



Dom Maklerski BDM S.A.

## CD Projekt

### RAPORT ANALITYCZNY

Dzięki dalszym naprawczym działaniom spółki (patch 1.6, oceny w ostatnim miesiącu na poziomie 92% pozytywnych) nad „Cyberpunk 2077” oraz wydanemu serialowi „Cyberpunk: Edgerunners” pierwszy raz od premiery gry, wrzesień pokazał potencjał jaki drzemie w tym IP. Według naszych szacunków w 3Q'22 rozeszło się ok. 1,2 mln kopii „CP” i był to wynik o ok. 50% wyższy q/q. Ponadto na ostatniej konferencji CDR poinformował o tym, że obserwuje teraz lepszą sprzedaż, niż przed premierą EDGERUNNERS i bezpośrednio po tej premierze. Tym samym liczymy na poprawę monetyzacji tego tytułu w kolejnych kwartałach oraz wydłużenie jego ogona sprzedażowego. W 2023 r. zadebiutuje „Widmo Wolności”, czyli płatne rozszerzenie do gry „Cyberpunk 2077”. Pomimo iż dodatek ten nie trafi na konsole starej generacji prognozujemy, że jego sprzedaż będzie kształtowała się na poziomie 20% sprzedaży „podstawki” (po odjęciu konsol starej generacji), w związku z czym w istotny sposób przełoży się to na poprawę wyników spółki w 2023r. Pragniemy również zauważyć, że oczekiwania co do tego rozszerzenia i jego kontentu kształtują się na poziomie rozmiarów DLC do „W3”. Biorąc jednak pod uwagę czas poświęcony na produkcję oraz planowane tylko jedno rozszerzenie, uważamy że CDR jest w stanie zaskoczyć skalą tego przedsięwzięcia, co może przełożyć się na jeszcze lepszą sprzedaż vs nasze założenia. Dodatkowo jesteśmy pozytywnie zbudowani przedstawioną na początku października'22 aktualizacją długoterminowej strategii spółki. Uważamy, że cele przedstawione przez CDR są ambitne, a ich realizacja pozwoli wejść deweloperowi gier na nowy, znacznie wyższy poziom. Ponadto, spodziewamy się, że aktualizacja „Wiedźmina 3” do wersji next-gen oraz kolejne produkcje od Netflixa będą istotnym wsparciem wyników spółki w 4Q'22. Dodatkowo uważamy, że w latach bez premier (2024-25) istotnym czynnikiem wspierającym sentyment do CDR okażą się stopniowo odsłaniane informacje o nowych projektach, nad którymi pracują. Mając powyższe na uwadze podwyższamy nasze zalecenie z redukcji do AKUMULUJ z ceną docelową na poziomie 143 PLN/ akcję, czyli 9% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Dzięki dalszym naprawczym działaniom spółki (patch 1.6) nad „Cyberpunk 2077” oraz wydanemu serialowi „Cyberpunk: Edgerunners” (przez miesiąc utrzymywał się na liście 10 najbardziej popularnych nieanglojęzycznych programów na Netflixie), pierwszy raz od premiery gry, wrzesień pokazał potencjał jaki drzemie w tym IP. W tym okresie, w peaku na platformie Steam w „CP” jednocześnie grało 136,7 tys. osób, gra zajmowała wysokie miejsca w rankingu „top sellers”, a recenzje znacząco się poprawiły (w ostatnim miesiącu są w 92% pozytywne vs 78% całościowa ocena). Według naszych szacunków w 3Q'22 rozeszło się ok. 1,2 mln kopii „CP” i był to wyniki o ok. 50% wyższy q/q. Ponadto na ostatniej konferencji CDR poinformował o tym, że obserwuje teraz lepszą sprzedaż, niż przed premierą EDGERUNNERS i bezpośrednio po tej premierze. Liczymy na utrzymanie poprawy monetyzacji w kolejnych kwartałach oraz wydłużenie ogona sprzedażowego gry. Spodziewamy się, że kolejnymi zabiegami taki jak np. drugi sezon wyżej wspomnianego anime czy nowy serial przeznaczony do szerszego grona odbiorców, spółka umiejętnie będzie podtrzymywała zainteresowanie tą produkcją.

W 2023r. będzie miała miejsce premiera płatnego rozszerzenia do gry „Cyberpunk 2077”. W naszym modelu zakładamy debiut DLC w 2Q'23, z ceną na poziomie 25 USD. Pomimo iż dodatek ten nie trafi na konsole starej generacji prognozujemy, że jego sprzedaż będzie kształtowała się na poziomie 20% sprzedaży „podstawki” (po odjęciu konsol starej generacji), w związku z czym w istotny sposób przełoży się na poprawę wyników spółki w 2023r. Pragniemy również zauważyć, że oczekiwania co do tego rozszerzenia i jego kontentu kształtują się na poziomie rozmiarów DLC do „W3”. Biorąc jednak pod uwagę czas poświęcony na produkcję oraz planowane tylko jedno rozszerzenie, uważamy że CDR może nas zaskoczyć pozytywnie skalą tego przedsięwzięcia, co może przełożyć się na jeszcze lepszą sprzedaż vs nasze założenia.

Na początku października'22 CD Projekt zaskoczył inwestorów skalą aktualizacji swojej strategii długoterminowej. Rynek oczekiwał zaledwie odświeżenia, tej przedstawionej w marcu'21 po premierze gry „Cyberpunk 2077”. W strategii spółka podzieliła się z inwestorami planami odnośnie swoich głównych franczyz oraz rozszerzenia ich o kolejne nowe IP. Uważamy, że cele przedstawione przez CDR są ambitne, a ich realizacja pozwoli wejść deweloperowi gier na nowy, znacznie wyższy poziom. Trzeba jednak mieć na uwadze, że więcej realizowanych projektów będzie wiązało się ze znacznym powiększeniem sił deweloperskich (aktualnie ok. 800 deweloperów w grupie), co przełoży się również na wyższe koszty i nakłady inwestycyjne. Liczymy jednak, że bufor bezpieczeństwa w postaci łącznej wartości rezerw finansowych (1,1 mld PLN na koniec 3Q'22) oraz środki generowane przez jej podstawową działalność będą wystarczające aby sfinansować planowane projekty.

14 grudnia'22 miała miejsce premiera next-genowej aktualizacji „Wiedźmina 3” (PS5, Xbox Series X/S), która dla posiadaczy gry została udostępniona za darmo (w kwietniu'22 spółka informowała o sprzedaży ponad 40 mln kopii „W3”). Update ten wprowadza m.in. takie zmiany jak: lepsza grafika i wyższa wydajność, ray tracing, szybsze ładowanie, integracja z modami czy dodatek związany z serialem Netflixa. Uważamy, że wydarzenie to, w połączeniu z nowym serialem opartym na wiedźmińskim IP „Wiedźmin: Rodowód Krwi”, który będzie miał premierę 25.12.2022r. istotnie wesprze wyniki za 4Q'22. Liczymy, że dzięki adaptacjom filmowym/ serialowym (w lecie 2023. pojawi się trzeci sezon serialu „Wiedźmin”), utrzyma się wysokie zainteresowanie wśród graczy tym IP, co będzie przekładało się na dalszą solidną sprzedaż „W3”.

|                        | 2019  | 2020    | 2021  | 2022P | 2023P   | 2024P |
|------------------------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|
| Przychody [mln PLN]    | 521,3 | 2 138,9 | 888,2 | 894,4 | 1 111,0 | 769,1 |
| EBITDA [mln PLN]       | 217,8 | 1 424,7 | 337,6 | 453,7 | 611,4   | 310,6 |
| EBIT [mln PLN]         | 180,3 | 1 157,1 | 232,9 | 322,8 | 474,8   | 190,1 |
| Wynik brutto [mln PLN] | 189,2 | 1 164,9 | 219,1 | 360,8 | 488,6   | 204,0 |
| Zysk netto [mln PLN]   | 175,3 | 1 154,3 | 208,9 | 296,2 | 430,4   | 179,7 |
| P/BV                   | 11,5  | 6,0     | 7,0   | 6,7   | 5,8     | 5,7   |
| P/E                    | 72,4  | 11,4    | 63,6  | 44,5  | 30,6    | 73,3  |
| EV/EBITDA              | 56,1  | 8,7     | 36,6  | 27,3  | 19,9    | 39,5  |
| EV/EBIT                | 67,8  | 10,8    | 53,1  | 38,4  | 25,7    | 64,6  |
| DPS                    | 1,1   | 0,0     | 5,0   | 1,0   | 1,5     | 1,3   |
| DY                     | 0,8%  | 0,0%    | 3,8%  | 0,8%  | 1,1%    | 1,0%  |

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.

## AKUMULUJ

(POPRZEDNIO: REDUKUJ)

WYCENA 143 PLN

16 GRUDNIA 2022, 12:50 CET

|                                      |            |
|--------------------------------------|------------|
| Wycena DCF [PLN]                     | 165        |
| Wycena porównawcza – zagranica [PLN] | 56         |
| <b>Wycena końcowa [PLN]</b>          | <b>143</b> |
| <b>Potencjał do wzrostu</b>          | <b>+9%</b> |
| Koszt kapitału                       | 13,0%      |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Cena rynkowa [PLN]      | 132,0 |
| Kapitalizacja [mld PLN] | 13,3  |
| Ilość akcji [mln. szt.] | 100,7 |

|                               |       |
|-------------------------------|-------|
| Cena maksymalna za 6 mc [PLN] | 147,5 |
| Cena minimalna za 6 mc [PLN]  | 77,9  |

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Stopa zwrotu za 3 mc | 46,3%  |
| Stopa zwrotu za 6 mc | 43,5%  |
| Stopa zwrotu za 9 mc | -23,6% |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Struktura akcjonariatu: |       |
| Marcin Iwiński          | 12,8% |
| Michał Kiciński         | 10,4% |
| Piotr Nielubowicz       | 6,8%  |
| Goldman Sachs           | 6,8%  |
| Adam Kiciński           | 4,0%  |
| Pozostali Akcjonariusze | 59,3% |

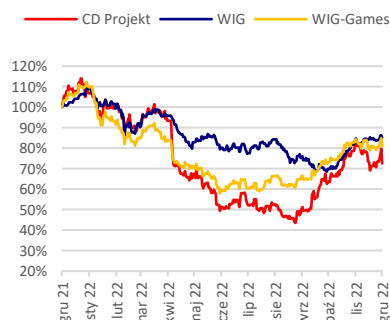
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



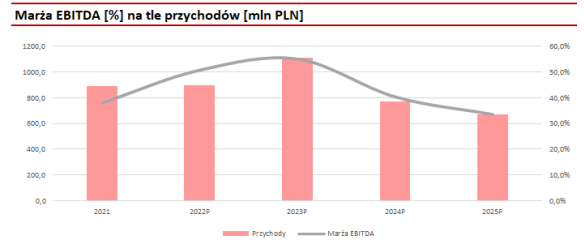
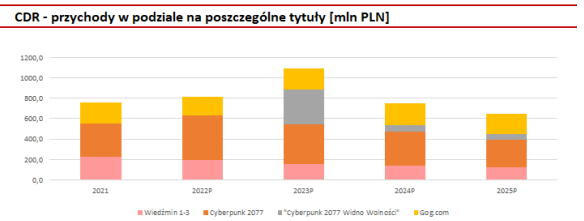
**SPIS TREŚCI:**

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....                     | 3  |
| WYCENA I PODSUMOWANIE.....                                  | 4  |
| AKTUALIZACJA STRATEGII .....                                | 8  |
| WYCENA DCF .....                                            | 10 |
| WYCENA PORÓWNAWCZA.....                                     | 13 |
| CZYNNIKI RYZYKA .....                                       | 14 |
| OTOCZENIE RYNKOWE .....                                     | 15 |
| OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'21 I PODSUMOWANIE KONFERENCJI ..... | 17 |
| ZMIANA ZAŁOŻEŃ.....                                         | 20 |
| DANE FINANSOWE .....                                        | 21 |

## WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

| Wyniki roczne [mln PLN]                | 2019    | 2020    | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
|----------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Przychody                              | 521,3   | 2 138,9 | 888,2   | 894,4   | 1 111,0 | 769,1   | 671,1   |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży      | 360,0   | 1 647,5 | 637,9   | 632,0   | 815,0   | 491,9   | 417,9   |
| EBITDA                                 | 217,8   | 1 424,7 | 337,6   | 453,7   | 611,4   | 310,6   | 225,2   |
| EBIT                                   | 180,3   | 1 157,1 | 232,9   | 322,8   | 474,8   | 190,1   | 99,6    |
| Zysk brutto                            | 189,2   | 1 164,9 | 219,1   | 360,8   | 488,6   | 204,0   | 113,4   |
| Zysk netto                             | 175,3   | 1 154,3 | 208,9   | 296,2   | 430,4   | 179,7   | 99,9    |
| Bilans [mln PLN]                       | 2019    | 2020    | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
| Aktywa trwałe                          | 679,1   | 764,2   | 905,8   | 1 112,0 | 1 201,9 | 1 348,3 | 1 616,4 |
| Rzeczowe aktywa trwałe                 | 105,3   | 105,3   | 115,2   | 134,2   | 142,3   | 150,4   | 158,5   |
| Wartości niematerialne                 | 59,8    | 59,8    | 58,4    | 70,2    | 71,3    | 71,4    | 69,4    |
| Nakłady na prace rozwojowe             | 385,8   | 406,8   | 350,2   | 466,2   | 546,9   | 685,1   | 947,1   |
| Wartość firmy                          | 56,4    | 56,4    | 56,4    | 56,4    | 56,4    | 56,4    | 56,4    |
| Pozostałe aktywa trwałe                | 71,8    | 135,8   | 325,6   | 384,9   | 384,9   | 384,9   | 384,9   |
| Aktywa obrotowe                        | 725,0   | 2 130,3 | 1 252,9 | 1 101,5 | 1 273,5 | 1 180,2 | 1 005,8 |
| Zapasy                                 | 12,9    | 7,0     | 15,9    | 16,0    | 12,2    | 11,6    | 9,7     |
| Należności                             | 210,3   | 1 275,8 | 238,9   | 212,4   | 173,7   | 168,2   | 148,2   |
| Pozostałe aktywa finansowe             | 0,0     | 13,4    | 307,8   | 289,7   | 289,7   | 289,7   | 289,7   |
| Inne aktywa obrotowe                   | 19,6    | 106,4   | 13,8    | 28,1    | 28,1    | 28,1    | 28,1    |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty     | 482,3   | 727,7   | 676,6   | 555,3   | 769,9   | 682,6   | 530,1   |
| Aktywa razem                           | 1 404,1 | 2 894,5 | 2 158,7 | 2 213,4 | 2 475,4 | 2 528,5 | 2 622,2 |
| Kapitał własny                         | 1 105,7 | 2 187,4 | 1 894,4 | 1 982,4 | 2 264,7 | 2 315,3 | 2 415,2 |
| Zobowiązania długoterminowe            | 25,2    | 166,2   | 36,1    | 35,6    | 35,6    | 35,6    | 35,6    |
| Zobowiązania krótkoterminowe           | 273,3   | 541,0   | 228,3   | 195,5   | 175,2   | 177,6   | 171,4   |
| Zobowiązania handlowe i inne           | 73,3    | 153,3   | 113,7   | 128,7   | 110,9   | 108,3   | 99,2    |
| Rozliczenia międzyokresowe przychodów  | 161,4   | 47,8    | 31,5    | 12,4    | 9,9     | 14,9    | 17,8    |
| Pozostałe rezerwy                      | 38,7    | 340,0   | 83,0    | 54,4    | 54,4    | 54,4    | 54,4    |
| Pasywa razem                           | 1 404,1 | 2 894,5 | 2 158,7 | 2 213,4 | 2 475,4 | 2 528,5 | 2 622,2 |
| Dług netto                             | -462,4  | -722,1  | -937,5  | -782,5  | -997,1  | -909,8  | -757,3  |
| Dług netto/ Kapitał własny             | -0,4    | -0,3    | -0,5    | -0,4    | -0,4    | -0,4    | -0,3    |
| Dług netto/ EBITDA                     | -2,1    | -0,5    | -2,8    | -1,7    | -1,6    | -2,9    | -3,4    |
| Rachunek przepływu [mln PLN]           | 2019    | 2020    | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 216,7   | 711,7   | 967,8   | 306,6   | 575,5   | 294,8   | 227,4   |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -164,5  | -106,4  | -613,8  | -376,5  | -226,6  | -266,9  | -393,7  |
| Przepływy z działalności finansowej    | -107,2  | -91,4   | -505,8  | -196,9  | -134,3  | -115,1  | 13,8    |
| Przepływy pieniężne netto              | -55,0   | 513,9   | -151,7  | -266,8  | 214,6   | -87,3   | -152,5  |
| Wskaźniki rynkowe                      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
| P/E*                                   | 72,4    | 11,4    | 63,6    | 44,5    | 30,6    | 73,3    | 132,0   |
| P/BV*                                  | 11,5    | 6,0     | 7,0     | 6,7     | 5,8     | 5,7     | 5,5     |
| EV/ EBITDA*                            | 56,1    | 8,7     | 36,6    | 27,3    | 19,9    | 39,5    | 55,2    |
| EV/EBIT*                               | 67,8    | 10,8    | 53,1    | 38,4    | 25,7    | 64,6    | 124,7   |
| EV/S*                                  | 23,5    | 5,8     | 13,9    | 13,9    | 11,0    | 16,0    | 18,5    |
| MC/S*                                  | 24,3    | 6,2     | 15,0    | 14,7    | 11,9    | 17,1    | 19,6    |
| BVPS*                                  | 11,5    | 21,9    | 18,8    | 19,8    | 22,7    | 23,2    | 24,2    |
| EPS*                                   | 1,8     | 11,6    | 2,1     | 3,0     | 4,3     | 1,8     | 1,0     |
| DPS (w danym roku)*                    | 1,1     | 0,0     | 5,0     | 1,0     | 1,5     | 1,3     | 0,0     |
| Wskaźniki                              | 2019    | 2020    | 2021    | 2022P   | 2023P   | 2024P   | 2025P   |
| Przychody zmiana r/r                   | 43,6%   | 310,3%  | -58,5%  | 0,7%    | 24,2%   | -30,8%  | -12,7%  |
| EBITDA zmiana r/r                      | 68,8%   | 554,2%  | -76,3%  | 34,4%   | 34,8%   | -49,2%  | -27,5%  |
| EBIT zmiana r/r                        | 60,4%   | 541,8%  | -79,9%  | 38,6%   | 47,1%   | -60,0%  | -47,6%  |
| Zysk netto zmiana r/r                  | 60,3%   | 558,4%  | -81,9%  | 41,8%   | 45,3%   | -58,2%  | -44,4%  |
| Marża EBITDA                           | 41,8%   | 66,6%   | 38,0%   | 50,7%   | 55,0%   | 40,4%   | 33,6%   |
| Marża EBIT                             | 34,6%   | 54,1%   | 26,2%   | 36,1%   | 42,7%   | 24,7%   | 14,8%   |
| Marża netto                            | 33,6%   | 54,0%   | 23,5%   | 33,1%   | 38,7%   | 23,4%   | 14,9%   |
| ROE                                    | 15,9%   | 52,8%   | 11,0%   | 14,9%   | 19,0%   | 7,8%    | 4,1%    |
| ROA                                    | 12,5%   | 39,9%   | 9,7%    | 13,4%   | 17,4%   | 7,1%    | 3,8%    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 132,0 PLN.



