBIT	70,5%	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża EBIT adj.	70,5%	6,6%	83,6%	78,8%	76,0%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża zysku netto	63,6%	2,0%	59,5%	61,4%	57,1%	62,5%	63,1%	66,7%	72,8%	66,5%	68,4%	52,0%	71,8%	81,7%
Marża zysku netto adj.	63,6%	2,0%	75,4%	74,8%	70,8%	62,5%	63,1%	66,7%	72,8%	66,5%	68,4%	52,0%	71,8%	81,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

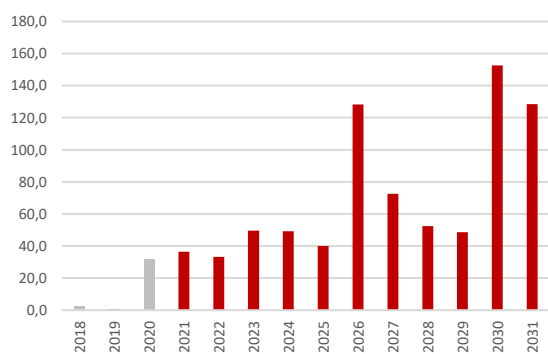
Przychody [mln PLN]



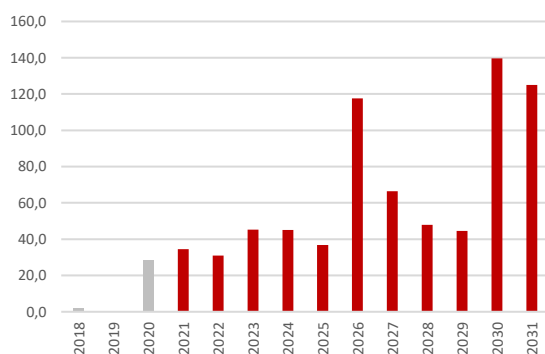
EBITDA adj. [mln PLN]



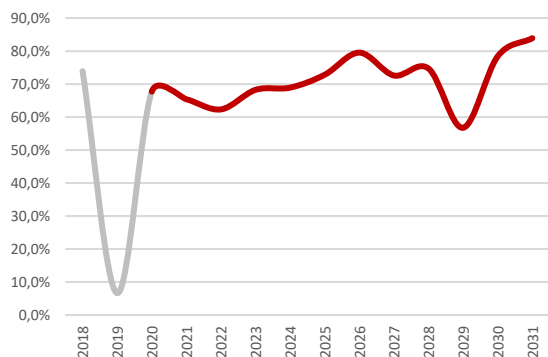
EBIT adj. [mln PLN]



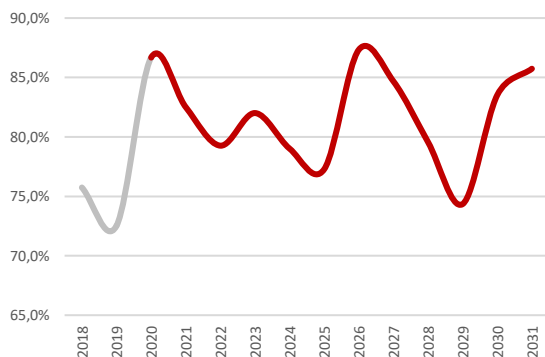
Zysk netto adj. [mln PLN]



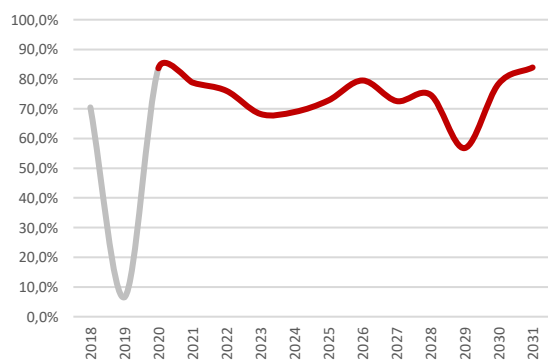
Rentowność brutto ze sprzedaży [%]



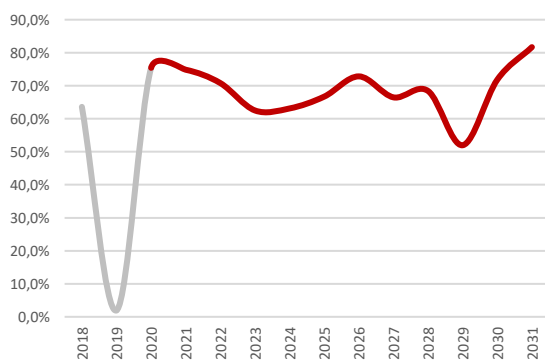
Rentowność EBITDA adj. [%]



