



Dom Maklerski BDM S.A.

## CD Projekt

### RAPORT ANALITYCZNY

Walory spółki uległy blisko 50% przecenie od grudniowego szczytu. Uważamy że obecna wycena dyskontuje już większość negatywnych informacji i ryzyk. Nie uwzględnia natomiast prawidłowo sukcesu finansowego jakim jest „Cyberpunk”. W rezultacie podnosimy nasze zalecenie z redukcji do KUPUJ z ceną docelową 315 PLN/ akcję, czyli 31% powyżej obecnej ceny rynkowej. Dn. 22 grudnia 2020 spółka poinformowała o 13 mln sprzedanych kopii „CP2077” w 10 dni od premiery. Spodziewamy się, że do końca tego roku liczba ta zwiększy się do 15,6 mln, co pozwoli wypracować 2,8 mld PLN przychodów w 2020 roku. Liczymy, że w związku z trwającą „naprawą” gry, sprzedaż na konsole przesunie się na 2021 rok. Ponadto w monetyzacji tytułu będzie pomogła budująca się baza nowych konsol (szacujemy, że do końca 2021 roku będzie ich łącznie ok. 31,4 mln czyli ok. 20% ogółu poprzedniej i aktualnej generacji). Spółka cały czas pracuje nad ulepszoną wersją przeznaczoną na next-geny i spodziewamy się jej wydania w 4Q’21, co jeszcze bardziej napędzi sprzedaż w tym okresie. Dodatkowo, naszym zdaniem jedyną tak rozbudowaną produkcją jak „Cyberpunk”, która będzie mogła rywalizować o podobną rzeszę graczy jest „Hogwarts Legacy”. Gra została wstępnie zapowiedziana na 2021 rok. Dostrzegając jednak problemy z dopracowaniem gry z tak rozbudowanym światem nie spodziewamy się jej wydania wcześniej niż w 4Q’21/1Q’22.

**Wysoka sprzedaż „CP2077” oraz jej korzystna struktura** – spółka podała, iż do dnia 20.12.2020 sprzedano się 13 mln kopii „Cyberpunka”, co pomimo słabej jakości gry na starych konsolach i negatywnego odbioru przez graczy jest bardzo wysokim wynikiem. Już dwa tygodnie przed premierą produkcja ta przekroczyła 50 mln USD przychodów na Steamie, a tantiemy z tego tytułu wyniosły 80%. Ponadto dzięki dobrej sprzedaży na należącej do spółki platformie GOG.com spodziewamy się, że średnia marżowość sprzedaży cyfrowej w 4Q’20 wyniosła ok. 70%. Za 60% dotychczasowej sprzedaży odpowiada wyżej wspomniany kanał, którego marżowość jest znacznie lepsza od dystrybucji fizycznej.

**Praca nad naprawą „Cyberpunka”** – spółka stara się doprowadzić grę do „porządku” przez aktualizację, czyszcząc ją z licznych błędów, optymalizując jej działanie, usprawniając stabilność oraz poprawiając grafikę. W odstępach kilkudniowych udostępniane są nowe hotfixy, a na styczeń i luty zapowiedziano dwa duże patche. Patrząc jak długo spółka boryka się z problematyczną wersją na stare konsole (już w styczniu 2020 przy pierwszym przełożeniu komunikowano o nich), można mniemać, iż kłopot tkwi tak głęboko, że ciężko będzie się go pozbyć tak aby dorównać oczekiwaniom graczy. Niemniej naszym zdaniem straty związane z niewydaniem gry w grudniu 2020 po skutecznej kampanii marketingowej byłyby większe niż w obecnej sytuacji „niedopracowanej” gry na stare konsole. Liczymy iż pozyskane grono graczy jest tak duże, że końcowy bilans obejmujący zwroty będzie wciąż dużym sukcesem. Dochodząc do takich wniosków, uważamy, że grę da się istotnie poprawić na starych konsolach. Za kolejnymi aktualizacjami będą podążały coraz wyższe oceny, a „Cyberpunk” wróci pod koniec 1Q’21 do sklepu Sony (sprzedaż przesunie się na kolejne miesiące 2021 roku).