| Główne założenia                        | 2021         | 2022P        | 2023P          | 2024P        | 2025P        |
|-----------------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>Skumulowana sprzedaż kopii [mln]</b> |              |              |                |              |              |
| Wiedźmin 1-3                            | 61,6         | 67,7         | 72,6           | 77,0         | 81,0         |
| Cyberpunk 2077                          | 17,1         | 21,6         | 25,8           | 29,7         | 33,4         |
| Cyberpunk 2077 Widmo Wolności           | 0,0          | 0,0          | 3,8            | 4,6          | 5,3          |
| Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"     | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris pierwsza część          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris druga część             | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris trzecia część           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Syriusz                         | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Orion                           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Hadar                           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przychody [mln PLN]</b>              | <b>888,2</b> | <b>894,4</b> | <b>1 111,0</b> | <b>769,1</b> | <b>671,1</b> |
| Wiedźmin 1-3                            | 229,5        | 196,0        | 156,7          | 139,8        | 123,0        |
| Cyberpunk 2077                          | 324,0        | 431,2        | 389,5          | 331,9        | 267,0        |
| Cyberpunk 2077 Widmo Wolności           | 0,0          | 0,0          | 335,0          | 61,9         | 54,3         |
| Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"     | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris pierwsza część          | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris druga część             | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris trzecia część           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Syriusz                         | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Orion                           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Hadar                           | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Gog.com                                 | 200,0        | 185,2        | 210,2          | 216,5        | 204,6        |
| <b>USD/PLN</b>                          | <b>3,862</b> | <b>4,567</b> | <b>4,563</b>   | <b>4,484</b> | <b>4,443</b> |

**Główne czynniki ryzyka:** 1) Ryzyko związane z krótkim i niskim ogonem sprzedażowym gry „Cyberpunk 2077”; 2) Ryzyko nieosiągnięcia celów produkcyjnych; 3) Ryzyko związane z wyciekami lub utratą danych oraz awarią krytycznej infrastruktury IT; 4) Ryzyko związane z utratą reputacji; 5) Ryzyko błędnego oszacowania nakładów i przyszłej sprzedaży; 6) Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki; 7) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników; 8) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym; 9) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami; 10) Dystrybucja gier w chmurze; 10) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki CD Projekt opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, drugiej z nich nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 165 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 35 PLN, a do spółek zagranicznych 56 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 14,3 mld PLN, czyli **143 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

|                                 | Waga | Wycena |
|---------------------------------|------|--------|
| Wycena DCF                      | 80%  | 165    |
| Wycena porównawcza Polska       | 0%   | 35     |
| Wycena porównawcza zagranica    | 20%  | 56     |
| Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN] |      | 143    |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### „Cyberpunk 2077”

Na początku września’22 spółka udostępniła kolejną aktualizację do gry (1.6) wprowadzającą szereg usprawnień zarówno technicznych jak i graficznych, co wraz z wydaniem serialu „Cyberpunk: Edgerunners” (przez miesiąc utrzymywał się na liście 10 najbardziej popularnych nieanglojęzycznych programów na Netflixie) przełożyło się na skok zainteresowania tym IP i grą Redów. W tym okresie, w peaku na platformie Steam w „CP” jednocześnie grało 136,7 tys. osób <https://tinyurl.com/4hk9asu2>, gra zajmowała wysokie miejsca w rankingu „top sellers”, a recenzje znacząco się poprawiły (w ostatnim miesiącu są w 92% pozytywne vs 78% całokształtowa ocena). 28.09.2022 CDR ujawnił, że sprzedaż gry „CP 2077” przekroczyła 20 mln kopii, a 19.10.2022, poinformowano że przez 4 tygodnie w tytuł ten codziennie grało ok. 1 mln unikalnych użytkowników. Według naszych szacunków w 3Q’22 rozeszło się ok. 1,2 mln kopii „CP” i był to wynik o ok. 50% wyższy q/q. Ponadto na ostatniej konferencji CDR poinformował o tym, że obserwuje teraz lepszą sprzedaż, niż przed premierą EDGERUNNERS i bezpośrednio po tej premierze. W związku z powyższym, liczymy na utrzymanie poprawy monetyzacji w kolejnych kwartałach oraz wydłużenie ogona sprzedażowego gry. Spodziewamy się, że kolejnymi zabiegami taki jak np. drugi sezon wyżej wspomnianego anime czy nowy serial przeznaczony do szerszego grona odbiorców CDR umiejętnie będzie podtrzymywał zainteresowanie tą produkcją.

**Cena i wyprzedaż** – pierwsza wyprzedaż „Cyberpunk 2077” pojawiła się w lutym’21 i sięgała 10%, jednak w związku ze spadającym zainteresowaniem grą spowodowanym m.in. słabym stanem technicznym gry, już w listopadzie’21 CDR sięgnął po przecenę na poziomie 50%. Aktualnie największe wolumeny tego tytułu sprzedawane są na wyprzedażach. Liczymy jednak, że po wydaniu takiej wersji, która sprawdziła się również z „W3” czyli „Game of the Year Edition”, razem z dodatkiem „Widmo Wolności” i dużym updatem gry efektywna cena sprzedaży będzie wyższa niż w ostatnich miesiącach.

**Dodatkowe naprawy** – na jednym z ostatnich prezentacji Night City Wire (Edgerunner’s Special), reżyser gry Gabe Amangelo poinformował, że system policji, a także walka pojazd-pojazd przechodzi gruntowny remont. Przypominamy, że zachowanie policjantów/ AI było jednym z mankamentów tej gry podczas premiery. Dlatego też, liczymy, że kolejne patche istotnie wpłyną na dalszą poprawę rozgrywki, co również przełoży się na poprawiające się oceny gry, jak i sprzedaż tytułu.

### DLC „Widmo Wolności”

W 2023r. będzie miała miejsce premiera płatnego rozszerzenia do gry „Cyberpunk 2077”. W naszych prognozach zakładamy premierę DLC w 2Q’23, z ceną na poziomie 25 USD. Pomimo iż dodatek ten nie trafi na konsole starej generacji prognozujemy, że sprzedaż „Widma Wolności” będzie kształtowała się na poziomie 20% sprzedaży „podstawki” (po odjęciu konsol starej generacji = ok. 8-9 mln), w związku z czym w istotny sposób przełoży się na poprawę wyników spółki w 2023r. (szacujemy, że doda w tym okresie od siebie 335,0 mln PLN przychodów). Pragniemy również zauważyć, że oczekiwania co do tego rozszerzenia i jego kontentu kształtują się na poziomie rozmiarów DLC do „W3”. Biorąc jednak pod uwagę czas poświęcony na produkcję (ok. ponad 2 lata vs 1 rok dodatki do „W3”) oraz planowane tylko jedno rozszerzenie, uważamy że CDR może nas zaskoczyć pozytywnie skalą tego przedsięwzięcia, co może przełożyć się na jeszcze lepszą sprzedaż vs nasze założenia. Prognozujemy, że w rok od premiery sprzeda się ok. 4,0 mln sztuk tego DLC. Szacowany przez nas budżet produkcyjny kształtuje się na poziomie ok. 185 mln PLN. Akcja DLC będzie rozgrywać się w nowej lokacji nazwanej Dogtown. W ostatnich swoich wypowiedziach aktor Idris Elba, który wcielił się w dodatku w rolę agenta Salomona Reeda, stwierdził że DLC zaoferuje „najgłębszą fabułę w historii gier”, co dodatkowo przekonuje nas, że kolejny raz dostaniemy od spółki historię z „najwyższej półki”. Ponadto uważamy, że przy okazji nowej aktualizacji/ DLC wprowadzenie kamery z perspektywy trzeciej osoby mogłoby okazać się „furtką” do tego aby przekonać do zakupu gry wiele nowych graczy. Naszym zdaniem pierwszoosobowa perspektywa nie wykorzystuje w pełni ogromne możliwości personalizacji postaci, którą oferują produkcja Redów. Zwiastuny rozszerzenia dostępne pod linkiem: <https://tinyurl.com/2p8847e6>, <https://tinyurl.com/3559u4nb>.

### Ambitna strategia rozwoju

Na początku października'22 CD Projekt zaskoczył inwestorów skalą aktualizacji swojej strategii długoterminowej (szerzej opisane w rozdziale [AKTUALIZACJA STRATEGII](#)). Oczekiwania co do tego wydarzenia były ustawione nisko, a inwestorzy spodziewali się zaledwie delikatnego odświeżenia planów przedstawionych w marcu'21 po premierze gry „Cyberpunk 2077”. W strategii tej, spółka podzieliła się z inwestorami koncepcją przyszłości w ramach swoich głównych franczyz oraz rozszerzenia swojego portfela o kolejne nowe IP. Uważamy, że cele przedstawione przez spółkę są ambitne. Oczywiście realizacja ich zajmie sporo czasu (plan na najbliższą dekadę) ale jeżeli CD Projektowi uda się zrealizować tą wizję, to naszym zdaniem wejdzie on na nowy, znacznie wyższy poziom. Trzeba również mieć świadomość ryzyka tak ambitnego planu. Więcej realizowanych projektów będzie wiązało się ze znacznym powiększeniem sił deweloperskich (aktualnie ok. 800 deweloperów w grupie), co przełoży się również na wyższe koszty, nakłady inwestycyjne. Liczymy jednak, że bufor bezpieczeństwa w postaci łącznej wartości rezerw finansowych (1,1 mld PLN na koniec 3Q'22) oraz środki generowane przez podstawową działalność CDR będą wystarczające aby sfinansować planowane projekty.

### Projekty z IP Wiedźmina:

**Projekt Syriusz** – aktualnie znajduje się w fazie preprodukcji, pracuje nad nią ok. 60 osób z bostońskiego studia The Molasses Flood, w którym CDR ma 60% udziałów. Zespół ten ma na swoim koncie dwie gry: 1) „The Flame in the Flood” (jednoos. gra, post apokaliptyczny survival wydany w 2016r., peak na Steamie na poziomie 6,2 tys., 76% pozytywnych); 2) „Drake Hollow” (jednoos. i kooperacyjna gra akcji z elementami strategicznymi, wydana w 2020 r., peak na Steamie na poziomie 0,8 tys., 79% pozytywnych). Projekt ten w swojej koncepcji ma zaoferować graczom zarówno jednoos. jak i wieloos. doświadczenie, a sama rozgrywka ma być skierowana do szerszego grona odbiorców vs dotychczasowe gry CDR. Mając na uwadze, to jak wyglądały poprzednie gry tego studia, spodziewamy się, że „P.Syriusz” będzie zarówno wizualnie jak i technicznie do nich zbliżony. W naszym modelu zakładamy, że premiera gry będzie miała miejsce w 2026 r. zarówno na PC jak i konsolach. Spodziewamy się, że budżet prod. może przekroczyć 200 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery wyniesie 5,8 mln kopii.

Obraz z gry „The Flame in the Flood”



Źródło: Steam.

Obraz z gry „Drake Hollow”



Źródło: Steam

**Projekt Polaris** – projekt ten jest otwarciem nowej wiedźmińskiej sagi i będzie się on składał z trzech gier, które zostaną wydane w trakcie 6-letniego cyklu, licząc od premiery "Polarisa".

### Obraz promujący nową wiedźmińską sagę



Źródło: spółka

Pierwszy obraz promujący nową wiedźmińską sagę rozbudza naszą wyobraźnię co do planowanych przez spółkę produkcji. Nie jest jednoznaczne, czy medalion na nim zaprezentowany dotyczy Szkoły Rysia czy to następcą Szkoły Wilka. Nasz wniosek, który wyciągamy kierując się powyższą grafiką, jest taki, że będzie to zupełnie nowa opowieść z nowym bohaterem. Pragniemy przytoczyć niedawny wywiad z Głównym Projektantem Zadań (Philipp Weber), który zdradził, że zawsze chciał wrócić do Temerii i Wyzimy i zobaczyć, jak sobie radzą po wydarzeniach z Wiedźmina 3 dodając, że możliwość ponownej pracy w tych miejscach w Remake'u Wiedźmina bardzo go ucieszyła. Uważamy, że w wypowiedzi tej, można doszukać się drugiego dna. Naszym zdaniem sugeruje ona, że następna gra oparta na tym IP będzie miała zupełnie inną scenierię. Pomimo, iż naturalną kandydatką do zastąpienia głównego bohatera (Geralt), jest Ciri, uważamy, że wyżej wymienione wskazówki (całkowicie nowa saga, zupełnie nowa szkoła, prawdopodobnie zupełnie nowa sceneria) mogą wskazywać na to, że CDR może chcieć skierować serię w nowym, odważnym kierunku, którym będzie tworzenie własnego Wiedźmina.