Rentowność EBIT adj. [%]



Rentowność netto adj. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W związku z lepszą sprzedażą gry „Green Hell” osiąganą przez spółkę i tym samym lepszymi wynikami finansowymi niż nasze oczekiwania z ostatniej rekomendacji oraz prognozami wyższego kursu USD/PLN, podnosimy szacunki odnośnie dalszej monetyzacji tego tytułu. Ponadto, w związku z wolniejszym przebiegiem prac od naszych założeń, przesuwamy w modelu debiut (EA) projektu „Chimera” z 4Q’22 na 2Q’23. Dodatkowo w związku z „Polskim Ładem” spodziewamy się większego wzrostu kosztów wynagrodzeń vs ostatnie prognozy.

Zmiana prognoz wyników za 4Q’20-4Q’21 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 26.05.2021 [mln PLN]

	1Q’20	2Q’20	3Q’20	4Q’20	1Q’21	2Q’21	3Q’21	4Q’21P
POPZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	1,2	21,9	7,6	7,0	8,2	12,6	8,6	9,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,1	4,9	6,2
EBITDA	0,7	20,5	1,1	4,3	5,4	8,8	5,4	6,5
EBITDA adj.	0,7	20,5	5,7	5,7	6,9	10,3	6,9	8,0
EBIT	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,1	4,9	6,2
EBIT adj.	0,7	19,5	5,6	5,7	6,1	9,6	6,4	7,7
Zysk brutto	0,9	19,1	0,6	3,9	5,2	8,1	4,9	6,2
Zysk netto	0,8	15,2	-0,3	6,6	4,7	7,4	4,5	5,7
Zysk netto adj.	0,8	15,2	4,3	8,0	6,2	8,9	6,0	7,2
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	1,2	21,9	7,6	7,0	8,2	13,0	14,1	10,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,8	9,9	6,9
EBITDA	0,7	20,5	1,1	4,3	5,4	9,2	10,1	7,2
EBITDA adj.	0,7	20,5	5,7	5,7	6,9	10,9	11,8	8,7
EBIT	0,7	19,5	1,0	4,3	4,6	8,8	9,9	6,9
EBIT adj.	0,7	19,5	5,6	5,7	6,1	10,5	11,6	8,4
Zysk brutto	0,9	19,1	0,6	3,9	5,2	8,5	10,4	6,9
Zysk netto	0,8	15,2	-0,3	6,6	4,8	7,3	9,1	7,2
Zysk netto adj.	0,8	15,2	4,3	8,0	6,3	9,0	10,8	8,7
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	3,2%	63,5%	9,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	8,3%	102,6%	11,9%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	4,5%	87,0%	10,9%
EBITDA adj.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,4%	5,8%	71,0%	8,9%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,8%	8,3%	102,7%	12,0%
EBIT adj.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%	9,4%	81,7%	9,7%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	4,3%	112,7%	12,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%	-1,6%	101,7%	26,7%
Zysk netto adj.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,3%	1,1%	79,6%	21,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 26.05.2021 [mln PLN]