**Większość negatywnych informacji i ryzyk jest już w cenie** – w ostatnim czasie mieliśmy do czynienia z wysypem niekorzystnych wiadomości związanych ze spółką. Zaczęło się od słabej jakości „Cyberpunka” na konsole starej generacji (wbrew zapewnieniom zarządu), za którą poszły niskie oceny, negatywne opinie oraz komentarze graczy i dziennikarzy. W związku z niezadowoleniem nabywców tytułu, Sony i Microsoft postanowili zwrócić pieniądze poszkodowanym, dodatkowo pierwszy z nich usunął „CP2077” ze swojego sklepu a drugi oznaczył go ostrzeżeniem o problemach. Doszły do tego również informacje o rozgoryczeniu pracowników, co może wpłynąć na większą rotację zespołów niż to ma zazwyczaj miejsce po premierach. Ponadto inwestorzy złożyli pozwy sądowe względem zarządu CD Projekt – w tej chwili trudno jest ocenić konsekwencje, jednak podobne pozwy w branży potrafią się ciągnąć wiele lat i kończyć ugodami opiewającymi na kilkadziesiąt mln USD (w styczniu 2019 r. The Shall Law Firm oraz Rosen Low Firm wytoczyły proces wobec Activision Blizzard za zatajenie zakończenia współpracy ze studiem Bungie co, zdaniem pozywających, spowodowało szkody w portfelach inwestorów – prawdopodobnie sprawa dalej jest w toku, niewykluczone jednak, że doszło do cichej ugody a pozwy zostały wycofane). Uważamy, że obecna wycena spółki dyskontuje większość tych informacji.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	463,2	362,9	521,3	2 770,0	2 019,3	2 026,8
EBITDA [mln PLN]	245,8	129,0	217,8	2 090,8	1 471,6	1 563,8
EBIT [mln PLN]	240,9	112,4	180,3	1 860,9	1 341,9	1 306,5
Wynik brutto [mln PLN]	247,4	123,0	189,2	1 865,2	1 349,8	1 315,8
Zysk netto [mln PLN]	200,3	109,3	175,3	1 678,6	1 124,8	1 184,2
P/BV	26,1	23,0	20,9	9,5	8,3	6,8
P/E	115,1	210,9	131,5	14,6	21,8	20,7
EV/EBITDA	93,5	177,9	103,8	10,9	15,1	13,7
EV/EBIT	95,4	204,2	125,3	12,2	16,5	16,5
DPS	1,1	0,0	1,1	0,0	8,2	5,5
DY	0,4%	0,0%	0,4%	0,0%	3,4%	2,3%

## KUPUJ

(POPRZEDNIO:REDUKUJ)

WYCENA 315 PLN

11 STYCZNIA 2021, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	321
Wycena porównawcza – zagranica [PLN]	293
<b>Wycena końcowa [PLN]</b>	<b>315</b>
<b>Potencjał do wzrostu</b>	<b>31%</b>
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	239,9
Kapitalizacja [mld PLN]	24,5
Ilość akcji [mln. szt.]*	102,1
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	460,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	239,9
Stopa zwrotu za 3 mc	-36,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-35,1%
Stopa zwrotu za 9 mc	-29,9%
Struktura akcjonariatu:	
Marcin Iwiński	12,1%
Michał Kiciński	9,9%
Piotr Nielubowicz	6,1%
Adam Kiciński	3,3%
Pozostali Akcjonariusze	68,6%

\* - obecna liczba 96,12 mln + 6 mln z PM 2016 roku

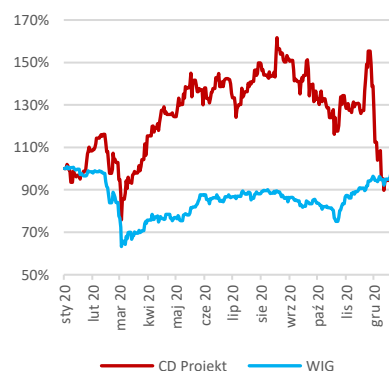
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



## SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	3
WYCENA DCF .....	5
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	8
CZYNNIKI RYZYKA .....	9
PRODUKCJE .....	10
RYNEK GIER WIDEO .....	12
WYNIKI ZA 3Q'20 .....	16
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO 3Q'20 (25.11.2020) .....	17
PODSUMOWANIE TELEKONFERENCJI PO PREMIERZE GRY „CYBERPUNK 2077” (14.12.2020): .....	17
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY .....	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ .....	20
DANE FINANSOWE .....	21

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki CD Projekt opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, drugiej z nich nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 321 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 284 PLN, a do spółek zagranicznych 293 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 32,2 mld PLN, czyli **315 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	321
Wycena porównawcza Polska	0%	284
Wycena porównawcza zagranica	20%	293
<b>Wycena 1 akcji CD Projekt [PLN]</b>		<b>315</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Sprzedaż gry „Cyberpunk 2077” i plan jej naprawy** - spółka do 20.12.2020 sprzedała 13 mln sztuk „CP2077”, liczba ta uwzględnia zwroty (przy założeniu zwrotów na poziomie 25-30% sprzedaż brutto wyniosła około 17-18 mln kopii). Dla porównania RDR2 w niecałe 2 tygodnie od premiery sprzedało 17 mln egzemplarzy. Patrząc na spore problemy, które towarzyszyły „CP2077” od momentu wydania, przy jego negatywnym odbiorze przez graczy konsolowych, obniżaliśmy nasze oczekiwania do 15,6 mln w całym 4Q'20 (PC/konsole odpowiednio 70%/30%). Tym samym odczyt ten był zbliżony do naszych oczekiwań i konsensusu (15,1-16,4 mln „do Świąt”), który mógł być zawyżony w ostatnich dniach przez informacje o szacunkowej sprzedaży z portalu SteamSpy (15,2 mln - PC). Szacujemy, że gra wypracowała w tym okresie 1,9 mld PLN przychodów.