**„Polaris” cz.1** - aktualnie znajduje się w fazie preprodukcji, pracuje nad nim ponad 150 osób. W naszym modelu zakładamy, że premiera gry będzie miała miejsce w 2027 r. zarówno na PC jak i konsolach. Spodziewamy się, że budżet produkcyjny może wynieść ok. 500 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery wyniesie 23,1 mln kopii.



**„Polaris” cz.2 i 3** – gry, które w założeniach spółki, mają zostać wydane w trakcie 6-letniego cyklu, licząc od premiery „Polaris cz.1”, czyli co 3 lata. W naszym modelu zakładamy, premiery drugiej i trzeciej części odpowiednio w 2030 i 2033r. W związku, ze skróceniem czasu potrzebnego na produkcję (bazowaniu na narzędziach wypracowanych do pierwszej części) dwóch kolejnych gier z serii „Polaris”, spodziewamy się, że ich budżety wyniosą odpowiednio: 430 mln PLN/ 450 mln PLN. Prognozujemy, że sprzedaż „Polaris cz.2” w pierwszym roku od premiery wyniesie 25,5 mln kopii.

**Projekt Canis Majoris/ remake „Wiedźmina 1”** – nad projektem pracuje studio Fool's Theory, w którym zatrudnione są osoby odpowiedzialne za stworzenie „Wiedźmina 2 i 3”, a CDR sprawuje pełny nadzór kreatywny nad tworzeniem tego remake'u. Tytuł ten znajduje się w fazie wczesnej produkcji. Biorąc pod uwagę, że gra będzie tworzona na silniku UE5, będzie korzystała z narzędzi wypracowanych przy produkcji „P.Polaris” oraz będzie posiadała otwarty świat (rozgrywka w oryginalnej wersji gry była liniowa i gracz, po ukończeniu danego rozdziału, nie mieli możliwości powrotu do poprzednich lokacji), uważamy, że będzie to kompletnie nowy projekt, który będzie czerpał z pierwowzoru jedynie fabułę. W naszym modelu zakładamy, że premiera gry będzie miała miejsce w 2028 r. zarówno na PC jak i konsolach. Spodziewamy się, że budżet produkcyjny może wynieść ok. 130 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery wyniesie 3,7 mln kopii. Zakładamy, że projekt ten jest finansowany i będzie wydawany przez CDR, a po zwrocie kosztów poniesionych przez CDR, do Fool's Theory będzie trafiało ok. 20% przychodów. Ponadto pragniemy zwrócić uwagę na sprzedaż innych remaków, np. oryginalny „Resident Evil 2” z 1998 roku rozszedł się w nakładzie około 4,96 mln egzemplarzy. „Resident Evil 2 Remake” (25.01.2019) przebił ten wynik w niespełna rok osiągając sprzedaż powyżej 5 mln, a w lipcu'22 przekroczył próg 10 mln. Dobrym przykładem są również takie gry jak „Final Fantasy VII Remake”, „Diablo II: Resurrected” czy „GTA: The Trilogy”.

#### **Projekty z IP Cyberpunka:**

**Projekt Orion** – następna gra z serii „Cyberpunk”, która będzie rozwijana przez nowe studio CD Projekt RED North America. W związku z tym projektem, spółka planuje stworzyć nowy zespół w Bostonie, który wspólnie z rozwijającym się teamem z Vancouver stanie się CD Projekt RED North America. Po premierze „Widma Wolności” CDR zamierza przyspieszyć pracę nad P. Orion. Zakładamy, że prace nad grą ruszą od 2024 r., premiera będzie miała miejsce w 2029r., a jej budżet produkcyjny w związku z zatrudnieniem pracowników z Ameryki Północnej (wynagrodzenia blisko o 50% wyższe niż w Polsce) będzie znacząco wyższy od innych projektów i sięgnie 1 mld PLN. Liczymy, że w kolejnych latach, spółka będzie prowadziła aktywne działania mające na celu utrzymanie zainteresowania franczyzą (seriale/ filmy oparte o IP „Cyberpunka”), co przełoży się na stale rosnącą bazę graczy. Prognozujemy, że „Cyberpunk 2” będzie w stanie sprzedać w ciągu roku 16,5 mln sztuk.

#### **Nowe IP:**

**P. Hadar** – spółka pierwszy raz w historii pracuje nad własnym IP. Wczesne prace koncepcyjne tego projektu rozpoczęły się w 2021r., aktualnie trwają prace nad podstawowymi założeniami i światem tego IP. CDR zbudował swoją markę na fabularnych grach RPG z otwartym światem dla jednego gracza, z dużym naciskiem na mechanikę wyboru i konsekwencji, więc naszym zdaniem Project Hadar nie odstąpi od tych podstawowych zasad.

Ponadto uważamy, że nazwy kodowe nowych projektów związane z gwiazdami i kosmosem, nie zostały wybrane przypadkowo. Możliwe, że sugerują one kierunek, w którym spółka zamierza rozwijać swoje nowe IP. Zwracamy uwagę, na fakt, iż wiele franczyz związanych z tą tematyką osiągnęły ogromny sukces komercyjny: „Star Wars”, „Star Trek”, „Mass Effect”, „Strażnicy Galaktyki”, „Faceci w czerni”, „Obcy” czy „Gwiezdne Wrota”.

Dodatkowo zwracamy uwagę, w jakim kierunku zmierza konkurencja. Jeden z czołowych, światowych deweloperów gier Bethesda Softworks (znany z takich IP jak Fallout, The Elder Scroll) tworzy nową franczyzę związaną z kosmosem (gra „Starfield” – RPG pozwalający wcielić się w kosmicznych podróżników).

Zakładamy, że prace nad IP, a później nad tworzeniem gry mogą zająć wiele lat (ok. 10-11), a premiera gry będzie miała miejsce w 2032r. Szacujemy, że budżet gry wyniesie ok. 700 mln PLN. Nie uwzględniamy potencjalnych przychodów z tego tytułu w naszym modelu.

#### **„Wiedźmin 3” next-gen i kolejne produkcje od Netflixa**

14 grudnia'22 zadebiutowała next-genowa aktualizacja do gry „Wiedźmin 3” (PS5, Xbox Series X/S), która dla osób ją posiadających została udostępniona za darmo. Update ten wprowadził m.in. takie zmiany jak: lepsza grafika i wyższa wydajność, ray tracing, szybsze ładowanie, integracja z modami czy dodatek związany z serialem Netflixa. Pomimo bardzo dobrych ocen gry na platformie Metacritic, które dotyczyły wersji na PS5 i Xbox Series X/S, premiera nie odbyła się bez problemów. Zastrzeżenia do aktualizacji zwracali gracze PC-towi, którzy narzekają na wydajność gry i jej optymalizację. Przypominamy jednak, że wymagania techniczne next-genowej wersji są bardzo wysokie, stąd nie każdy „sprzęt”, na którym działała poprzednia wersja będzie w stanie im sprostać. Dodatkowo, prostym rozwiązaniem wielu problemów powinna okazać się zalecana przez CDR aktualizacja sterowników. Spółka prowadzi działania naprawcze nad zaadresowanymi przez graczy problemami (<https://tinyurl.com/bdedcnfw>). Zwracamy jednak uwagę, że aktualizacja ta, ponownie przywróciła popularność „W3”, a 14.12.2022r. grało w nią 86,3 tys. osób vs 92,3 tys. 7 lat temu podczas premiery i 103,3 tys. podczas premiery pierwszego sezonu serialu „Wiedźmin”. Dodatkowo przypominamy, że do kwietnia'22 „W3” sprzedał się w nakładzie 40 mln kopii, co stanowi niewielki ułamek w populacji globalnych graczy, stąd cały czas jest sporo miejsca do tego by zachęcić kolejnych do zakupu tej gry. Uważamy, że następne produkcje Netflixa oparte o IP Wiedźmina, mogą kolejny raz okazać się skutecznym zabiegiem marketingowym i przełożyć się na wzrost sprzedaży tego tytułu (przypominamy, że pierwszy sezon „Wiedźmina” w miesiąc od premiery zobaczyło 76 mln użytkowników). Tym samym uważamy, że aktualizacja next-genowa,

w połączeniu z nowym serialem ze świata Wiedźmina - „Wiedźmin: Rodowód Krwi”, który będzie miał premierę 25.12.2022r. istotnie wesprze wyniki za 4Q'22. Ponadto liczymy, że dzięki kolejnym adaptacjom filmowym/ serialowym (w lecie 2023. pojawi się trzeci sezon serialu „Wiedźmin”), utrzyma się wysokie zainteresowanie graczy tym IP, co będzie przekładało się na dalszą solidną sprzedaż „W3”.

**Umowa z Epic Store** – na początku marca'22 CDR ogłosił, że przyszłe projekty studia będą korzystały z silnika Unreal Engine 5 w ramach zaplanowanej na wiele lat strategicznej współpracy z Epic Games. Umowa została zawarta na okres 15 lat z możliwością jej dalszego przedłużania i nie ogranicza liczby gier tworzonych z wykorzystaniem silnika Unreal Engine. Przewiduje ona dedykowane wsparcie techniczne ze strony Epic dla tytułów wydawanych przez spółkę. Współpraca dotyczy nie tylko licencji na UE5, ale także możliwości modyfikowania tej technologii, jak również jej przyszłych wersji, przez studio. Twórcy z CD Projekt RED oraz Epic będą wspólnie pracować, by przystosować silnik do obsługi rozgrywki w otwartych światach. Uważamy, że obrany kierunek przez spółkę jest dobry. CDR zamiast „gonić” technologię będzie mógł skupić się na tym w czym jest najlepszy (historia, oprawa graficzna, świat, level design itd.). Ponadto umowa ta, znacząco obniża ryzyko kolejnych problemów technicznych przy optymalizacji gier na konsole aktualne czy przyszłej generacji. Przypominamy, że Unreal Engine 5 zachowuje obecny model opłat licencyjnych czyli 5% przychodów brutto z każdego tytułu po przekroczeniu pierwszego miliona USD przychodów brutto. Zakładamy, że spółce udało się wynegocjować lepsze warunki, co uwzględniamy w naszym modelu (przyjmujemy udział na poziomie 4% przychodów brutto).

**Multiplayer** - większość przyszłych projektów spółki będzie miała tryb multiplayer. W naszym modelu nie zakładamy jednak dodatkowych wpływów związanych z monetyzacją trybu wieloosobowego. Jednakże doceniamy działania spółki w tym zakresie. Zwracamy uwagę, że rozszerzenie gier o tryb multiplayer w przyszłości mogą stanowić ważne, dodatkowe źródło przychodów spółki.

**Gry mobilne** – w ramach nowej strategii spółka zamierza rozwijać gry mobilne z zewnętrznymi partnerami. Uważamy, że segment ten w przyszłości może okazać się dla niej ważnym źródłem przychodów. Nie uwzględniamy go jednak w naszej analizie.

Sugerując się powyższymi argumentami oraz implikując do modelu nasze szacunki dotyczące przyszłych wyników spółki, uważamy że aktualna cena jest niedowartościowana, w związku z tym wydajemy zalecenie **AKUMULUJ z ceną docelową 143 PLN/akcję**, czyli 9% powyżej obecnej ceny rynkowej.

#### Główne założenia co do nadchodzących gier/ dodatków CDR

| Tytuł                                | Premiera | Budżet produkcyjny [mln PLN] | Cena [USD] | Sprzedaż w pierwszym roku od premiery [mln sztuk] |
|--------------------------------------|----------|------------------------------|------------|---------------------------------------------------|
| "Cyberpunk 2077 Widmo Wolności"      | 2Q'2023  | ok. 185                      | 25         | 4,0                                               |
| "Projekt Syriusz"                    | 2026     | ok. 200                      | 60         | 5,8                                               |
| "Projekt Polaris" cz. 1              | 2027     | ok. 500                      | 70         | 23,1                                              |
| "Projekt Polaris" cz. 2              | 2030     | ok. 430                      | 80         | 25,5                                              |
| "Projekt Polaris" cz. 3              | 2033     | ok. 450                      | -          | -                                                 |
| "Projekt Canis Majoris" /Remake "W1" | 2028     | ok. 130                      | 50         | 3,7                                               |
| "Projekt Orion"                      | 2029     | ok. 1 000                    | 80         | 16,5                                              |
| "Projekt Hadar"                      | 2032     | ok. 700                      | -          | -                                                 |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Główne założenia

|                                                     | 2021         | 2022P        | 2023P          | 2024P        | 2025P        |
|-----------------------------------------------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>Sprzedaż kopii (mln)</b>                         |              |              |                |              |              |
| Wiedźmin 1-3                                        | 61,6         | 67,7         | 72,6           | 77,0         | 81,0         |
| Cyberpunk 2077                                      | 17,1         | 21,6         | 25,8           | 29,7         | 33,4         |
| -DLC "Widmo Wolności"                               | 0,0          | 0,0          | 3,8            | 4,6          | 5,3          |
| Projekt Polaris pierwsza część                      | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Syriusz                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| <b>Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)</b> | <b>888,2</b> | <b>894,4</b> | <b>1 111,0</b> | <b>769,1</b> | <b>671,1</b> |
| Wiedźmin 1-3                                        | 229,5        | 196,0        | 156,7          | 139,8        | 123,0        |
| Cyberpunk 2077 (+ DLC)                              | 324,0        | 431,2        | 389,5          | 331,9        | 267,0        |
| -DLC "Widmo Wolności"                               | 0,0          | 0,0          | 335,0          | 61,9         | 54,3         |
| Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1"                 | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris pierwsza część                      | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris druga część                         | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Polaris trzecia część                       | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Syriusz                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Projekt Orion                                       | 0,0          | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          |
| Gog.com                                             | 200,0        | 185,2        | 210,2          | 216,5        | 204,6        |
| <b>USD/PLN</b>                                      | <b>3,862</b> | <b>4,567</b> | <b>4,563</b>   | <b>4,484</b> | <b>4,443</b> |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                       | 2022P      | 2023P        | 2024P      | 2025P      |
|-----------------------|------------|--------------|------------|------------|
| <b>Przychody BDM</b>  | <b>894</b> | <b>1 111</b> | <b>769</b> | <b>671</b> |
| Przychody konsensus   | 865        | 974          | 843        | 1 085      |
| Różnica               | 3%         | 14%          | -9%        | -38%       |
| <b>EBITDA BDM</b>     | <b>454</b> | <b>611</b>   | <b>311</b> | <b>225</b> |
| EBITDA konsensus      | 421        | 505          | 403        | 670        |
| Różnica               | 8%         | 21%          | -23%       | -66%       |
| <b>Zysk netto BDM</b> | <b>296</b> | <b>430</b>   | <b>180</b> | <b>100</b> |
| Zysk netto konsensus  | 298        | 370          | 280        | 495        |
| Różnica               | -1%        | 16%          | -36%       | -80%       |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## AKTUALIZACJA STRATEGII

Na początku października'22 CD Projekt zaktualizował swoją strategię. Poprzednia taka aktualizacja miała miejsce po premierze gry „Cyberpunk 2077” w marcu'21. Wtedy też spółka zdecydowała, że zacznie prace nad dwoma projektami AAA równolegle, a swoje projekty będzie rozszerzać o elementy rozgrywki online.

W październikowej aktualizacji strategii CD Projekt przewiduje m.in. realizowanie trzech "unikalnych, silnych i trwałych" franczyz. Planuje kontynuację wykorzystywania uniwersum "Wiedźmina" (3 projekty) i Cyberpunka 2077" (1 projekt) oraz nowe, oryginalne IP - "Projekt Hadar". Zarząd zapowiedział także otwarcie nowego studia w Ameryce Północnej, dodanie multiplayera do większości przyszłych projektów oraz dalszą ekspansję franczyz w stronę filmu i telewizji.