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
POPZEDNIA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	39,4	46,1	72,2	60,3	47,9	141,8	90,4	62,5	74,4	174,1
„Green Hell”	39,4	30,2	25,1	20,6	14,2	10,2	5,4	2,8	1,2	0,4
„Chimera”	0,0	15,9	47,1	39,7	33,7	26,3	18,7	13,0	8,0	5,3
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	105,3	66,2	46,7	37,8	30,3
„Chimera 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,3	138,1
AKTUALNA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	46,2	43,7	72,5	71,4	55,1	161,4	100,0	70,1	85,7	194,6
„Green Hell”	46,2	41,4	29,3	21,2	15,0	12,0	6,8	3,7	1,5	0,5
„Chimera”	0,0	0,0	55,3	46,1	37,9	28,2	19,7	14,8	10,0	6,3
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	117,5	71,7	50,3	40,9	32,6
„Chimera 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	31,7	154,5
ZMIANA %										
Przychody [mln PLN]	17,2%	-5,1%	0,4%	18,4%	14,8%	13,8%	10,7%	12,1%	15,3%	11,8%
„Green Hell”	17,2%	37,1%	16,7%	3,1%	5,2%	17,6%	24,8%	29,7%	26,8%	29,5%
„Chimera”	-	-100,0%	17,4%	16,2%	12,6%	7,0%	5,2%	13,8%	24,8%	18,9%
„Green Hell 2”	-	-	-	-	-	11,6%	8,4%	7,8%	8,4%	7,7%
„Chimera 2”	-	-	-	-	-	-	-	-	16,1%	11,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 26.05.2021 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	39,4	46,2	17,2%	46,1	43,7	-5,1%	72,2	72,5	0,5%
Wynik brutto ze sprzedaży	23,8	30,2	26,9%	26,5	27,3	2,9%	53,5	49,5	-7,4%
EBITDA	26,1	31,9	22,2%	31,1	28,7	-7,8%	62,8	59,5	-5,3%
EBITDA adj.	32,1	38,1	18,7%	37,1	34,7	-6,6%	62,8	59,5	-5,3%
EBIT	23,8	30,2	26,9%	26,5	27,3	2,9%	53,5	49,5	-7,4%
EBIT adj.	29,8	36,4	22,2%	32,5	33,3	2,3%	53,5	49,5	-7,4%
Wynik brutto	24,4	31,0	27,1%	26,5	27,3	2,9%	53,5	49,5	-7,4%
Wynik netto	22,3	28,4	27,2%	24,3	25,0	2,7%	49,0	45,3	-7,5%
Wynik netto adj.	28,3	34,6	22,1%	30,3	31,0	2,2%	49,0	45,3	-7,5%
marża brutto	60,4%	65,4%		57,5%	62,3%		74,0%	68,3%	
marża EBITDA	66,2%	69,1%		67,5%	65,5%		87,0%	82,0%	
marża EBITDA adj.	81,5%	82,5%		80,5%	79,3%		87,0%	82,0%	
marża EBIT	60,4%	65,4%		57,5%	62,3%		74,0%	68,3%	
marża EBIT adj.	75,6%	78,8%		70,5%	76,0%		74,0%	68,3%	
marża netto	56,7%	61,4%		52,7%	57,1%		67,8%	62,5%	
marża netto adj.	71,9%	74,8%		65,7%	70,8%		67,8%	62,5%	
USD/ PLN	3,697	3,862	4,5%	3,692	4,034	9,3%	3,646	4,227	15,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	0,2	3,2	7,9	11,4	7,3	6,7	12,8	8,3	12,0	11,6	8,9	13,5	27,2
WNiP	0,0	0,0	0,9	0,5	0,2	-1,2	0,0	0,0	6,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,7	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	0,2	2,4	6,3	10,2	6,4	7,1	12,0	7,6	4,3	10,8	8,1	12,7	26,4
Aktywa obrotowe	7,4	34,7	65,2	72,3	110,3	133,2	140,9	228,1	173,0	154,0	155,7	246,7	217,0
Należności krótkoterminowe	1,2	6,6	7,2	5,8	8,8	9,5	8,2	11,3	9,9	10,3	16,5	18,3	19,6
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3	123,6	132,6	216,6	162,9	143,5	139,1	228,2	197,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	7,6	37,9	73,1	83,7	117,6	139,9	153,7	236,5	184,9	165,6	164,6	260,2	244,1
Kapitał własny	7,0	35,5	68,7	79,9	112,8	135,2	149,4	230,2	179,2	160,6	157,2	252,4	237,7
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	1,8	2,7	2,2	3,0	3,0	2,6	4,6	4,0	3,3	5,7	6,1	4,8
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
Pasywa razem	7,6	37,9	73,1	83,7	117,6	139,9	153,7	236,5	184,9	165,6	164,6	260,2	244,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	7,0	37,7	46,2	43,7	72,5	71,4	55,1	161,4	100,0	70,1	85,7	194,6	153,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
EBITDA	5,1	26,7	31,9	28,7	59,5	56,4	42,5	140,9	84,7	55,7	63,7	162,5	131,2
EBITDA adj.	5,1	32,7	38,1	34,7	59,5	56,4	42,5	140,9	84,7	55,7	63,7	162,5	131,2
Amortyzacja	4,6	1,1	1,7	1,4	10,0	7,2	2,5	12,6	12,1	3,4	15,1	9,9	2,8
EBIT	0,5	25,5	30,2	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
EBIT adj.	0,5	31,5	36,4	33,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
Saldo działalności finansowej	-0,1	-1,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zysk (strata) brutto	0,3	24,5	31,0	27,3	49,5	49,2	40,1	128,3	72,6	52,3	48,7	152,6	128,4
Zysk (strata) netto	0,1	22,4	28,4	25,0	45,3	45,0	36,7	117,5	66,5	47,9	44,6	139,7	125,0
Zysk (strata) netto adj.	0,1	28,4	34,6	31,0	45,3	45,0	36,7	117,5	66,5	47,9	44,6	139,7	125,0
CF [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,5	25,1	33,4	27,3	53,2	51,5	40,1	128,9	79,5	50,1	55,9	148,3	125,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-3,2	-3,5	-4,9	-5,8	-6,6	-8,6	-8,2	-15,7	-3,0	-12,4	-14,5	-16,5
Przepływy z działalności finansowej	3,2	21,8	29,8	8,5	35,0	22,3	9,0	84,1	-53,7	-19,4	-4,4	89,2	-31,0
Przepływy pieniężne netto	3,2	21,8	29,8	8,5	35,0	22,3	9,0	84,1	-53,7	-19,4	-4,4	89,2	-31,0
Środki pieniężne na początek okresu	3,0	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3	123,6	132,6	216,6	162,9	143,5	139,1	228,2
Środki pieniężne na koniec okresu	6,2	28,0	57,8	66,3	101,3	123,6	132,6	216,6	162,9	143,5	139,1	228,2	197,2