Spodziewamy się, że sprzedaż wersji na PS4/X1 tuż po pojawieniu się pierwszych recenzji i ocen od graczy tych platform znacznie spadła, część potencjalnych klientów postanowiła wstrzymać się z zakupem do momentu kiedy produkcja zostanie lepiej zoptymalizowana i „wyczyszczona” z uciążliwych błędów. Spółka pracuje na nowymi aktualizacjami, w odstępach kilku-kilkunastodniowych pojawiają się nowe hotfixy (dwa większe patche trafią do graczy w styczniu i lutym), spodziewamy się, że „Cyberpunk” wróci do sklepu Sony do końca 1Q'21. Ponadto uważamy, że w monetyzacji tytułu będzie pomagała budująca się baza nowych konsol (szacujemy, że do końca 2021 roku będzie ich łącznie ok. 31,4 mln). CD Projekt cały czas pracuje nad ulepszoną wersją przeznaczoną stricte na next-geny, spodziewamy się wydania jej w okolicach 4Q'21, co jeszcze bardziej napędzi sprzedaż w tym okresie. Mając powyższe argumenty na uwadze prognozujemy przesunięcie tej części sprzedaży na przyszłe okresy. W rok od premiery zakładamy łączną sprzedaż na poziomie 24,2 mln egzemplarzy (konsensus = 25,4 mln), co przełoży się na 2,9 mld PLN przychodów. W całym 2021 roku szacujemy, że 12,0 mln graczy nabeździe „Cyberpunka” co wraz z wydaniem jednego dodatku pozwoli wygenerować 1,4 mld PLN przychodów. Łącznie zakładamy, że do gry zostaną wydane w odstępach półrocznych trzy duże płatne rozszerzenia, z powodu pracy nad naprawą gry spodziewamy się pierwszego z nich w okolicach 3Q'21. Liczymy, że tak jak to miało miejsce w poprzedniej produkcji (W3), każdy DLC będzie znacznie wzbogacał kontent podstawowej wersji.

**Cyberpunk Multiplayer** - w związku z pozostawieniem większego zespołu niż wcześniej planowano, który będzie naprawiał i dopracowywał „Cyberpunka”, prace nad wersją multiplayer ulegną wydłużeniu. Zakładamy, że wersja beta trafi na rynek pod koniec 2022 roku, a zacznie ona zarabiać poważne pieniądze w 2023 roku. Podtrzymujemy, iż będzie to gra oparta o model F2P i będzie monetyzować się poprzez mikrotransakcje. Przepływy, z tego tytułu szacujemy konserwatywnie, mając na uwadze, że jest to pierwsza tak duża gra wieloosobowa tworzona przez spółkę.

**„Cyberpunk: Edgerunners”** – przy współpracy ze studiem Trigger oraz Netflixem, spółka przygotowuje serial anime ze świata „Cyberpunk 2077”. Będzie to 10 odcinkowa opowieść o chłopaku, który próbuje przetrwać w mieście przyszłości. Premiera zapowiedziana jest na rok 2022, co powinno przełożyć się na jeszcze większe zainteresowanie wśród potencjalnych klientów produkcją CD Projektu oraz na wyższą aktywność graczy w jego multiplayerowym trybie.

**„The Witcher: Monster Slayer”** - tytuł ten oparty jest o technologię rozszerzonej rzeczywistości. Gracz wciela się w profesjonalnych zabójców potworów. Trzon przygody stanowi eksploracja świata, tropienie, analiza i walka z potworami. Produkcja ta ukaże się na platformach iOS i Android. Gra jest na etapie tzw. softlaunch w kilku krajach, np. Rosji. W związku ze specyfiką rozgrywki, która wymaga od gracza eksploracji terenu, przy obecnej sytuacji na świecie związanej z pandemią i obostrzeniami spodziewamy się jej globalnej premiery pod koniec 2021 roku. W technologii AR powstało już wiele produkcji, dotychczas największym sukcesem może pochwalić się „Pokemon Go”, która od swojej premiery generuje przychody na poziomie 600-800 mln USD rocznie, tytuł „Harry Potter: HM” w rok od swojego debiutu wypracował ok. 110 mln USD przychodów. Na dalszych miejscach znajdują się takie produkcje jak „Jurassic World Alive”, „The walking dead: our world”. W naszej ocenie to właśnie tym dwóm ostatnim jest najbliższe do mobilnego Wiedźmina. Uważamy, że sukcesu Pokemonów nie da się powtórzyć, gdyż produkcja ta to spełnienie marzeń rzeszy fanów tego uniwersum, a świat Harrego Pottera jest wielokrotnie bardziej rozpoznawalny od świata Wiedźmina. Spodziewamy się, że w pierwszych latach funkcjonowania będzie generowała ona około 50-70 mln PLN rocznie.

**Strategia rozwoju** - spółka na początku roku planuje przedstawić swój plan działania na kolejne lata. Spodziewamy się, że zostanie nam przedstawiona koncepcja rozlokowania zespołów – część załogi zostanie przy naprawianiu „Cyberpunka”, część oddelegowana zostanie do tworzenia dodatków do tej gry, inni zajmą się rozwijaniem multiplayerowej wersji a kolejni przejdą do pracy nad nową grą z uniwersum wiedźmina.

„Wiedźmin 4” - Redzi komunikowali, że w nowej odsłonie wiedźmińskiego uniwersum Geralt nie będzie pełnił roli głównego bohatera. We wcześniejszej rekomendacji podkreślaliśmy, że naszą faworytką do objęcia schedy po „Białym Wilku” jest Ciri, tym samym gra mogłaby się okazać prequelem trzeciej części cyklu. Inna realistyczną opcją jest produkcja oparta o system Mass Effect, dzięki której gracz podobnie jak w „Cyberpunku” tworzy postać według upodobania, która jest już częścią świata i ma pewien status. Dodatkowo, w związku z nabytym doświadczeniem na „CP2077 MP” spodziewamy się, że oprócz wersji singleplayer dostaniemy wersję dla wielu graczy. Netflix pracuje nad kolejnymi sezonami serialu „Wiedźmin”, dzięki czemu będą one przez lata budowały społeczność dookoła tego uniwersum, co oprócz utrzymania się zainteresowania produkcjami spółki, przełoży na większe grono potencjalnych klientów. Prognozujemy, że prace nad tą grą mogą potrwać około 4 lat, stąd zakładamy debiut na początek 2025 roku.