### IP Wiedźmina:

- **Projekt „Syriusz”** - jednym z zapowiedzianych projektów jest gra od bostońskiego studia The Molasses Flood. Gra będzie dzieć się w wiedźmińskim uniwersum, ale będzie różnić się od dotychczasowych produkcji spółki z uwagi na fakt, że jest skierowana do znacznie szerszej grupy odbiorców. 'Syriusz' zaoferuje graczom rozgrywkę zarówno jednoosobową, jak i w trybie multiplayer. Projekt znajduje się w preprodukcji, tworzony przez studio The Molasses Flood przy wsparciu CD PROJEKT RED (60+ osób aktualnie zaangażowanych w projekt).

- **Projekt „Polaris”** będzie otwarciem nowej wiedźmińskiej sagi - będzie się ona składać z trzech gier, które studio CD Projekt RED planuje wydać w trakcie 6-letniego cyklu, licząc od premiery "Polarisa". Druga i trzecia część pod względem technologicznym będzie tworzona na fundamentach stworzonych przy produkcji Polaris, co usprawni proces dewelopmentu i pozwoli skupić się na realizacji kreatywnych ambicji studia. „P.Polaris” znajduje się obecnie w fazie preprodukcji, tworzona przez zespół CD PROJEKT RED (150+ osób aktualnie zaangażowanych w projekt).

- **Projekt „Canis Majoris”** – remake pierwszej części Wiedźmina, który powstanie we współpracy ze studiem Fool's Theory. Gra powstaje na silniku Unreal Engine 5 i korzystać będzie z rozwiązań technologicznych rozwijanych przez CD PROJEKT RED na potrzeby zapowiedzianej w marcu nowej wiedźmińskiej sagi. CDR sprawuje pełny nadzór kreatywny nad tworzeniem remake'u, który obecnie znajduje się na wczesnym etapie produkcji.

### IP Cyberpunka:

- **Projekt "Orion"** - następna gra z serii "Cyberpunk", w pełni rozwinięty potencjał leżący w tym uniwersum. Będzie rozwijany przez nowe studio CD Projekt RED North America. „Nasze plany są ambitne i wymagają wiele pracy, zaangażowania i dalszego rozwoju. W tym celu chcemy stworzyć nowy zespół w Bostonie, który wspólnie z rozwijającym się teamem z Vancouver stanie się CD Projekt RED North America. Ten ruch umożliwi nam pełny dostęp do puli talentów z Ameryki Północnej” - wiceprezes ds. finansowych Piotr Nielubowicz.

- **„Cyberpunk 2077 Widno Wolności”** – w finalnej fazie produkcji, tworzony przez zespół CDR (+350 osób zaangażowanych w projekt).

### Nowe IP:

- **„Hadar”** - CD Projekt ogłosił również rozpoczęcie przygotowań do stworzenia zupełnie nowego, oryginalnego IP o tym kryptonimie. Spółka zaczęła myśleć o nim kilka lat temu. Wczesny etap prac koncepcyjnych rozpoczął się w 2021 roku. Po raz pierwszy w historii CDR jest w pełni odpowiedzialny za stworzenie IP od podstaw. Warto przy tym podkreślić, że pracuje dopiero nad podstawowymi założeniami i światem nowej franczyzy. Prace prowadzone są przez niewielki zespół.

## Długofalowa perspektywa produktowa



Źródło: Spółka



**Inne:**

- Dalszy rozwój przyjaznego i zrównoważonego środowiska pracy;
- Wprowadzanie zwinnych metodyk pracy („Agile”);
- Poszerzanie dostępu do puli talentów dzięki dwóm przejściom w Ameryce Północnej;
- Wzmocnienie Zarządu poprzez powołanie CTO i CMO;
- Ekspansja w kierunku filmów i TV;
- Gry mobilne, TV, filmy i nie tylko – rozwijane we współpracy z partnerami zewnętrznymi;

**Zwiększenie efektu „koła zamachowanego”**

Źródło: Spółka

**Podsumowanie konferencji (04.10.2022r.):**

- Spółka jest blisko zakończenia prac nad formułą i nowymi celami w planie motywacyjnym. Nie chce o nich informować przy okazji publikacji aktualizacji strategii, szczegóły będziemy mogła przedstawić wkrótce;
- w większości planowanych w przyszłości gier będzie możliwość prowadzenia rozgrywki wieloosobowej jako rozszerzenie trybu dla jednego gracza;
- CD Projekt zakłada, że wszystkie planowane projekty nowych gier i dodatków do świata Cyberpunk i Wiedźmina będą finansowane ze środków własnych. Spółka ma gotówkę i nie potrzebuje emisji akcji;
- CDR rozpocznie prace nad projektem Orion z uniwersum "Cyberpunk 2077" po wydaniu rozszerzenia do tej gry pod tytułem "Phantom Liberty". Będzie rozwijany przez nowe studio CD Projekt RED North America;
- Projekt Hadar - nowe uniwersum jest we wczesnej fazie tworzenia jego podstaw. Według słów zarządu CDR, na bazie doświadczenia i projektów studia można wyobrazić sobie gatunek gier, które mają powstać w nowym uniwersum;
- CDR planuje, że po premierze "Polarisa" w ciągu kolejnych 6 lat wyda drugą i trzecią część, co przekłada się na premierę drugiej i trzeciej części co trzy lata;
- żadna z wymienionych gier w strategii nie będzie grą mobilną;
- "Wkrótce" spółka ujawni więcej informacji o projekcie „Canis Majoris” ze świata Wiedźmina. CDR myśli o pełnoprawnym projekcie AAA - napędzanym historią RPG.
- Część narzędzi CD Projekt już posiada, były wykorzystywane w silniku Red i są przygotowywane do pracy w Unreal 5. Jednak inne technologie muszą być dopiero stworzone. Spółka jest we wstępnej fazie tego procesu. W poprzednich projektach, kiedy przygotowywano technologie, to prace nad nimi i grami razem zabierały 4 do 5 lat. Jednak CDR nie podaje takiego timingu w przypadku tego projektu.

Zgodnie z zapowiedziami z konferencji inwestorskiej po wynikach za 2Q'22, rynek nie spodziewał się większych zmian vs ogłoszona w tamtym roku strategia. Więcej realizowanych projektów oczywiście przekłada się na wyższe ryzyko, wyższe nakłady inwestycyjne, znaczne powiększenie sił deweloperskich (aktualnie ok. 800 deweloperów w grupie), co przełoży się również na wyższe koszty. Spółka jest jednak przekonana, że środki którymi dysponuje i które generują pozwolą jej poprowadzić wszystkie te projekty bez sięgania po m.in. emisję. Ponadto zwracamy uwagę przy planach skrócenia cyklu produkcyjnego gier (nowej sagi wiedźmińskiej) do 3 lat. Uważamy, że przedstawione przez spółkę cele są ambitne, a ich realizacja pozwoli spółce wejść na nowy, znacznie wyższy poziom. Oczywiście trzeba pamiętać, że przejście z jednej rozwijanej gry AAA do kilku projektów rozwijanych jednocześnie jest dużym wyzwaniem.

Więcej na temat aktualizacji strategii pod linkiem: <https://www.cdprojekt.com/pl/wp-content/uploads-pl/2022/10/strategy-update-2022-prezentacja-pl.pdf>.

## 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 6,5%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika  $\beta = 1,0$ .

### Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że w 2022 roku spółka sprzeda 4,5 mln kopii gry „Cyberpunk 2077”. W całym 2022 prognozujemy, że CDR wypracuje 894,4 mln PLN przychodów, EBITDA w tym okresie wyniesie 453,7 mln PLN, a zysk netto 296,2 mln PLN.
- Zakładamy premierę jednego płatnego rozszerzenia do gry „Cyberpunk 2077” w 2Q’23, z ceną na poziomie 25 USD. Szacujemy, że budżet produkcyjny tego DLC wyniesie ok. 185 mln PLN. Prognozujemy, że sprzedaż „Widma Wolności” będzie kształtowała się na poziomie 20% sprzedaży „podstawki” (po odjęciu konsol starej generacji).
- Spodziewamy się, że pierwszym nowym projektem, który zadebiutuje będzie „Projekt Syriusz”. Zakładamy jego premierę w 2026 r. (PC + konsole), budżet w okolicach 200 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery na poziomie ok. 5,8 mln kopii.
- Nowa wiedźmińska saga („Projekt Polaris”) – zakładamy, że premiera pierwszej części będzie miała miejsce w 2027 r. (PC + konsole). Spodziewamy się, że budżet produkcyjny może wynieść ok. 500 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery wyniesie 23,1 mln kopii. W naszym modelu zakładamy, premiery drugiej i trzeciej części odpowiednio w 2030 i 2033r. W związku, ze skróceniem czasu potrzebnego na produkcję (bazowaniu na narzędziach wypracowanych do pierwszej części) dwóch kolejnych gier z serii „Polaris”, spodziewamy się, że ich budżety wyniosą odpowiednio: 430 mln PLN/ 450 mln PLN (w wycenie uwzględniamy ok. 300 mln PLN). Zakładamy, że sprzedaż „Polaris cz.2” w pierwszym roku od premiery wyniesie 25,5 mln kopii, sprzedaży cz.3 nie uwzględniamy.
- „Projekt Canis Majoris”/ remake „Wiedźmina 1” – w naszym modelu zakładamy, że premiera gry będzie miała miejsce w 2028 r. zarówno na PC jak i konsolach. Spodziewamy się, że budżet produkcyjny może wynieść ok. 130 mln PLN, a jego sprzedaż w pierwszym roku od premiery wyniesie 3,7 mln kopii. Prognozujemy, że po zwrocie kosztów poniesionych przez CDR (produkcja + marketing, do Fool’s Theory będzie trafiało ok. 20% przychodów.
- „Projekt Orion” - zakładamy, że prace nad grą rusza od 2024 r., premiera gry będzie miała miejsce w 2029r., a jej budżet produkcyjny w związku z zatrudnieniem ludzi z Ameryki Północnej (wynagrodzenia blisko o 50% wyższe niż w Polsce) będzie znacząco wyższy od innych projektów i sięgnie 1 mld PLN. Prognozujemy, że „Cyberpunk 2” będzie w stanie sprzedać w ciągu roku od premiery 16,5 mln sztuk.
- „Projekt Hadar” - zakładamy, że prace nad IP, a później nad tworzeniem gry zajmą ok. 10-11 lat, a premiera gry będzie miała miejsce w 2032r. Szacujemy, że budżet gry wyniesie ok. 700 mln PLN. W naszej analizie nie ujmujemy przyszłych wpływów z tego tytułu.
- W naszym modelu nie uwzględniamy dodatkowych wpływów związanych z monetyzacją trybu wieloosobowego w przyszłych projektach spółki.
- Zakładamy, że w związku z wykorzystywaniem technologii Epic Games (UE5), opłata licencyjna, którą CDR będzie płacił z każdej nowej gry będzie kształtowała się na poziomie ok. 4%.
- Prognozujemy, że do końca tego roku w grupie będzie pracowało ponad 1,2 tys. osób. Spółka będzie sukcesywnie zwiększała zatrudnienie (ok. 50-100 osób rocznie), w tym osób z Północnej Ameryki, co z jednej strony będzie wiązało się ze zwiększeniem kosztów wynagrodzeń, ale z drugiej pozwoli prowadzić projekty założone w aktualnej strategii.
- 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 12%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Program motywacyjny na lata 2020-2025, przyjęty dnia 28.07.2020 – 20.12.2022r. na NWZ głosowaniu zostanie poddane zaniechanie realizacji tego programu. Tego samego dnia akcjonariusze zdecydują o przyjęciu programu motywacyjnego na lata 2023-2027. Więcej o planowanym programie pod linkiem: <https://tinyurl.com/2569x5xb> . – nie uwzględniamy w naszym modelu.
- 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. 99,9 mln akcji (100,7 mln – 0,9 mln umorzonych).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 16 grudnia 2022 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 16,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 165 PLN.**

#### Model DCF

|                                          | 2021    | 2022P           | 2023P   | 2024P  | 2025P  | 2026P   | 2027P   | 2028P   | 2029P   | 2030P   | 2031P                                            |
|------------------------------------------|---------|-----------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------------------------------------------|
| Przychody ze sprzedaży [mln PLN]         | 888,2   | 894,4           | 1 111,0 | 769,1  | 671,1  | 1 239,0 | 4 162,8 | 2 918,8 | 5 142,8 | 7 244,2 | 4 004,5                                          |
| EBIT [mln PLN]                           | 232,9   | 322,8           | 474,8   | 190,1  | 99,6   | 573,0   | 2 838,0 | 1 794,7 | 3 074,8 | 4 867,5 | 2 513,1                                          |
| Stopa podatkowa                          | 10,0%   | 17,9%           | 11,9%   | 11,9%  | 11,9%  | 11,9%   | 11,9%   | 11,9%   | 11,9%   | 11,9%   | 11,9%                                            |
| Podatek od EBIT [mln PLN]                | 23,3    | 57,7            | 56,5    | 22,6   | 11,9   | 68,2    | 337,8   | 213,6   | 365,9   | 579,3   | 299,1                                            |
| NOPLAT [mln PLN]                         | 209,6   | 265,1           | 418,3   | 167,4  | 87,8   | 504,8   | 2 500,2 | 1 581,1 | 2 708,9 | 4 288,2 | 2 214,0                                          |
| Amortyzacja [mln PLN]                    | 104,7   | 130,8           | 136,6   | 120,5  | 125,6  | 114,9   | 269,9   | 120,7   | 592,0   | 810,7   | 440,5                                            |
| CAPEX [mln PLN]                          | -183,4  | -236,8          | -226,6  | -266,9 | -393,7 | -445,8  | -479,9  | -420,0  | -423,0  | -297,2  | -366,7                                           |
| Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]  | 1 058,2 | 14,3            | 24,7    | 3,5    | 12,7   | -32,4   | -206,4  | 29,1    | 62,3    | -306,4  | 126,3                                            |
| Inwestycje kapitałowe [mln PLN]          | 0,0     | 0,0             | 0,0     | 0,0    | 0,0    | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0     | 0,0                                              |
| FCF [mln PLN]                            | 1 189,2 | 173,5           | 353,1   | 24,6   | -167,6 | 141,4   | 2 083,7 | 1 310,9 | 2 940,2 | 4 495,2 | 2 414,2                                          |
| DFCF [mln PLN]                           | 1 189,2 | 172,6           | 310,8   | 19,1   | -115,6 | 86,3    | 1 124,9 | 626,3   | 1 243,1 | 1 681,9 | 799,4                                            |
| Suma DFCF [mln PLN]                      |         | 5 948,8         |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| Wartość rezydualna [mln PLN]             |         | 28 672,3        |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
|                                          |         |                 |         |        |        |         |         |         |         |         | wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0% |
| Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN] |         | 9 493,6         |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| Wartość firmy EV [mln PLN]               |         | 15 442,3        |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| Dług netto 2021 [mln PLN]                |         | -1 038,2        |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| <b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>        |         | <b>16 480,5</b> |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| Ilość akcji [mln szt.]                   |         | 99,9            |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |
| <b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>   |         | <b>165</b>      |         |        |        |         |         |         |         |         |                                                  |