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	2031P
Przychody zmiana r/r	101,6%	439,2%	22,6%	-5,3%	65,9%	-1,6%	-22,8%	193,1%	-38,0%	-30,0%	22,4%	126,9%	-21,4%
EBITDA zmiana r/r	93,0%	426,0%	19,7%	-10,1%	107,6%	-5,2%	-24,5%	231,2%	-39,9%	-34,2%	14,4%	154,9%	-19,3%
EBITDA adj. zmiana r/r	93,0%	544,5%	16,7%	-9,0%	71,6%	-5,2%	-24,5%	231,2%	-39,9%	-34,2%	14,4%	154,9%	-19,3%
EBIT zmiana r/r	-81,3%	5471,4%	18,4%	-9,8%	81,7%	-0,7%	-18,5%	220,0%	-43,4%	-27,9%	-7,0%	213,6%	-15,9%
EBIT adj. zmiana r/r	-81,3%	6782,0%	15,6%	-8,7%	48,9%	-0,7%	-18,5%	220,0%	-43,4%	-27,9%	-7,0%	213,6%	-15,9%
Zysk netto zmiana r/r	-93,8%	16238,3%	26,6%	-12,0%	81,7%	-0,7%	-18,5%	220,0%	-43,4%	-27,9%	-7,0%	213,6%	-10,5%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-93,8%	20612,9%	21,7%	-10,4%	46,5%	-0,7%	-18,5%	220,0%	-43,4%	-27,9%	-7,0%	213,6%	-10,5%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża EBITDA	72,5%	70,7%	69,1%	65,5%	82,0%	79,0%	77,3%	87,3%	84,7%	79,6%	74,4%	83,5%	85,7%
Marża EBITDA adj.	72,5%	86,7%	82,5%	79,3%	82,0%	79,0%	77,3%	87,3%	84,7%	79,6%	74,4%	83,5%	85,7%
Marża EBIT	6,6%	67,7%	65,4%	62,3%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża EBIT adj.	6,6%	83,6%	78,8%	76,0%	68,3%	68,9%	72,8%	79,5%	72,6%	74,7%	56,8%	78,4%	83,9%
Marża netto	2,0%	59,5%	61,4%	57,1%	62,5%	63,1%	66,7%	72,8%	66,5%	68,4%	52,0%	71,8%	81,7%
Marża netto adj.	2,0%	75,4%	74,8%	70,8%	62,5%	63,1%	66,7%	72,8%	66,5%	68,4%	52,0%	71,8%	81,7%
ROE	1,9%	63,2%	41,3%	31,2%	40,2%	33,3%	24,6%	51,0%	37,1%	29,8%	28,3%	55,4%	52,6%
ROE adj.	1,9%	80,1%	50,3%	38,8%	40,2%	33,3%	24,6%	51,0%	37,1%	29,8%	28,3%	55,4%	52,6%
ROA	1,8%	59,2%	38,8%	29,8%	38,6%	32,2%	23,9%	49,7%	36,0%	28,9%	27,1%	53,7%	51,2%
ROA adj.	1,8%	75,0%	47,3%	37,0%	38,6%	32,2%	23,9%	49,7%	36,0%	28,9%	27,1%	53,7%	51,2%
Dług netto	-6,2	-27,6	-57,3	-65,9	-100,4	-122,9	-132,0	-214,7	-162,0	-142,8	-137,1	-225,6	-119,1
Dług netto / kapitał własny	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,5
Dług netto / EBITDA	-1,2	-1,0	-1,8	-2,3	-1,7	-2,2	-3,1	-1,5	-1,9	-2,6	-2,2	-1,4	-0,9
Dług netto / EBITDA adj.	-1,2	-0,8	-1,5	-1,9	-1,7	-2,2	-3,1	-1,5	-1,9	-2,6	-2,2	-1,4	-0,9
Dług netto / EBIT	-13,5	-1,1	-1,9	-2,4	-2,0	-2,5	-3,3	-1,7	-2,2	-2,7	-2,8	-1,5	-0,9
Dług netto / EBIT adj.	-13,5	-0,9	-1,6	-2,0	-2,0	-2,5	-3,3	-1,7	-2,2	-2,7	-2,8	-1,5	-0,9
EV	542,8	521,3	491,7	483,1	478,4	456,0	446,9	364,2	416,9	436,1	441,8	353,2	459,8
CAPEX / Przychody	25,2%	8,8%	7,8%	12,1%	8,5%	11,1%	13,5%	5,1%	8,8%	14,1%	14,5%	7,5%	10,8%
CAPEX / Amortyzacja	38,3%	287,8%	213,8%	375,3%	62,0%	109,9%	302,4%	64,7%	73,0%	290,6%	82,2%	146,1%	586,4%
Amortyzacja / Przychody	66,0%	3,0%	3,7%	3,2%	13,8%	10,1%	4,5%	7,8%	12,1%	4,9%	17,6%	5,1%	1,8%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-9,7%	0,2%	2,1%	-2,9%	-1,0%	1,7%	-0,7%	0,9%	-1,8%	-4,4%	-0,7%	-1,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	-11,9%	0,8%	-36,9%	-7,3%	60,7%	-5,8%	-1,1%	-1,5%	4,1%	-23,9%	-1,3%	6,3%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MC/S*	78,6	14,6	11,9	12,6	8,0	8,1	10,5	3,6	5,8	8,3	6,8	3,0	3,8