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 **KUPUJ z ceną docelową 315 PLN/akcję**, czyli 31% powyżej obecnej ceny rynkowej.

#### Główne założenia

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>Sprzedaż kopii (mln)</b>										
Wiedźmin 1-3	7,2	3,6	2,5	1,5	1,0	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077	15,6	12,0	7,2	6,1	5,5	5,0	4,6	4,2	3,9	3,6
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,6	8,8	6,6	5,3	4,5
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,2	11,0
<b>Przychody z tytułu w danym okresie (mln PLN)</b>	<b>2 770,0</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>	<b>3 393,2</b>	<b>3 353,1</b>	<b>5 777,4</b>	<b>4 791,3</b>
Wiedźmin 1-3	267,0	93,2	65,3	27,7	18,2	9,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)*	1 747,1	1 955,7	1 276,3	620,6	410,5	276,0	204,5	156,4	102,0	60,9
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	33,3	326,8	386,8	446,1	441,5	354,4	190,5	45,6
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 411,1	2 000,7	994,1	653,8	451,4
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	173,2	245,4	318,1	355,4
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 773,8	1 539,8
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	363,4
The Wither: Monster Slayer	0,0	11,2	50,4	74,7	95,9	124,7	118,5	112,6	95,7	81,3
<b>USD/PLN</b>	<b>3,897</b>	<b>3,748</b>	<b>3,731</b>	<b>3,688</b>	<b>3,645</b>	<b>3,645</b>	<b>3,645</b>	<b>3,645</b>	<b>3,645</b>	<b>3,645</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody BDM</b>	<b>2 770</b>	<b>2 019</b>	<b>2 027</b>	<b>1 307</b>
Przychody konsensus	2 561	2 488	1 909	1 812
Różnica	8%	-19%	6%	-28%
<b>EBIT BDM</b>	<b>1 861</b>	<b>1 342</b>	<b>1 306</b>	<b>649</b>
EBIT konsensus	1 676	1 729	1 437	1 476
Różnica	11%	-22%	-9%	-56%
<b>Zysk netto BDM</b>	<b>1 679</b>	<b>1 125</b>	<b>1 184</b>	<b>593</b>
EBIT konsensus	1 406	1 427	1 120	984
Różnica	19%	-21%	6%	-40%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

#### Wrażliwość wyceny na zmianę założeń wolumenu sprzedaży gry „Cyberpunk 2077”

Scenariusz	Ilość sprzedanych kopii								Wycena DCF
	2020	12M	2021	2022	2023	2024	2025	łącznie do 2030	
<b>Optymistyczny</b>	18,0	31,5	15,9	9,6	8,1	7,3	6,6	91,4	347
<b>Optymistyczno-realny</b>	16,0	28,2	14,4	8,6	7,3	6,6	5,9	82,0	335
<b>Bazowy</b>	15,6	24,2	12,0	7,2	6,1	5,5	5,0	71,0	321
<b>2</b>	13,8	21,9	9,2	5,5	4,7	4,2	3,8	56,2	304
<b>3</b>	13,6	20,5	8,2	4,9	4,2	3,7	3,4	51,1	297
<b>4</b>	13,3	19,1	6,9	4,2	3,5	3,2	2,9	45,2	290
<b>5</b>	13,1	18,4	6,2	3,7	3,2	2,9	2,6	41,8	286
<b>Negatywny</b>	13,0	15,1	2,5	1,5	1,3	1,2	1,0	24,7	266

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 3,0% (wcześniej 4,0%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