|                               |         |        |        |         |         |         |        |        |       |        |
|-------------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|-------|--------|
| Przychody zmiana r/r          | 0,7%    | 24,2%  | -30,8% | -12,7%  | 84,6%   | 236,0%  | -29,9% | 76,2%  | 40,9% | -44,7% |
| EBIT zmiana r/r               | 38,6%   | 47,1%  | -60,0% | -47,6%  | 475,2%  | 395,3%  | -36,8% | 71,3%  | 58,3% | -48,4% |
| FCF zmiana r/r                | -85,4%  | 103,5% | -93,0% | -782,4% | -184,4% | 1373,3% | -37,1% | 124,3% | 52,9% | -46,3% |
| Marża EBITDA                  | 50,7%   | 55,0%  | 40,4%  | 33,6%   | 55,5%   | 74,7%   | 65,6%  | 71,3%  | 78,4% | 73,8%  |
| Marża EBIT                    | 36,1%   | 42,7%  | 24,7%  | 14,8%   | 46,2%   | 68,2%   | 61,5%  | 59,8%  | 67,2% | 62,8%  |
| Marża NOPLAT                  | 29,6%   | 37,7%  | 21,8%  | 13,1%   | 40,7%   | 60,1%   | 54,2%  | 52,7%  | 59,2% | 55,3%  |
| CAPEX / Przychody             | 26,5%   | 20,4%  | 34,7%  | 58,7%   | 36,0%   | 11,5%   | 14,4%  | 8,2%   | 4,1%  | 9,2%   |
| CAPEX / Amortyzacja           | 180,9%  | 165,9% | 221,5% | 313,5%  | 388,1%  | 177,8%  | 348,0% | 71,4%  | 36,7% | 83,2%  |
| Zmiana KO / Przychody         | -1,6%   | -2,2%  | -0,5%  | -1,9%   | 2,6%    | 5,0%    | -1,0%  | -1,2%  | 4,2%  | -3,2%  |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | -228,0% | -11,4% | 1,0%   | 13,0%   | 5,7%    | 7,1%    | 2,3%   | -2,8%  | 14,6% | 3,9%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Kalkulacja WACC

|                                        | 2022P  | 2023P  | 2024P  | 2025P  | 2026P  | 2027P  | 2028P  | 2029P  | 2030P  | 2031P  |
|----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Stopa wolna od ryzyka                  | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   |
| Premia za ryzyko                       | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   | 6,5%   |
| Beta                                   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   |
| 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                | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  |
| 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 | 6,6%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 7,0%   | 6,6%   |
| Udział kapitału obcego                 | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   | 0,0%   |
| WACC                                   | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  | 13,0%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

| wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym |     |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-------------------------------------------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| beta                                      |     | 0,5% | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% | 4,5% |
|                                           | 0,7 | 180  | 186  | 192  | 199  | 207  | 215  | 225  | 237  | 250  |
|                                           | 0,8 | 167  | 171  | 177  | 182  | 189  | 196  | 204  | 213  | 223  |
|                                           | 0,9 | 155  | 159  | 163  | 168  | 173  | 179  | 186  | 193  | 202  |
|                                           | 1,0 | 144  | 148  | 151  | 156  | 160  | 165  | 170  | 177  | 183  |
|                                           | 1,1 | 135  | 138  | 141  | 144  | 148  | 152  | 157  | 162  | 168  |
|                                           | 1,2 | 126  | 129  | 132  | 135  | 138  | 141  | 145  | 150  | 154  |
|                                           | 1,3 | 119  | 121  | 123  | 126  | 129  | 132  | 135  | 139  | 143  |

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% |
|                                           | 4,5%  | 181  | 187  | 193  | 200  | 208  | 217  | 227  | 239  | 252  |
|                                           | 5,5%  | 161  | 165  | 170  | 176  | 181  | 188  | 195  | 204  | 213  |
|                                           | 6,5%  | 144  | 148  | 151  | 156  | 160  | 165  | 170  | 177  | 183  |
|                                           | 7,5%  | 130  | 133  | 136  | 139  | 143  | 146  | 151  | 155  | 160  |
|                                           | 8,5%  | 118  | 120  | 123  | 125  | 128  | 131  | 134  | 138  | 142  |
|                                           | 9,5%  | 108  | 110  | 112  | 114  | 116  | 118  | 121  | 124  | 127  |
|                                           | 10,5% | 99   | 100  | 102  | 104  | 105  | 107  | 110  | 112  | 114  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

|                  |       | Beta |     |     |     |     |     |     |     |     |
|------------------|-------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Premia za ryzyko |       | 0,7  | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,5 |
|                  | 4,5%  | 245  | 235 | 225 | 217 | 210 | 203 | 197 | 191 | 186 |
|                  | 5,5%  | 214  | 204 | 195 | 188 | 181 | 176 | 170 | 166 | 161 |
|                  | 6,5%  | 188  | 179 | 172 | 165 | 159 | 154 | 149 | 145 | 142 |
|                  | 7,5%  | 167  | 159 | 152 | 146 | 141 | 137 | 133 | 129 | 126 |
|                  | 8,5%  | 149  | 142 | 136 | 131 | 127 | 123 | 119 | 116 | 113 |
|                  | 9,5%  | 134  | 128 | 123 | 118 | 114 | 111 | 108 | 105 | 103 |
|                  | 10,5% | 122  | 116 | 111 | 107 | 104 | 101 | 98  | 96  | 94  |

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 **35 PLN**, natomiast do globalnych **56 PLN**. W naszej wycenie uwzględniamy jedynie drugą z nich, nadając jej wartość 20%.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

|                                           | P/E         |             |            | EV/EBITDA  |            |            |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|                                           | 2022P       | 2023P       | 2024P      | 2022P      | 2023P      | 2024P      |
| 11 BIT STUDIOS                            | 64,5        | 10,7        | 9,7        | 47,1       | 9,5        | 6,5        |
| ARTIFEX MUNDI                             | 8,8         | 6,2         | 5,8        | 2,8        | 2,5        | 1,6        |
| HUUUGE GAMES                              | 9,9         | 10,3        | 10,5       | 3,4        | 2,7        | 2,0        |
| PCF GROUP                                 | 21,0        | 25,3        | 14,1       | 20,2       | 19,5       | 7,6        |
| PLAYWAY                                   | 17,5        | 14,6        | 14,8       | 12,2       | 10,0       | 9,9        |
| BOOMBIT                                   | 14,9        | 10,8        | 7,2        | 4,5        | 3,7        | 2,6        |
| TEN SQUARE GAMES                          | 10,8        | 10,0        | 10,6       | 7,6        | 6,5        | 6,6        |
| CREEPY JAR                                | 12,1        | 19,5        | 8,3        | 9,4        | 13,7       | 4,7        |
| BIG CHEESE STUDIO                         | 10,6        | 9,0         | 6,1        | 8,5        | 6,8        | 4,3        |
| <b>Mediana</b>                            | <b>12,1</b> | <b>10,7</b> | <b>9,7</b> | <b>8,5</b> | <b>6,8</b> | <b>4,7</b> |
| CD Projekt                                | 44,5        | 30,6        | 73,3       | 27,3       | 19,9       | 39,5       |
| Premia/dyskonto dla CD Projekt            | 267,7%      | 185,2%      | 654,3%     | 223,4%     | 191,4%     | 744,0%     |
| Wycena wg wskaźnika                       | 35,9        | 46,3        | 17,5       | 43,9       | 49,6       | 21,4       |
| Waga roku                                 | 20%         | 40%         | 40%        | 20%        | 40%        | 40%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> | <b>33</b>   |             |            | <b>37</b>  |            |            |
| Waga wskaźnika                            | 50%         |             |            | 50%        |            |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>35</b>   |             |            |            |            |            |

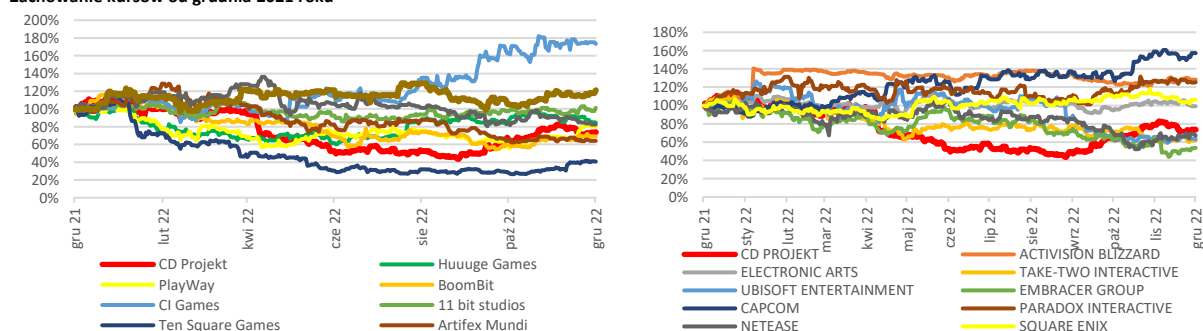
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

|                                           | P/E         |             |             | EV/EBITDA   |             |            |
|-------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
|                                           | 2022P       | 2023P       | 2024P       | 2022P       | 2023P       | 2024P      |
| ACTIVISION BLIZZARD INC                   | 25,1        | 19,5        | 17,9        | 18,1        | 13,0        | 11,2       |
| ELECTRONIC ARTS INC                       | 17,2        | 17,2        | 15,7        | 11,7        | 12,0        | 11,0       |
| FRONTIER DEVELOPMENTS PLC                 | 77,7        | 21,9        | 16,1        | 10,6        | 9,1         | 7,0        |
| TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE             | 30,4        | 27,1        | 16,7        | 20,0        | 18,5        | 12,5       |
| UBISOFT ENTERTAINMENT                     | 11,6        | 14,4        | 10,8        | 3,3         | 4,0         | 3,5        |
| EMBRACER GROUP AB                         | 17,5        | 8,2         | 7,7         | 10,1        | 7,9         | 5,4        |
| CAPCOM CO LTD                             | 37,6        | 31,9        | 28,0        | 23,0        | 19,3        | 16,2       |
| PARADOX INTERACTIVE AB                    | 29,1        | 28,2        | 24,9        | 14,7        | 12,5        | 11,2       |
| NETEASE INC                               | 16,0        | 15,7        | 14,2        | 12,4        | 9,6         | 7,5        |
| SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD               | 19,1        | 15,9        | 15,2        | 9,3         | 9,4         | 8,6        |
| <b>Mediana</b>                            | <b>22,1</b> | <b>18,3</b> | <b>15,9</b> | <b>12,0</b> | <b>10,8</b> | <b>9,8</b> |
| CD Projekt                                | 44,5        | 30,6        | 73,3        | 27,3        | 19,9        | 39,5       |
| Premia/dyskonto dla CD Projekt            | 101,6%      | 67,0%       | 360,1%      | 127,3%      | 84,7%       | 303,8%     |
| Wycena wg wskaźnika                       | 65,5        | 79,1        | 28,7        | 60,2        | 73,8        | 37,3       |
| Waga roku                                 | 20%         | 40%         | 40%         | 20%         | 40%         | 40%        |
| <b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b> | <b>56</b>   |             |             | <b>56</b>   |             |            |
| Waga wskaźnika                            | 50%         |             |             | 50%         |             |            |
| <b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>       | <b>56</b>   |             |             |             |             |            |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od grudnia 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## CZYNNIKI RYZYKA

### 1. Ryzyko związane z krótkim i niskim ogonem sprzedażowym gry „Cyberpunk 2077”

Jednym z głównych zagrożeń dla spółki może być porażka gry „Cyberpunk 2077” na poziomie sprzedaży ilości egzemplarzy, do której mogą przyczynić się dalsze problemy techniczne gry oraz zbyt długi proces ich naprawy, co może zniechęcić wielu potencjalnych graczy.

### 2. Ryzyko związane z wyciekami lub utratą danych oraz awarią krytycznej infrastruktury IT

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

### 3. Ryzyko związane z utratą reputacji

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

### 4. Ryzyko błędnego oszacowania nakładów i przyszłej sprzedaży

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

### 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 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.

### 7. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

### 8. 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.

### 9. Dystrybucja gier w chmurze

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

### 10. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

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

### 11. 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.

### 12. Ryzyko nieosiągnięcia celów produkcyjnych

Produkcja gier AAA charakteryzuje się m.in. złożonością i iteracyjnością procesów oraz długim czasem produkcji co wymaga od twórców dostosowywania się do zmieniającego rynku, przewidywania preferencji graczy oraz trendów kreowanych przez konkurencyjne studia gamingowe. Ryzyko błędnego oszacowania harmonogramu prac nad konkretnym tytułem jest nieodłącznym elementem realizowanych przez grupę prac badawczych i rozwojowych o innowacyjnym charakterze.

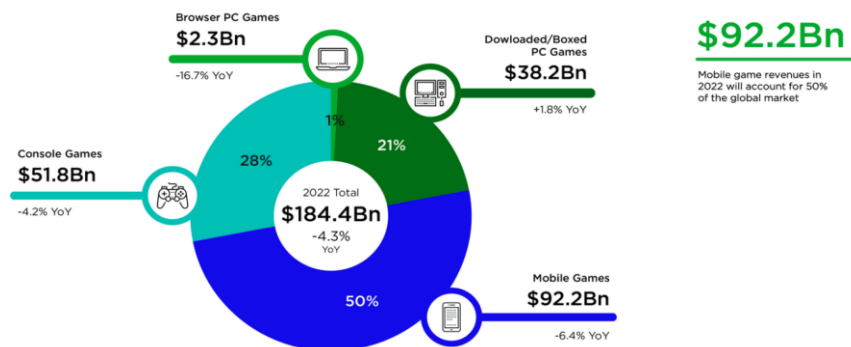
## OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Po raz pierwszy odkad firma analityczna Newzoo zaczęła śledzić globalne przychody z rynku gier, przewiduje spadek rynku z roku na rok. Na podstawie naszej obszernej analizy wyników finansowych ponad 150 notowanych na giełdzie spółek z branży gier (za pierwsze sześć miesięcy roku kalendarzowego 2022) szacuje obecnie, że rynek gier wygeneruje w 2022 roku 184,4 mld USD, co oznacza spadek o 4,3% r/r.

Według portalu Newzoo rynek gier na PC wygeneruje 40,5 mld USD w 2022 roku, co oznacza wzrost o +0,5% r/r. Gry przeglądarkowe na komputery PC pozostają sektorem schyłkowym, mimo że rok 2020 przyniósł krótkie odrodzenie tych gier. Segment spadnie o kolejne -16,7% r/r do 2,3 mld USD, ponieważ więcej osób migruje do gier mobilnych, a pozostali wydają średnio mniej. Jednak wzrost o 1,8% r/r w segmencie komputerów będzie więcej niż wystarczający, aby to zrekompensować, napędzając połączony rynek gier na komputery PC do wzrostu.

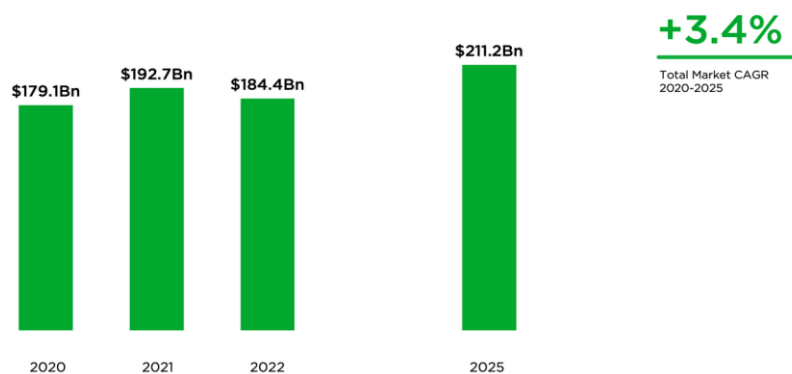
Firma prognozuje, że rynek gier mobilnych wygeneruje 92,2 mld USD w 2022 r., co oznacza spadek o 6,4% r/r. Jej szacunki dla rynku gier mobilnych zmieniły się istotnie w stosunku do poprzedniej prognozy. Chociaż spodziewała się, że zmiany IDFA i presja inflacyjna zmniejszy wydatki na gry mobilne, 1Q'22 był nadal stosunkowo dobry. Jednak wydatki w 2Q'22 były znacznie niższe niż w zeszłym roku, a oznaki wskazują, że nie poprawiły się w 3Q'22. Druga połowa 2021 roku była szczególnie mocnym okresem dla rynku gier mobilnych, a Newzoo nie przewiduje, aby rynek był w stanie powtórzyć te wyniki, nie mówiąc już o wzroście.