P/E*	4002,7	24,5	19,4	22,0	12,8	12,9	15,8	4,9	8,7	12,1	13,0	4,1	4,6
P/E adj.*	4002,7	19,3	15,9	17,7	12,8	12,9	15,8	4,9	8,7	12,1	13,0	4,1	4,6
P/BV*	78,0	15,5	8,0	6,9	5,1	4,3	3,9	2,5	3,2	3,6	3,7	2,3	2,4
P/CE*	17,9	647,2	396,6	304,3	361,8	294,5	223,8	438,3	329,8	269,9	258,9	494,6	512,1
EV/EBITDA*	107,1	19,6	15,4	16,9	8,0	8,1	10,5	2,6	4,9	7,8	6,9	2,2	3,5
EV/EBITDA adj.*	107,1	16,0	12,9	13,9	8,0	8,1	10,5	2,6	4,9	7,8	6,9	2,2	3,5
EV/EBIT*	1185,7	20,4	16,3	17,7	9,7	9,3	11,1	2,8	5,7	8,3	9,1	2,3	3,6
EV/EBIT adj.*	1185,7	16,5	13,5	14,5	9,7	9,3	11,1	2,8	5,7	8,3	9,1	2,3	3,6
EV/S*	77,7	13,8	10,6	11,0	6,6	6,4	8,1	2,3	4,2	6,2	5,2	1,8	3,0
BVPS	10,4	52,2	101,2	117,6	157,5	188,7	208,5	321,3	250,1	224,2	219,5	352,3	331,7
EPS	0,2	33,0	41,7	36,7	63,3	62,9	51,3	164,0	92,8	66,9	62,2	195,0	174,4
EPS adj.	0,2	41,8	50,9	45,6	63,3	62,9	51,3	164,0	92,8	66,9	62,2	195,0	174,4
CEPS	45,0	1,2	2,0	2,7	2,2	2,7	3,6	1,8	2,4	3,0	3,1	1,6	1,6
CEPS adj.	45,0	1,0	1,7	2,1	2,2	2,7	3,6	1,8	2,4	3,0	3,1	1,6	1,6
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	13,8	12,4	22,7	22,5	36,7	117,5	66,5	47,9	44,6	139,7
DPS	0,0	0,0	0,0	20,3	17,3	31,6	31,4	51,3	164,0	92,8	66,9	62,2	195,0
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	2,1%	3,9%	3,9%	6,3%	20,3%	11,5%	8,3%	7,7%	24,1%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	40,0%	50,0%	50,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 808 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

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

Krzysztof Tkocz

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

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

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

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	1 200	kupuj	1 175	16.02.2022	07:00 CEST	808	67 532
kupuj	1 175	-	-	26.05.2021	08:00 CEST	823	64 055

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 1Q'22*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
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 badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest 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 przynoszący 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 16.02.2022 roku (07:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 23.02.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nieaktualne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy 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 15.02.2022 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 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 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.