### Główne założenia modelu:

- Spodziewamy się do końca 2020 roku spółka sprzeda 15,6 mln kopii gry „Cyberpunk 2077”, co przełoży się 2,8 mld PLN przychodów w 2020 roku. Prognozujemy, że EBITDA w tym okresie wyniesie 2,1 mld PLN a zysk netto 1,7 mld PLN.
- Szacujemy, że koszt rozwoju gry „Cyberpunk 2077” wyniósł około 500 mln PLN. Dla porównania ten sam koszt dla „Wiedźmina 3” wyniósł 93 mln PLN, „Wiedźmina 2” 34 mln PLN, a „Wiedźmina 1” 16 mln PLN. Spodziewamy się kosztu marketingu na poziomie ok. 600 mln PLN (przy Wiedźminie 3 była to kwota ok 150 mln PLN, w 80% został sfinansowany przez dystrybutorów).
- Zakładamy 3 płatne dodatki do gry „Cyberpunk 2077” (droższe od dodatków do W3), jeden w 2021 roku i dwa 2022 roku, odstępy między ich premierami będą wynosiły ok. pół roku.
- W 2021 roku szacujemy sprzedaż „CP2077” na poziomie 12,0 mln PLN sztuk, co pozwoli osiągnąć w tym okresie 2,0 mld PLN przychodów, 1,5 mld PLN EBITDA oraz 1,1 mld PLN zysku netto.
- Spodziewamy się, że po naprawie i przywróceniu gry „Cyberpunk” do sklepu Sony, deweloper rozlokuje zespoły nad naprawianiem gry „CP2077”, do pracy nad wersją multiplayer, dodatkami i nad nową grą z uniwersum wiedźmina. Przypuszczamy, że będzie to prequel trzeciej części cyklu, nad którym spółka będzie pracowała około 4-5 lat, tym samym ukaże się w 2025 roku oraz, że zostanie do niego wydana wersja multiplayer.
- Zakładamy, że beta gry „Cyberpunk Online” trafi na rynek pod koniec 2022 roku, a jej globalna premiera będzie miała miejsce w 2023 roku. Zaangażuje ona ok. 20% graczy, którzy kupili podstawową wersję. Prognozujemy, że początkowa monetyzacja będzie na relatywnie niskim poziomie, jednak będzie się ona poprawiać wraz z rozwojem marki. Szacujemy, że w roku premiery wypracuje 326,8 mln PLN przychodów, w 2024 386,8 mln PLN, a w 2025 466,1 mln PLN (dla porównania GTA Online w 5 lat wygenerowało około 1,1 mld USD przychodów). Spodziewamy się, że po premierze nad grą będzie czuwał duży zespół deweloperów, który będzie pracował nad płatnymi dodatkami, ulepszeniami, rozszerzaniem kontentu.
- Prognozujemy globalną premierę gry mobilne „The Witcher: Monster Slayer” na 4Q'21, szacujemy że w pierwszych latach funkcjonowania będzie generowała ona około 50-70 mln PLN rocznie.
- Zakładamy, że w nieodległej przyszłości, spółka będzie chciała rozszerzyć swoje portfolio o kolejne IP.
- Prognozujemy, że do końca tego roku w grupie będzie pracowało ok. 1,3 tys. osób, będzie sukcesywnie zwiększała zatrudnienie, co z jednej strony będzie wiązało się ze zwiększeniem kosztów wynagrodzeń, ale z drugiej pozwoli prowadzić kilka projektów jednocześnie.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Program motywacyjny na lata 2020-2025, przyjęty dnia 28.07.2020 - osiągnięcie celów wynikowych ma warunkować przyznanie 80% uprawnień do objęcia akcji w ramach programu. Pozostałe 20% ma być zależne od kursu akcji CD Projektu. Wariant bazowy daje możliwość realizacji uprawnień po bazowej cenie - suma zysków netto (powiększonych o koszty wyceny programu) nie mniejsza niż 6 mld PLN w latach 2020-2023, 7 mld PLN w latach 2020-2024 lub 8,3 mld PLN w latach 2020-2025. Wariant drugi, pozwala na realizację uprawnień po cenie z dyskontem - zysk netto (powiększonych o koszty wyceny programu) na poziomie minimum 6 mld PLN w latach 2020-2022, 7 mld PLN w latach 2020-2023, 8,3 mld PLN w latach 2020-2024 lub 10 mld PLN w latach 2020-2025 – nie uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz nie zostanie odzrealizowany.
- Oczekujemy wypłaty dywidendy w 2021 roku - DPS na poziomie 8,2 PLN, a DY = 3,4%.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 102,1 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 11 stycznia 2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 32,8 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 315 PLN.**

**Model DCF**

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	2 770,0	2 019,3	2 026,8	1 306,8	1 190,8	4 003,2	3 393,2	3 353,1	5 777,4	4 791,3	3 851,6
EBIT [mln PLN]	1 860,9	1 341,9	1 306,5	649,1	572,5	2 783,6	2 366,0	2 402,8	4 188,1	3 439,2	2 598,7
Stopa podatkowa	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	186,1	134,2	130,6	64,9	57,3	278,4	236,6	240,3	418,8	343,9	259,9
NOPLAT [mln PLN]	1 674,8	1 207,7	1 175,8	584,2	515,3	2 505,3	2 129,4	2 162,5	3 769,3	3 095,3	2 338,8
Amortyzacja [mln PLN]	229,9	129,7	257,3	170,2	71,8	253,0	298,7	185,7	340,2	264,4	185,9
CAPEX [mln PLN]	-200,1	-177,8	-187,6	-190,3	-193,2	-254,9	-217,0	-247,5	-263,3	-279,6	-172,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	72,9	-205,2	-53,8	-8,7	-1,3	56,0	-31,4	8,8	39,2	-44,0	-29,6
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]	1 777,4	954,4	1 191,8	555,3	392,6	2 559,5	2 179,6	2 109,6	3 885,4	3 036,1	2 322,3
DFCF [mln PLN]	1 777,4	877,3	1 005,0	429,6	278,7	1 666,6	1 302,1	1 156,2	1 953,6	1 400,5	982,8
Suma DFCF [mln PLN]		11 052,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]		47 200,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		19 975,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]		31 028,3									
Dług netto 2020 [mln PLN]		-1 759,3									
<b>Wartość kapitału [mln PLN]</b>		<b>32 787,5</b>									
Ilość akcji [mln szt.]*		102,1									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>		<b>321</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-27,1%	0,4%	-35,5%	-8,9%	236,2%	-15,2%	-1,2%	72,3%	-17,1%	-19,6%
EBIT zmiana r/r	-27,9%	-2,6%	-50,3%	-11,8%	386,2%	-15,0%	1,6%	74,3%	-17,9%	-24,4%
FCF zmiana r/r	-46,3%	24,9%	-53,4%	-29,3%	551,9%	-14,8%	-3,2%	84,2%	-21,9%	-23,5%
Marża EBITDA	72,9%	77,2%	62,7%	54,1%	75,9%	78,5%	77,2%	78,4%	77,3%	72,3%
Marża EBIT	66,5%	64,5%	49,7%	48,1%	69,5%	69,7%	71,7%	72,5%	71,8%	67,5%
Marża NOPLAT	59,8%	58,0%	44,7%	43,3%	62,6%	62,8%	64,5%	65,2%	64,6%	60,7%
CAPEX / Przychody	8,8%	9,3%	14,6%	16,2%	6,4%	6,4%	7,4%	4,6%	5,8%	4,5%
CAPEX / Amortyzacja	137,1%	72,9%	111,8%	269,1%	100,7%	72,7%	133,2%	77,4%	105,7%	93,0%
Zmiana KO / Przychody	10,2%	2,7%	0,7%	0,1%	-1,4%	0,9%	-0,3%	-0,7%	0,9%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-27,3%	718,7%	-1,2%	-1,1%	-2,0%	-5,2%	21,9%	-1,6%	-4,5%	-3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., \* - obecna liczba 96,12 mln + 6 mln z PM 2016 roku