Podział rynku gamingowego w 2022 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



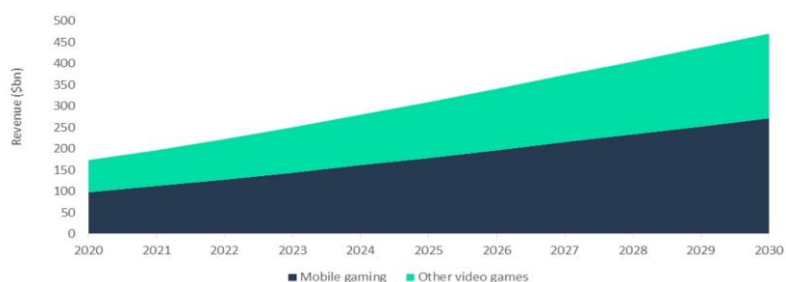
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2020-2025



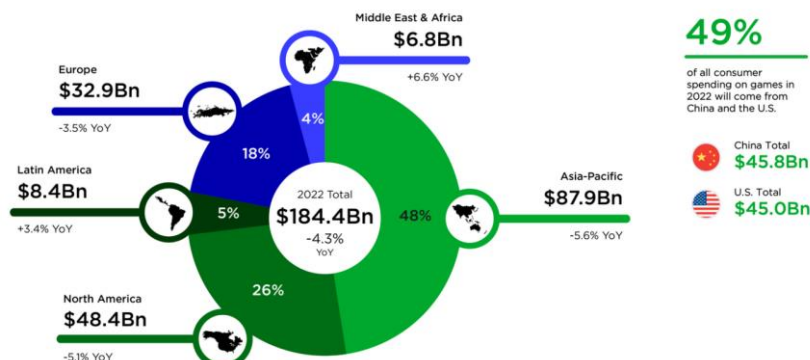
Źródło: Newzoo

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



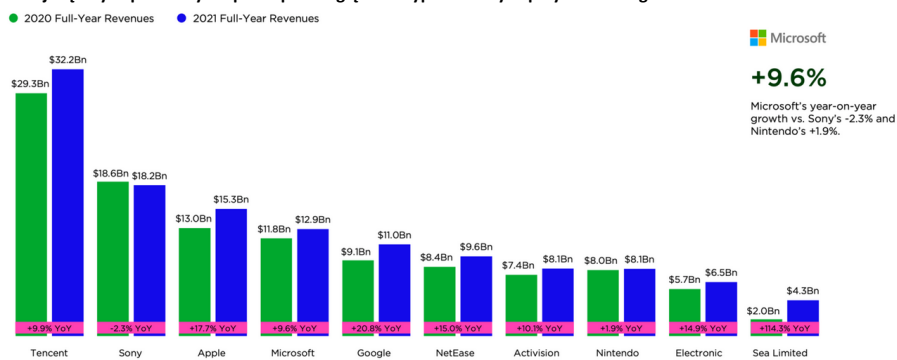
Źródło: GlobalData Thematic Research

## Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

## 10 największych publicznych spółek pod względem wypracowanych przychodów z gier w latach 2020-2021.



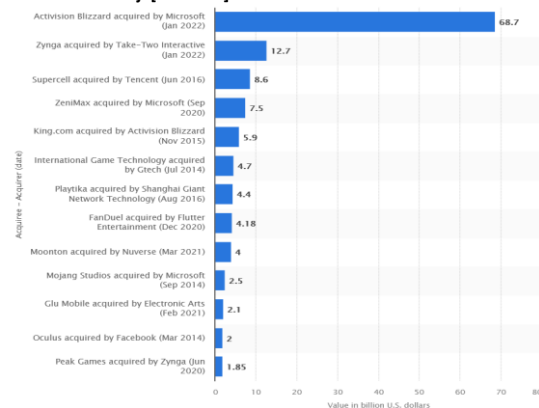
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

## TOP 10 państw pod względem wielkości przychodów w 2022 roku

|     | Market         | Revenue (USD) | Players |
|-----|----------------|---------------|---------|
| 1.  | China          | 45.8B         | 742.2M  |
| 2.  | United States  | 45.0B         | 197.2M  |
| 3.  | Japan          | 20.0B         | 78.1M   |
| 4.  | South Korea    | 7.9B          | 33.8M   |
| 5.  | Germany        | 6.6B          | 49.8M   |
| 6.  | United Kingdom | 5.5B          | 39.1M   |
| 7.  | France         | 4.1B          | 39.3M   |
| 8.  | Canada         | 3.4B          | 21.9M   |
| 9.  | Italy          | 3.0B          | 37.6M   |
| 10. | Brazil         | 2.6B          | 100.7M  |

Źródło: Newzoo

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



Źródło: statista.com

Pod koniec listopada'22 platforma Steam pobiła kolejny rekord wszechczasów. Jak pokazano na stronie SteamDB, platforma od Valve osiągnęła kolejny szczyt liczby graczy na poziomie z 31,9 mln.

## Liczba aktywnych użytkowników platformy Steam [mln]



Źródło: steamdb.com

## OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'21 I PODSUMOWANIE KONFERENCJI

Wyniki za 3Q'2022 [mln PLN]

|                                 | 3Q'21 | 3Q'22 | zmiana r/r | 3Q'22P BDM | odchyl. | 3Q'22P kons. | odchyl. |
|---------------------------------|-------|-------|------------|------------|---------|--------------|---------|
| Przychody                       | 144,5 | 245,5 | 69,9%      | 246,4      | -0,4%   | 250,4        | -2,0%   |
| Wynik brutto ze sprzedaży       | 91,5  | 166,3 | 81,7%      | 177,5      | -6,3%   | -            | -       |
| EBITDA                          | 42,9  | 148,8 | 246,9%     | 128,1      | 16,2%   | 136,3        | 9,1%    |
| EBIT                            | 15,6  | 97,1  | 521,1%     | 102,4      | -5,2%   | 102,7        | -5,4%   |
| Zysk (strata) brutto            | 16,4  | 112,0 | 583,2%     | 104,6      | 7,1%    | -            | -       |
| Zysk (strata) netto             | 16,3  | 98,7  | 504,0%     | 84,7       | 16,5%   | 95,5         | 3,3%    |
| Marża zysku brutto ze sprzedaży | 63,4% | 67,7% |            | 72,1%      |         | -            |         |
| Marża EBITDA                    | 29,7% | 60,6% |            | 52,0%      |         | 54,5%        |         |
| Marża EBIT                      | 10,8% | 39,5% |            | 41,6%      |         | 41,0%        |         |
| Marża zysku netto               | 11,3% | 40,2% |            | 34,4%      |         | 38,1%        |         |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

- Spółka w 3Q'22 wypracowała 245,5 mln PLN przychodów (+69,9% r/r), z czego CD Projekt Red wygenerował 205,2 mln PLN (+95,8% r/r), a 44,0 mln PLN Gog.com. (5,4% r/r).
- Znaczący względem okresu porównawczego wzrost wartości przychodów ze sprzedaży grupy w 3Q'22 wynika głównie z dobrego odbioru udostępnionego we wrześniu Cyberpunk EDGERUNNERS update 1.6 poprzedzającego premierę w serwisie Netflix serialu anime CYBERPUNK EDGERUNNER oraz rozpoznania przychodów licencyjnych z tytułu wyżej wspomnianej premiery serialu.
- W 3Q'22 koszty sprzedanych produktów, usług, towarów i materiałów wyniosły 79,2 mln PLN (+49,6% r/r), z czego 48,6 mln PLN dotyczy kosztów wytworzenia sprzedanych produktów (+109,3% r/r, ujemne są głównie koszty amortyzacji nakładów na prace rozwojowe, znaczący wzrost tej pozycji wynika z jednorazowego rozpoznania kosztów produkcji serialu „Cyberpunk Edgerunners”), a 30,6 mln PLN wartości sprzedanych towarów i materiałów (+3,0% r/r).
- Koszty sprzedaży spadły o 1,7% r/r do poziomu 54,4 mln PLN – pozycja ta obejmuje wydatki związane z serwisem i obsługą wydawniczą gry CP2077 (w porównaniu do 3Q'21 wartość kosztów serwisu uległa istotnej redukcji, głównie ze względu na zmniejszenie kosztów związanych z pracą nad aktualizacjami gry CP2077).
- Koszty ogólnego zarządu wyniosły 17,9 mln PLN (-23,1% r/r) – z czego za 0,4 mln PLN odpowiadała faza badawcza dotycząca przyszłych projektów (vs 1,7 mln PLN w 3Q'21).
- Przychody finansowe w omawianym okresie sięgnęły 33,2 mln PLN, z czego 9,3 mln PLN stanowiły przychody z odsetek, 15,9 mln PLN to nadwyżka dodatnich różnic kursowych, 4,9 mln PLN zysk na wykupie obligacji, a 3,1 mln PLN to rozliczenie i wycena pochodnych instrumentów fin. Koszty finansowe w 3Q'22 sięgnęły 18,3 mln PLN, z czego 18,0 mln PLN to rozliczenie i wycena pochodnych instrumentów fin.
- Efektywna stawka podatkowa wyniosła 11,9%.
- W całym 3Q'22 spółka wypracowała 98,7 mln PLN zysku netto (+504,0% r/r), z czego CDR = 97,4 mln PLN, a Gog.com = 1,3 mln PLN.
- W 3Q'22 CF operacyjny wyniósł 69,4 mln PLN, CF inwestycyjny = -454,1 mln PLN (410,5 = założenie lokat powyżej 3 msc.), CF finansowy = -101,6 mln PLN (z czego 100,7 mln PLN stanowiła wypłata dywidendy).
- Łączna wartość rezerw finansowych w postaci środków pieniężnych i ekwiwalentów, lokat bankowych powyżej 3 miesięcy oraz płynnych aktywów finansowych w formie nabytych obligacji skarbowych (łącznie ujętych w krótkoterminowych i długoterminowych Pozostałych aktywach finansowych) w posiadaniu grupy na dzień koniec 3Q'22 wyniosła 1 095,7 mln PLN (-82,5 mln PLN q/q).

## Podsumowanie konferencji po wynikach (28.11.2022r.):

- Sprzedaż „Cyberpunka” dalej utrzymuje się powyżej poziomu sprzed premiery serialu Netflixa.
- CDR zamierza po premierze DLC „Phantom Liberty” rozpocząć prace koncepcyjne w mniejszym zespole (niektórzy deweloperzy dołączą do „Polarisa” i będą pomagać w jego rozwoju) nad sequelem gry „Cyberpunk 2077” (projekt Orion) w 2023 r. natomiast przewiduje, że preprodukcja tego tytułu wystartuje w 2024r.
- Spółka chce ciągle rosnąć. W tym roku przybyło jej do tej pory około 100 osób netto i będzie rosła dalej. Wierzy, że ma bardzo dobry start z obecnym zespołem, aby kontynuować rozwój „Polarisa”, a następnie „przeskoczyć” do „Oriona” w przyszłym roku.
- „Phantom Liberty” - w tym momencie nad DLC pracuje niemal 350 osób.
- Nad projektami Polaris i Syriusz, pracuje odpowiednio ponad 150 osób i 60 sposob.
- Podczas następnego nadzwyczajnego walnego zgromadzenia zarząd przedstawi program na lata 2023-2027.
- CDR zamierza wesprzeć marketingowo premierę „W3” na next-geny.
- Po serialu „Cyberpunk Edgerunners” spółka ma apetyt na więcej ale nie chce nic więcej teraz zdradzać.

## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Spodziewamy się dobrych wyników za 4Q'22, które będą wspierane przez dalszą, lepszą sprzedaż „Cyberpunka” vs przed patchem 1.6 i premierą serialu „Edgerunners” (zakładamy wzrost sprzedanych kopii z 1,2 mln w 3Q'22 do 1,3 mln w 4Q'22) generując 130 mln PLN oraz debiut „Wiedźmina 3” na konsole nowej generacji wraz z nowym serialem od Netflixa („Wiedźmin: Rodowód krwi”, 25.12.2022), którego monetyzacja wzrośnie q/q do ok. 105% (ok. 75 mln PLN przychodów). W całym 4Q'22 zakładamy 271,0 mln PLN przychodów. Jeżeli chodzi o koszty, spodziewamy się wzrostu nakładów marketingowych w związku z wyżej wspomnianą premierą W3 na next-geny (co również będzie wiązało się ze wzrostem amortyzacji) i dalszymi akcjami promocyjnymi związanymi z dodatkiem do „Cyberpunka”. W grudniu spółka poinformowała o decyzji stopniowego wygaszania projektu mobilnego „Wiedźmin: Pogromca Potworów”, w związku z czym zarząd spółki zleci przeprowadzenie testu na utratę wartości. Aktualizacja wartości udziałów Spokko uwzględniona zostanie w wynikach za 2022r. Całkowita wartość udziałów Spokko w księgach CDR na dzień 05.12.2022 r. wynosiła 32,4 mln PLN. W związku z powyższym istnieje duże prawdopodobieństwo, że w wynikach za 4Q'22 może pojawić się one-off, jednak nie ujmujemy go w naszych prognozach. W całym 4Q'22 zakładamy 123,8 mln PLN EBITDA oraz 83,8 mln PLN zysku netto.

Prognozujemy utrzymanie poprawy sprzedaży r/r gry „Cyberpunk 2077” w kolejnych kwartałach oraz wydłużenie jej ogona sprzedażowego. Przypominamy, że aktualnie największe wolumeny tego tytułu sprzedawane są na wyprzedaniach. Liczymy jednak, że po wydaniu takiej wersji, która sprawdziła się również z „W3” czyli „Game of the Year Edition”, razem z dodatkiem „Widmo Wolności” i dużym updatem gry efektywna cena sprzedaży będzie wyższa niż w ostatnich miesiącach. Ponadto spodziewamy się, że kolejne patche istotnie wpłyną na dalszą poprawę rozgrywki, co również przełoży się na poprawiającą się ocenę gry, jak i sprzedaż tytułu.

W 2023 r. roku będzie miała miejsce premiera płatnego rozszerzenia do gry „Cyberpunk 2077”. W naszych prognozach zakładamy debiut DLC w 2Q'23, z ceną na poziomie 25 USD. Pomimo iż dodatek ten nie trafi na konsole starej generacji prognozujemy, że sprzedaż „Widma Wolności” będzie kształtowała się na poziomie 20% sprzedaży „podstawki” (po odjęciu konsol starej generacji), w związku z czym w istotny sposób przełoży się na poprawę wyników spółki w 2023r. (szacujemy, że doda w tym okresie od siebie 335,0 mln PLN przychodów). W całym 2023 roku zakładamy 1 111,0 mln PLN przychodów, 611,4 mln PLN EBITDA, 474,8 mln PLN EBIT oraz 430,4 mln PLN zysku netto. Szacujemy, że w tym okresie spółka sprzeda 4,1 mln sztuk gry „Cyberpunk 2077” oraz 3,8 mln sztuk „Widma Wolności”.