**Kalkulacja WACC**

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	323	338	356	378	403	435	474	524	591
	1,0	299	312	327	344	365	389	419	457	505
	1,1	278	289	302	316	332	352	375	404	440
	1,2	260	269	280	291	305	321	340	362	390
	1,3	244	252	261	271	282	295	310	328	350
	1,4	230	236	244	252	262	273	285	300	317
	1,5	217	223	229	236	244	253	264	276	290

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	3%	376	398	425	457	497	549	616	711	849
	4%	308	322	338	357	379	406	439	481	536
	5%	260	269	280	291	305	321	340	362	390
	6%	224	231	238	246	255	265	276	290	306
	7%	197	201	206	212	218	225	232	241	251
	8%	175	178	182	186	190	195	200	206	213
	9%	157	160	162	165	168	172	176	180	184

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	3,0%	684	630	586	549	517	490	467	447	429
	4,0%	497	461	431	406	385	367	352	338	326
	5,0%	386	360	339	321	306	293	282	272	264
	6,0%	313	294	278	265	253	244	235	228	222
	7,0%	262	247	235	225	216	209	202	196	192
	8,0%	224	212	203	195	188	182	177	173	169
	9,0%	195	186	178	172	166	162	158	154	151

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 **284 PLN**, natomiast do globalnych **293 PLN**. Nie uwzględniamy ich jednak przy końcowej wycenie, gdyż naszym zdaniem, różnią się one co do profilu prowadzonej działalności, zarówno skalą jak i portfelem gier, dlatego mylnym byłoby uwzględnianie tej metody przy końcowej wycenie.

### Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
11 bit studios	33,4	61,4	34,5	19,7	35,1	20,2
PlayWay	33,8	26,8	24,1	30,6	18,3	16,4
Ten Square Games	21,6	16,3	13,8	18,4	13,7	11,3
<b>Mediana</b>	<b>33,4</b>	<b>26,8</b>	<b>24,1</b>	<b>19,7</b>	<b>18,3</b>	<b>16,4</b>
CD Projekt	14,6	21,8	20,7	10,9	15,1	13,7
Premia/dyskonto dla CD Projekt	43,7%	81,4%	-14,0%	55,2%	82,2%	-16,1%
Wycena wg wskaźnika	548,5	294,8	279,0	417,8	284,3	277,4
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>287</b>			<b>281</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>284</b>					

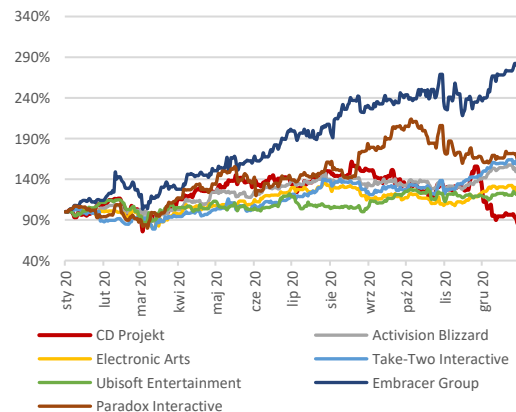
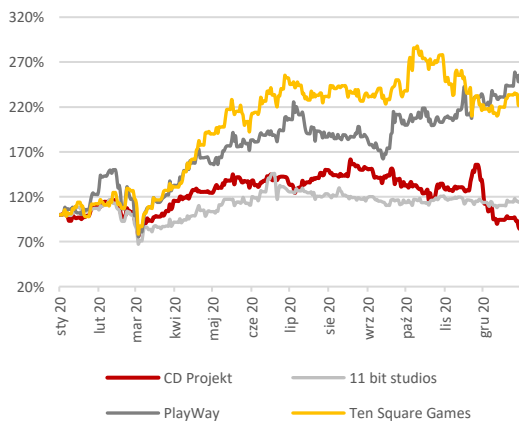
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
ACTIVISION BLIZZARD INC	26,3	25,3	22,0	18,3	17,3	14,6
ELECTRONIC ARTS INC	25,9	23,5	22,1	16,8	15,3	13,2
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	37,4	36,5	25,7	27,0	24,7	17,7
UBISOFT ENTERTAINMENT	31,8	28,1	24,3	10,7	9,6	7,7
EMBRACER GROUP AB	44,4	32,1	27,5	21,2	15,0	13,4
CAPCOM CO LTD	42,7	35,5	31,3	24,0	19,3	17,1
PARADOX INTERACTIVE AB	44,2	36,4	34,0	23,0	18,3	16,5
<b>Mediana</b>	<b>37,4</b>	<b>32,1</b>	<b>25,7</b>	<b>21,2</b>	<b>17,3</b>	<b>14,6</b>
CD Projekt	14,6	21,8	20,7	10,9	15,1	13,7
Premia/dyskonto dla CD Projekt	39,0%	67,8%	-19,4%	51,4%	87,4%	-5,8%
Wycena wg wskaźnika	614,9	353,8	297,8	448,1	268,6	250,0
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
<b>Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]</b>		<b>326</b>			<b>259</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>293</b>					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od stycznia 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg



## CZYNNIKI RYZYKA

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

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

### 2. Ryzyko odszkodowania związane z pozwami sądowymi

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

### 3. Ryzyko związane z wydłużeniem się procesów produkcji nad wersją multiplayer

Ukończenie produkcji gry „Cyberpunk 2077” okazało się dużym wyzwaniem dla spółki, która pierwotnie miała zadebiutować 16.04.2020 a pojawiła się niecałe 8 miesięcy później (10.12.2020). Implikuje to ryzyko, że w tak rozbudowanym i skomplikowanym technicznie świecie jak ten z CP oraz mając na uwadze brak doświadczenia Redów w tego typu projektach ukończenie wersji MP (hard launch) może się okazać jeszcze większym wyzwaniem i tym samym wydłużyć okres oczekiwania na ten produkt.

### 4. Ryzyko związane z dużymi zwrotami gry „Cyberpunk 2077”

W związku ze sporymi problemami gry na konsolach starej generacji istnieje duże ryzyko zwrotów zakupionych egzemplarzy, co w istotny sposób wpłynie na wyniki spółki.

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

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

### 6. Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki

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

### 7. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

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

### 8. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

### 9. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

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

### 10. Dystrybucja gier w chmurze

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

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

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

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

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

## PRODUKCJE

### „Cyberpunk 2077”

Po dwóch przesunięciach terminu premiery (pierwotnie – 16.04.2020), gra 10.12.2020 roku w końcu zadebiutowała na rynku. - **Oceny i recenzje** - kilka dni przed tym wydarzeniem zaczęły pojawiać się pierwsze recenzje branżowe, których średnia ocen wyniosła 91/100 pkt. (PC) na portalu Metacritic. Obecnie ocena ta kształtuje się na poziomie 86/100 pkt., oparta jest na 87 recenzjach (PC) i jest dopiero 20 najlepiej ocenianą grą w tym roku na tych platformach. Niestety jeżeli chodzi zestawienie wszystkich dotychczas wydanych gier na PC, aktualnie „Cyberpunk2077” znajduje się na 394 miejscu. Ponadto średnia ocen od graczy jest niższa i kształtuje się na poziomie 7,2/10 pkt. (Metacritic), 78% - Steam.

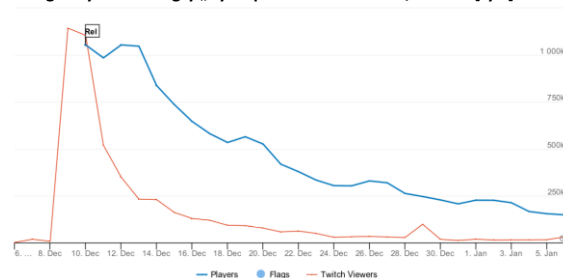
Znacznie gorzej produkcja ta sprawuje się na konsolach starej generacji (PS4, X1). Średnia pierwszych ocen graczy na portalu Metacritic wyniosła odpowiednio 1,8/10 i 2,1/10 pkt., po kilku patchach aktualnie kształtują się na poziomie 3,5/10 i 4,8/10 pkt. CD Projekt zamierza wydawać nowe aktualizacje, dwa nowe, duże patche pojawią się w styczniu i lutym, mają one naprawić najbardziej znaczące błędy, z którymi mają do czynienia grający na konsolach ostatniej generacji. Spółka oferuje zwrot kosztów za „CP2077” graczom tych platform.

Niskie oceny, które uzyskała gra, przełożą się na mniejszą sprzedaż tytułu na konsole, część potencjalnych klientów całkowicie straci swoje zainteresowanie, część przełoży zakup na okres, w którym Cyberpunk zostanie „naprawiony” lub kiedy nabeżdą sprzęt nowej generacji. Ponadto wielu zrealizuje możliwość zwrotu, spodziewamy się, że około 25-30% graczy odzyskało swoje pieniądze.

- **Preordery** – spółka kilka godzin po debiucie „CP2077” poinformowała, iż tytuł ten został nabyty w przedsprzedaży w nakładzie 8 mln egzemplarzy. 74% tej sumy stanowiła cyfrowa sprzedaż, a 26% fizyczna. Podział między PC a konsole wyniósł odpowiednio: 59%/41%. Ponadto, już dwa tygodnie przed premierą przekroczyła on poziom 50 mln USD przychodów na platformie Steam, tym samym 80% tantiem trafia prosto do spółki.