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

|                                   | 1Q'21 | 2Q'21 | 3Q'21P | 4Q'21 | 1Q'22 | 2Q'22 | 3Q'22 | 4Q'22P | 1Q'23P | 2Q'23P | 3Q'23P | 4Q'23P |
|-----------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Przychody                         | 197,6 | 273,0 | 144,5  | 273,1 | 216,1 | 161,8 | 245,5 | 271,0  | 178,7  | 526,5  | 199,2  | 206,4  |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 135,4 | 173,1 | 91,5   | 238,0 | 168,5 | 108,1 | 166,3 | 189,1  | 123,0  | 448,5  | 124,9  | 118,6  |
| EBITDA                            | 71,0  | 107,0 | 42,9   | 116,7 | 107,2 | 73,8  | 148,8 | 123,8  | 73,5   | 361,5  | 90,7   | 85,8   |
| EBIT                              | 43,2  | 79,4  | 15,6   | 94,7  | 85,3  | 52,2  | 97,1  | 88,3   | 53,2   | 322,7  | 51,9   | 46,9   |
| Zysk brutto                       | 37,1  | 78,8  | 16,4   | 86,8  | 91,9  | 61,7  | 112,0 | 95,1   | 56,6   | 326,1  | 55,4   | 50,4   |
| Zysk netto                        | 32,5  | 72,6  | 16,3   | 87,5  | 68,9  | 44,8  | 98,7  | 83,8   | 49,9   | 287,3  | 48,8   | 44,4   |
| Marża brutto ze sprzedaży         | 68,5% | 63,4% | 63,4%  | 87,1% | 78,0% | 66,8% | 67,7% | 69,8%  | 68,8%  | 85,2%  | 62,7%  | 57,5%  |
| Marża EBITDA                      | 35,9% | 39,2% | 29,7%  | 42,7% | 49,6% | 45,6% | 60,6% | 45,7%  | 41,1%  | 68,7%  | 45,5%  | 41,5%  |
| Marża EBIT                        | 21,9% | 29,1% | 10,8%  | 34,7% | 39,5% | 32,2% | 39,5% | 32,6%  | 29,8%  | 61,3%  | 26,1%  | 22,7%  |
| Marża zysku netto                 | 16,4% | 26,6% | 11,3%  | 32,0% | 31,9% | 27,7% | 40,2% | 30,9%  | 27,9%  | 54,6%  | 24,5%  | 21,5%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

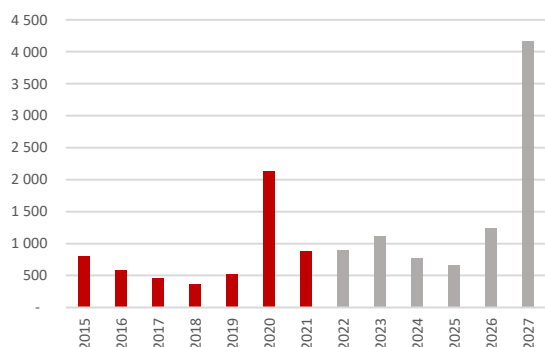
### Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

|                                   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020    | 2021  | 2022P | 2023P   | 2024P | 2025P | 2026P   | 2027P   |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|---------|
| Przychody                         | 583,9 | 463,2 | 362,9 | 521,3 | 2 138,9 | 888,2 | 894,4 | 1 111,0 | 769,1 | 671,1 | 1 239,0 | 4 162,8 |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży | 470,7 | 381,0 | 256,6 | 360,0 | 1 647,5 | 637,9 | 632,0 | 815,0   | 491,9 | 417,9 | 1 014,9 | 3 556,2 |
| EBITDA                            | 339,3 | 245,8 | 129,0 | 217,8 | 1 424,7 | 337,6 | 453,7 | 611,4   | 310,6 | 225,2 | 687,9   | 3 107,9 |
| EBIT                              | 303,6 | 240,9 | 112,4 | 180,3 | 1 157,1 | 232,9 | 322,8 | 474,8   | 190,1 | 99,6  | 573,0   | 2 838,0 |
| Zysk brutto                       | 311,9 | 247,4 | 123,0 | 189,2 | 1 164,9 | 219,1 | 360,8 | 488,6   | 204,0 | 113,4 | 586,6   | 2 853,1 |
| Zysk netto                        | 250,5 | 200,3 | 109,3 | 175,3 | 1 154,3 | 208,9 | 296,2 | 430,4   | 179,7 | 99,9  | 516,8   | 2 513,5 |
| Marża brutto ze sprzedaży         | 80,6% | 82,3% | 70,7% | 69,1% | 77,0%   | 71,8% | 70,7% | 73,4%   | 64,0% | 62,3% | 81,9%   | 85,4%   |
| Marża EBITDA                      | 58,1% | 53,1% | 35,6% | 41,8% | 66,6%   | 38,0% | 50,7% | 55,0%   | 40,4% | 33,6% | 55,5%   | 74,7%   |
| Marża EBIT                        | 52,0% | 52,0% | 31,0% | 34,6% | 54,1%   | 26,2% | 36,1% | 42,7%   | 24,7% | 14,8% | 46,2%   | 68,2%   |
| Marża zysku netto                 | 42,9% | 43,2% | 30,1% | 33,6% | 54,0%   | 23,5% | 33,1% | 38,7%   | 23,4% | 14,9% | 41,7%   | 60,4%   |

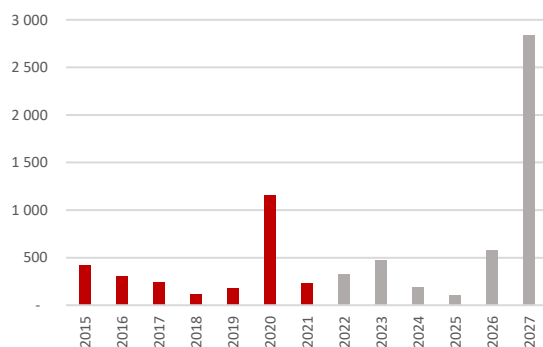
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



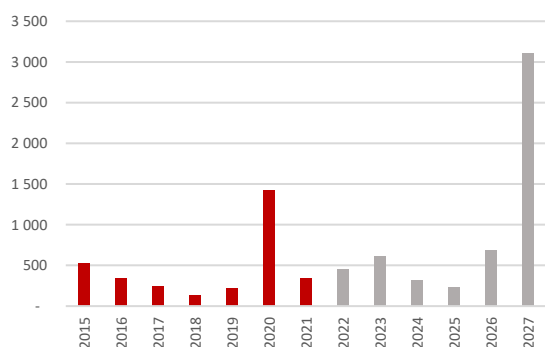
**Przychody [mln PLN]**



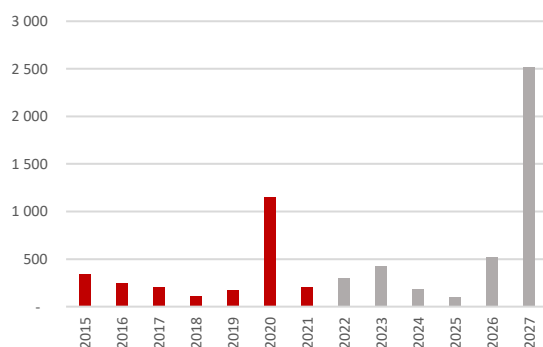
**EBIT [mln PLN]**



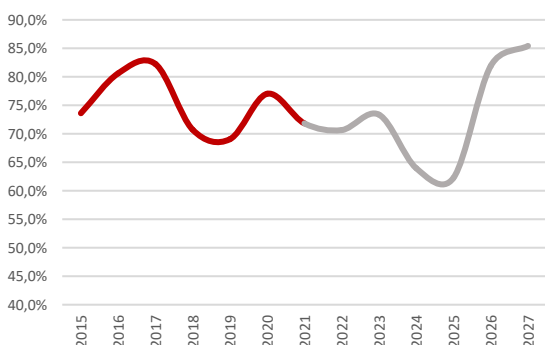
**EBITDA [mln PLN]**



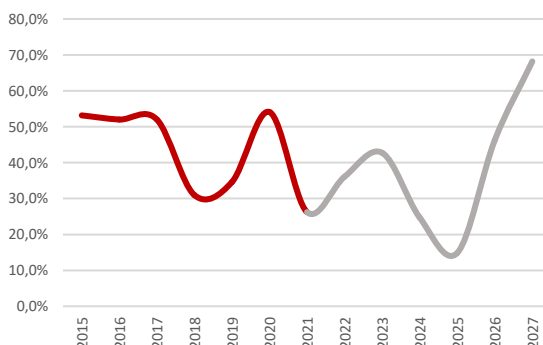
**Zysk netto [mln PLN]**



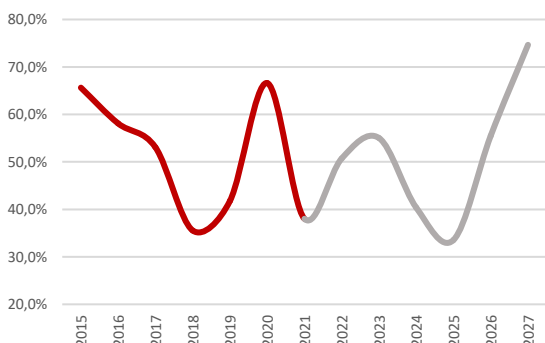
**Rentowność brutto [%]**



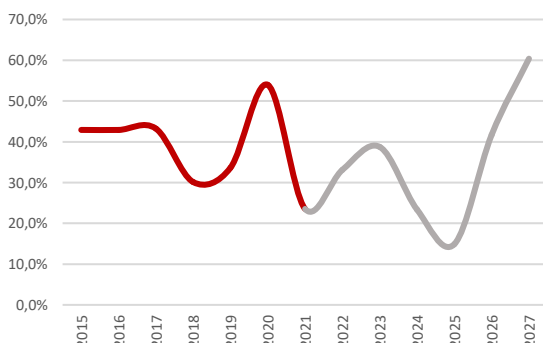
**Rentowność EBIT [%]**



**Rentowność EBITDA [%]**



**Rentowność netto [%]**



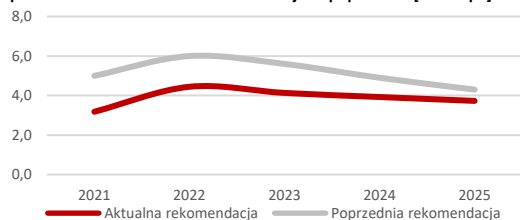
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Od naszej ostatniej rekomendacji wiele w spółce się zmieniło. Główne modyfikacje naszych założeń dotycząc m.in.:

- niższa wolumenowo sprzedaż gry „Cyberpunk 2077”:

**Sprzedaż CP2077 - aktualna rekomendacja vs poprzednia [mln kopii]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

- jedno płatne rozszerzenie vs trzy;
- zakładana premiera „Wiedźmina 4” w 2025r. vs aktualna premiera „P.Polaris” cz.1. w 2027r.;
- uwzględnienie w modelu nowych projektów przedstawionych podczas aktualizacji strategii, to jest:
  - IP Wiedźmina: „P.Syriusz” (premiera w 2026 r.), „P.Polaris” cz.1. (premiera w 2027 r.), „P.Polaris” cz.2. (premiera w 2030 r.), „P.Polaris” cz. 3 (premiera w 2033 r.), „Canis Majoris”/ Remake „W1” (premiera w 2028 r.);
  - IP Cyberpunka: „P.Orion” (premiera w 2029 r.);
  - Nowe IP: „P.Hadar” (premiera w 2032 r.);
- znaczące powiększenie grupy w związku z realizacją wielu projektów, w tym tworzenie nowego zespołu w USA, którego zakładany przez nas koszt będzie o ok. 50% wyższy vs lokalni deweloperzy;
- zaprzestanie rozwoju gry mobilnej „The Witcher: Monster Slayer”;
- wyższa sprzedaż W3 w związku z nowymi wydarzeniami (kolejne sezony „Wiedźmina”, nowe serie oparte o to IP);
- brak uwzględnienia dodatkowych wpływów z trybów multiplayer w nowych produkcjach.

**Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.06.2021 [mln PLN]**

|                                     | 2021           | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          |
|-------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>POPRZEDNIA REKOMENDACJA</b>      |                |                |                |                |                |
| <b>Przychody [mln PLN]</b>          | <b>2 019,3</b> | <b>2 026,8</b> | <b>1 306,8</b> | <b>1 190,8</b> | <b>4 003,2</b> |
| Wiedźmin 1-3                        | 219,0          | 120,5          | 90,7           | 55,2           | 27,4           |
| Cyberpunk 2077 (+ DLC)              | 446,2          | 907,0          | 832,8          | 487,5          | 373,2          |
| Cyberpunk Multiplayer               | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Wiedźmin 4                          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 1 017,1        |
| <b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>        |                |                |                |                |                |
| <b>Przychody [mln PLN]</b>          | <b>888,2</b>   | <b>894,4</b>   | <b>1 111,0</b> | <b>769,1</b>   | <b>671,1</b>   |
| Wiedźmin 1-3                        | 229,5          | 196,0          | 156,7          | 139,8          | 123,0          |
| Cyberpunk 2077 (+ DLC)              | 324,0          | 431,2          | 389,5          | 331,9          | 267,0          |
| -DLC "Widmo Wolności"               | 0,0            | 0,0            | 335,0          | 61,9           | 54,3           |
| Canis Majoris/ remake "Wiedźmina 1" | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Polaris pierwsza część      | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Polaris druga część         | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Polaris trzecia część       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Syriusz                     | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Orion                       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Projekt Hadar                       | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Gog.com                             | 200,0          | 185,2          | 210,2          | 216,5          | 204,6          |
| <b>ZMIANA %</b>                     |                |                |                |                |                |
| <b>Przychody [mln PLN]</b>          | <b>-56,0%</b>  | <b>-55,9%</b>  | <b>-15,0%</b>  | <b>-35,4%</b>  | <b>-83,2%</b>  |
| Wiedźmin 1-3                        | 4,8%           | 62,7%          | 72,8%          | 153,3%         | 349,0%         |
| Cyberpunk 2077 (+ DLC)              | -27,4%         | -52,5%         | -53,2%         | -31,9%         | -28,5%         |
| Wiedźmin 4                          | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | 0,0%           | -100,0%        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.06.2021 [mln PLN]**

|                           | 2022P      |        |        | 2023P      |          |        | 2024P      |        |        |
|---------------------------|------------|--------|--------|------------|----------|--------|------------|--------|--------|
|                           | poprzednia | obecna | zmiana | poprzednia | obecna   | zmiana | poprzednia | obecna | zmiana |
| Przychody                 | 1 371,50   | 894,45 | -34,8% | 1 298,80   | 1 110,95 | -14,5% | 957,10     | 769,1  | -19,6% |
| Wynik brutto ze sprzedaży | 1 002,30   | 631,97 | -36,9% | 835,60     | 815,00   | -2,5%  | 460,2      | 491,9  | 6,9%   |
| EBITDA                    | 814,20     | 453,70 | -44,3% | 704,60     | 611,41   | -13,2% | 369        | 310,6  | -15,8% |
| EBIT                      | 707,80     | 322,85 | -54,4% | 570,20     | 474,81   | -16,7% | 212,4      | 190,1  | -10,5% |
| Wynik brutto              | 712,50     | 360,76 | -49,4% | 576,20     | 488,58   | -15,2% | 218,3      | 204,0  | -6,5%  |
| Wynik netto               | 641,30     | 296,24 | -53,8% | 518,60     | 430,43   | -17,0% | 196,5      | 179,7  | -8,5%  |
| marża brutto              | 73,1%      | 70,7%  |        | 64,3%      | 73,4%    |        | 48,10%     | 64,0%  |        |
| marża EBITDA              | 59,4%      | 50,7%  |        | 54,3%      | 55,0%    |        | 38,50%     | 40,4%  |        |
| marża EBIT                | 51,6%      | 36,1%  |        | 43,9%      | 42,7%    |        | 22,20%     | 24,7%  |        |
| marża netto               | 46,8%      | 33,1%  |        | 39,9%      | 38,7%    |        | 20,50%     | 23,4%  |        |
| USD/PLN                   | 3,827      | 4,567  | 19,3%  | 3,777      | 4,563    | 20,8%  | 3,716      | 4,484  | 20,7%  |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE

| Bilans [mln PLN]                       | 2017         | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
|----------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktywa trwałe</b>                   | <b>255,5</b> | <b>388,3</b>   | <b>679,1</b>   | <b>764,2</b>   | <b>905,8</b>   | <b>1 112,0</b> | <b>1 201,9</b> | <b>1 348,3</b> | <b>1 616,4</b> | <b>1 947,4</b> | <b>2 157,4</b> |
| Rzeczowe aktywa trwałe                 | 18,8         | 19,2           | 105,3          | 105,3          | 115,2          | 134,2          | 142,3          | 150,4          | 158,5          | 166,7          | 174,8          |
| Wartości niematerialne                 | 46,9         | 50,2           | 59,8           | 59,8           | 58,4           | 70,2           | 71,3           | 71,4           | 69,4           | 67,7           | 66,9           |
| Nakłady na prace rozwojowe             | 142,5        | 242,8          | 385,8          | 406,8          | 350,2          | 466,2          | 546,9          | 685,1          | 947,1          | 1 271,6        | 1 474,4        |
| Wartość firmy                          | 46,4         | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           | 56,4           |
| Pozostałe aktywa trwałe                | 0,9          | 19,6           | 71,8           | 135,8          | 325,6          | 384,9          | 384,9          | 384,9          | 384,9          | 384,9          | 384,9          |
| <b>Aktywa obrotowe</b>                 | <b>726,0</b> | <b>738,5</b>   | <b>725,0</b>   | <b>2 130,3</b> | <b>1 252,9</b> | <b>1 101,5</b> | <b>1 273,5</b> | <b>1 180,2</b> | <b>1 005,8</b> | <b>1 109,7</b> | <b>2 996,8</b> |
| Zapasy                                 | 0,3          | 0,3            | 12,9           | 7,0            | 15,9           | 16,0           | 12,2           | 11,6           | 9,7            | 14,7           | 20,7           |
| Należności                             | 63,8         | 38,7           | 210,3          | 1 275,8        | 238,9          | 212,4          | 173,7          | 168,2          | 148,2          | 199,0          | 496,2          |
| Pozostałe aktywa finansowe             | 0,0          | 19,2           | 0,0            | 13,4           | 307,8          | 289,7          | 289,7          | 289,7          | 289,7          | 289,7          | 289,7          |
| Inne aktywa obrotowe                   | 14,3         | 21,5           | 19,6           | 106,4          | 13,8           | 28,1           | 28,1           | 28,1           | 28,1           | 28,1           | 28,1           |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty     | 647,5        | 658,9          | 482,3          | 727,7          | 676,6          | 555,3          | 769,9          | 682,6          | 530,1          | 578,3          | 2 162,3        |
| <b>Aktywa razem</b>                    | <b>981,5</b> | <b>1 126,8</b> | <b>1 404,1</b> | <b>2 894,5</b> | <b>2 158,7</b> | <b>2 213,4</b> | <b>2 475,4</b> | <b>2 528,5</b> | <b>2 622,2</b> | <b>3 057,1</b> | <b>5 154,2</b> |
| <b>Kapitał własny</b>                  | <b>882,9</b> | <b>1 002,9</b> | <b>1 105,7</b> | <b>2 187,4</b> | <b>1 894,4</b> | <b>1 982,4</b> | <b>2 264,7</b> | <b>2 315,3</b> | <b>2 415,2</b> | <b>2 832,1</b> | <b>4 828,8</b> |
| <b>Zobowiązania długoterminowe</b>     | <b>4,1</b>   | <b>6,7</b>     | <b>25,2</b>    | <b>166,2</b>   | <b>36,1</b>    | <b>35,6</b>    | <b>35,6</b>    | <b>35,6</b>    | <b>35,6</b>    | <b>35,6</b>    | <b>35,6</b>    |
| <b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>    | <b>94,5</b>  | <b>117,3</b>   | <b>273,3</b>   | <b>541,0</b>   | <b>228,3</b>   | <b>195,5</b>   | <b>175,2</b>   | <b>177,6</b>   | <b>171,4</b>   | <b>189,4</b>   | <b>289,9</b>   |
| Zobowiązania handlowe i inne           | 47,8         | 90,5           | 73,3           | 153,3          | 113,7          | 128,7          | 110,9          | 108,3          | 99,2           | 122,5          | 219,2          |
| Rozliczenia międzyokresowe przychodów  | 3,1          | 3,6            | 161,4          | 47,8           | 31,5           | 12,4           | 9,9            | 14,9           | 17,8           | 12,5           | 16,2           |
| Pozostałe rezerwy                      | 43,6         | 23,2           | 38,7           | 340,0          | 83,0           | 54,4           | 54,4           | 54,4           | 54,4           | 54,4           | 54,4           |
| <b>Pasywa razem</b>                    | <b>981,5</b> | <b>1 126,8</b> | <b>1 404,1</b> | <b>2 894,5</b> | <b>2 158,7</b> | <b>2 213,4</b> | <b>2 475,4</b> | <b>2 528,5</b> | <b>2 622,2</b> | <b>3 057,1</b> | <b>5 154,2</b> |
|                                        |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| Rachunek zysków i strat [mln PLN]      | 2017         | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
| Przychody ze sprzedaży                 | 463,2        | 362,9          | 521,3          | 2 138,9        | 888,2          | 894,4          | 1 111,0        | 769,1          | 671,1          | 1 239,0        | 4 162,8        |
| Zysk (strata) brutto ze sprzedaży      | 381,0        | 256,6          | 360,0          | 1 647,5        | 637,9          | 632,0          | 815,0          | 491,9          | 417,9          | 1 014,9        | 3 556,2        |
| EBITDA                                 | 245,8        | 129,0          | 217,8          | 1 424,7        | 337,6          | 453,7          | 611,4          | 310,6          | 225,2          | 687,9          | 3 107,9        |
| Amortyzacja                            | 4,9          | 16,6           | 37,5           | 267,7          | 104,7          | 130,8          | 136,6          | 120,5          | 125,6          | 114,9          | 269,9          |
| EBIT                                   | 240,9        | 112,4          | 180,3          | 1 157,1        | 232,9          | 322,8          | 474,8          | 190,1          | 99,6           | 573,0          | 2 838,0        |
| Saldo działalności finansowej          | 6,5          | 10,6           | 8,9            | 7,9            | -13,8          | 37,9           | 13,8           | 14,0           | 13,8           | 13,7           | 15,1           |
| Zysk (strata) brutto                   | 247,4        | 123,0          | 189,2          | 1 164,9        | 219,1          | 360,8          | 488,6          | 204,0          | 113,4          | 586,6          | 2 853,1        |
| Zysk (strata) netto                    | 200,3        | 109,3          | 175,3          | 1 154,3        | 208,9          | 296,2          | 430,4          | 179,7          | 99,9           | 516,8          | 2 513,5        |
|                                        |              |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| CF [mln PLN]                           | 2017         | 2018           | 2019           | 2020           | 2021           | 2022P          | 2023P          | 2024P          | 2025P          | 2026P          | 2027P          |
| Przepływy z działalności operacyjnej   | 233,1        | 132,6          | 216,7          | 711,7          | 967,8          | 306,6          | 575,5          | 294,8          | 227,4          | 580,3          | 2 565,6        |
| Przepływy z działalności inwestycyjnej | -282,1       | -95,0          | -164,5         | -106,4         | -613,8         | -376,5         | -226,6         | -266,9         | -393,7         | -445,8         | -479,9         |
| Przepływy z działalności finansowej    | -101,4       | -0,7           | -107,2         | -91,4          | -505,8         | -196,9         | -134,3         | -115,1         | 13,8           | -86,2          | -501,7         |
| Przepływy pieniężne netto              | -150,4       | 36,9           | -55,0          | 513,9          | -151,7         | -266,8         | 214,6          | -87,3          | -152,5         | 48,2           | 1 583,9        |
| Środki pieniężne na początek okresu    | 217,4        | 67,0           | 104,4          | 49,4           | 563,3          | 411,6          | 144,8          | 359,4          | 272,1          | 119,6          | 167,8          |
| Środki pieniężne na koniec okresu      | 67,0         | 103,9          | 49,4           | 563,3          | 411,6          | 144,8          | 359,4          | 272,1          | 119,6          | 167,8          | 1 751,7        |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

| Dane finansowe                | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022P    | 2023P    | 2024P    | 2025P    | 2026P    | 2027P    |
|-------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Przychody zmiana r/r          | -21,7%   | 43,6%    | 310,3%   | -58,5%   | 0,7%     | 24,2%    | -30,8%   | -12,7%   | 84,6%    | 236,0%   |
| EBITDA zmiana r/r             | -47,5%   | 68,8%    | 554,2%   | -76,3%   | 34,4%    | 34,8%    | -49,2%   | -27,5%   | 205,5%   | 351,8%   |
| EBIT zmiana r/r               | -53,4%   | 60,4%    | 541,8%   | -79,9%   | 38,6%    | 47,1%    | -60,0%   | -47,6%   | 475,2%   | 395,3%   |
| Zysk netto zmiana r/r         | -45,4%   | 60,3%    | 558,4%   | -81,9%   | 41,8%    | 45,3%    | -58,2%   | -44,4%   | 417,3%   | 386,3%   |
| Marża brutto na sprzedaży     | 70,7%    | 69,1%    | 77,0%    | 71,8%    | 70,7%    | 73,4%    | 64,0%    | 62,3%    | 81,9%    | 85,4%    |
| Marża EBITDA                  | 35,6%    | 41,8%    | 66,6%    | 38,0%    | 50,7%    | 55,0%    | 40,4%    | 33,6%    | 55,5%    | 74,7%    |
| Marża EBIT                    | 31,0%    | 34,6%    | 54,1%    | 26,2%    | 36,1%    | 42,7%    | 24,7%    | 14,8%    | 46,2%    | 68,2%    |
| Marża netto                   | 30,1%    | 33,6%    | 54,0%    | 23,5%    | 33,1%    | 38,7%    | 23,4%    | 14,9%    | 41,7%    | 60,4%    |
| ROE                           | 10,9%    | 15,9%    | 52,8%    | 11,0%    | 14,9%    | 19,0%    | 7,8%     | 4,1%     | 18,2%    | 52,1%    |
| ROA                           | 9,7%     | 12,5%    | 39,9%    | 9,7%     | 13,4%    | 17,4%    | 7,1%     | 3,8%     | 16,9%    | 48,8%    |
| Dług netto                    | -677,7   | -462,4   | -722,1   | -937,5   | -782,5   | -997,1   | -909,8   | -757,3   | -805,5   | -2 389,4 |
| Dług netto / kapitał własny   | -67,6%   | -41,8%   | -33,0%   | -49,5%   | -39,5%   | -44,0%   | -39,3%   | -31,4%   | -28,4%   | -49,5%   |
| Dług netto / EBITDA           | -5,3     | -2,1     | -0,5     | -2,8     | -1,7     | -1,6     | -2,9     | -3,4     | -1,2     | -0,8     |
| Dług netto / EBIT             | -6,0     | -2,6     | -0,6     | -4,0     | -2,4     | -2,1     | -4,8     | -7,6     | -1,4     | -0,8     |
| EV                            | 12 298,5 | 12 513,8 | 12 761,5 | 12 659,5 | 12 701,1 | 12 486,5 | 12 573,8 | 12 726,3 | 12 678,1 | 11 094,2 |
| CAPEX / Przychody             | 31,3%    | 49,2%    | 10,4%    | 20,6%    | 26,5%    | 20,4%    | 34,7%    | 58,7%    | 36,0%    | 11,5%    |
| CAPEX / Amortyzacja           | 683,2%   | 684,2%   | 82,8%    | 175,1%   | 180,9%   | 165,9%   | 221,5%   | 313,5%   | 388,1%   | 177,8%   |
| Amortyzacja / Przychody       | 4,6%     | 7,2%     | 12,5%    | 11,8%    | 14,6%    | 12,3%    | 15,7%    | 18,7%    | 9,3%     | 6,5%     |
| Zmiana KO / Przychody         | 0,0%     | 0,0%     | -49,9%   | 119,1%   | 1,6%     | 2,2%     | 0,5%     | 1,9%     | -2,6%    | -5,0%    |
| Zmiana KO / Zmiana przychodów | 0,0%     | 0,0%     | 66,0%    | 84,6%    | -228,0%  | -11,4%   | 1,0%     | 13,0%    | 5,7%     | 7,1%     |
| Wskaźniki rynkowe             | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022P    | 2023P    | 2024P    | 2025P    | 2026P    | 2027P    |
| MC/S*                         | 35,0     | 24,3     | 6,2      | 15,0     | 14,7     | 11,9     | 17,1     | 19,6     | 10,6     | 3,2      |
| P/E*                          | 116,0    | 72,4     | 11,4     | 63,6     | 44,5     | 30,6     | 73,3     | 132,0    | 25,5     | 5,2      |
| P/BV*                         | 12,7     | 11,5     | 6,0      | 7,0      | 6,7      | 5,8      | 5,7      | 5,5      | 4,7      | 2,7      |
| P/CE*                         | 21,9     | 48,0     | 209,3    | 40,8     | 70,4     | 73,8     | 34,8     | 24,9     | 118,0    | 153,4    |
| EV/EBITDA*                    | 93,1     | 56,1     | 8,7      | 36,6     | 27,3     | 19,9     | 39,5     | 55,2     | 18,0     | 3,5      |
| EV/EBIT*                      | 106,9    | 67,8     | 10,8     | 53,1     | 38,4     | 25,7     | 64,6     | 124,7    | 21,6     | 3,8      |
| EV/S*                         | 33,1     | 23,5     | 5,8      | 13,9     | 13,9     | 11,0     | 16,0     | 18,5     | 10,0     | 2,6      |
| BVPS                          | 10,4     | 11,5     | 21,9     | 18,8     | 19,8     | 22,7     | 23,2     | 24,2     | 28,4     | 48,3     |
| EPS                           | 1,1      | 1,8      | 11,6     | 2,1      | 3,0      | 4,3      | 1,8      | 1,0      | 5,2      | 25,2     |
| CEPS                          | 6,0      | 2,8      | 0,6      | 3,2      | 1,9      | 1,8      | 3,8      | 5,3      | 1,1      | 0,9      |
| Dywidenda                     | 0,0      | 100,9    | 0,0      | 503,7    | 100,7    | 148,1    | 129,1    | 0,0      | 99,9     | 516,8    |
| DPS w okresie                 | 0,0      | 1,1      | 0,0      | 5,0      | 1,0      | 1,5      | 1,3      | 0,0      | 1,0      | 5,2      |
| Dyield                        | 0,0%     | 0,8%     | 0,0%     | 3,8%     | 0,8%     | 1,1%     | 1,0%     | 0,0%     | 0,8%     | 3,9%     |
| Payout ratio                  | 0,0%     | 92,3%    | 0,0%     | 43,6%    | 48,2%    | 50,0%    | 30,0%    | 0,0%     | 100,0%   | 100,0%   |

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 132,0 PLN

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**

Młodszy analityk rynku akcji  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Kajetan Sroczynski**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [kajetan.sroczynski@bdm.pl](mailto:kajetan.sroczynski@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

| zalecenie       | cena docelowa | poprzednia rekomendacja | poprzednia cena docelowa | data              | godzina publikacji | kurs         | WIG           |
|-----------------|---------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|--------------------|--------------|---------------|
| <b>akumuluj</b> | <b>143</b>    | <b>redukuj</b>          | <b>167</b>               | <b>16.12.2022</b> | <b>12:50 CET</b>   | <b>132,0</b> | <b>55 819</b> |
| redukuj         | 167           | kupuj                   | 315                      | 21.06.2021        | 08:00 CEST         | 183,9        | 65 989        |
| kupuj           | 315           | redukuj                 | 332                      | 11.01.2021        | 08:00 CEST         | 239,9        | 59 843        |
| redukuj         | 332           | -                       | -                        | 06.05.2020        | 08:00 CEST         | 357,5        | 45 019        |



#### Objaśnienia używanej terminologii:

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

#### System rekomendacji:

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

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

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

| Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'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                                                      | 9      | 53% | 1                                                                                                                                                             | 100% |
| Akumuluj                                                   | 4      | 24% | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Trzymaj                                                    | 3      | 18% | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Redukuj                                                    | 0      | 0%  | 0                                                                                                                                                             | 0%   |
| Sprzedaj                                                   | 1      | 6%  | 0                                                                                                                                                             | 0%   |

\* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

<https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

#### INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) 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.

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

Dokument może być 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. Fakt strzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2022-12-16.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2022-12-16 (12:50 CET).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2022-12-23 (12:50 CET).**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają 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 z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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 (bazując 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.

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. Tym samym 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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka 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.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

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. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPLYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. 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 analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

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.”

**Na dzień 2022-12-16:**

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiejkolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiejkolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.