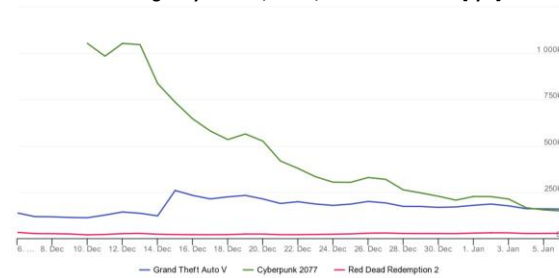
- **Sprzedaż** – w związku ze słabą jakością gry na konsolach starej generacji obniżamy na szacunki sprzedażowe z 30 mln kopii w 12 miesięcy od premiery do 24,2 mln kopii. Liczymy, że do końca 2020 roku CP sprzeda się w nakładzie 15,6 mln kopii, co przełoży się na ponad 1,9 mld PLN przychodów.

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



Źródło: steamdb.info

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

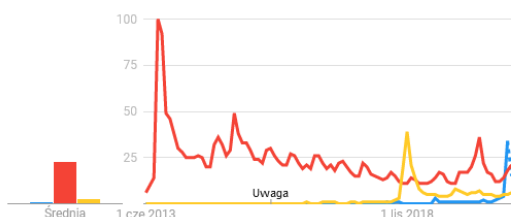


Źródło: steamdb.info

W dniu premiery w szczytowym momencie na Steamie grało w nią 1,054 mln osób, tym samym znacząco przebiła wszystkie inne gry singleplayer wydane kiedykolwiek na PC („Fallout 4” - 473 tys., „GTAV” - 364,5 tys., „Wiedźmin3” – 103,3 tys., RDR2 – 55,3 tys.). Wyższe rezultaty w historii tej platformy osiągnęły jak dotąd tylko trzy gry z trybem multiplayer (Playerunknown’s Battlegrounds – 3,257 mln, Counter-Strike: Global Offensive – 1,309 mln, Dota 2 – 1,295 mln). Grę można ukończyć w 40-50 godzin a nie posiada ona jeszcze trybu multiplayer stąd spadek ilości graczy w ostatnich dniach.

Google Score (cały świat, czerwiec 2013 - grudzień 2020)

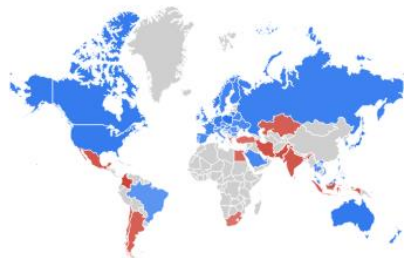
● Cyberpunk 2077 ● Grand Theft Auto V ● Red Dead Redemption 2



Źródło: Google Trends

Podział zainteresowania według regionów (cały świat, od 7.10.2020)

● Cyberpunk 2077 ● Grand Theft Auto V ● Red Dead Redemption 2



Źródło: Google Trends

Na powyższym wykresie widać, że zainteresowanie „Cyberpunkiem” w dniu jego premiery, które było na zbliżony poziomach do gry „Read Dead Redemption 2” ale i kilkukrotnie niższe niż podczas debiutu „GTAV”.

- **Łatki i patche** – deweloper stara się doprowadzić grę do „porządku” przez aktualizację, czyszcząc ją z błędów, optymalizując działanie, usprawniając stabilność oraz poprawiając grafikę. W odstępach kilku-kilkunastodniowych udostępniane są nowe hotfixy, a na styczeń i luty zapowiedziano dwa duże patche. Spodziewamy się, że za kolejnymi aktualizacjami będą podążały coraz wyższe oceny, a „Cyberpunk” wróci pod koniec 1Q’21 do sklepu Sony, tym samym sprzedaż wersji konsolowej przesunie się na kolejne miesiące 2021 roku.

- **Dodatki** – spodziewamy się, że do gry oprócz darmowych dodatków, które można śledzić na załączonej stronie (<https://www.cyberpunk.net/pl/dlc>) zastaną wydane trzy duże płatne rozszerzenia, w odstępach półrocznych (pierwszy w 3Q’21). Każdy DLC będzie znacznie wzbogacał kontent podstawowej wersji, tak jak to miało miejsce w Wiedźminie 3.

- **Wersja Multiplayer** – we wcześniejszej naszej rekomendacji zakładaliśmy debiut „CP2077” w wersji dla wielu graczy w 2022 roku oraz to, że zacznie generować przychody od tego okresu. Widząc jednak jak bardzo złożona produkcją jest „Cyberpunk”, ile czasu zajęło deweloperowi aby wypuścić ją na rynek oraz ile jeszcze trzeba będzie poświęcić na „wyczyszczenie” gry, spodziewamy się, że wersja MP może zadebiutować w 2022 roku ale w ograniczonym dostępie, a zacznie przynosić profity dopiero w 2023 roku. Podtrzymujemy nasze założenie, w którym produkcja ta oparta jest o model F2P i monetyzuje się poprzez mikrotransakcje.

#### „Wiedźmin 4”

Spodziewamy się, że po przywróceniu gry „CP2077” do sklepu Sony (1Q’21), część zespołu zostanie oddelegowana do pracy nad nową częścią Wiedźmina. Redzi komunikowali, że w nowej odsłonie tego uniwersum Geralt nie będzie pełnił roli głównego bohatera. We wcześniejszej rekomendacji podkreślaliśmy, że naszą faworytką do objęcia schedy po „Białym Wilku” jest Ciri, tym samym gra mogłaby się okazać prequelem trzeciej części cyklu. Inna realistyczną opcją jest produkcja oparta o system Mass Effect, dzięki której gracz podobnie jak w Cyberpunku tworzy postać według upodobania, która jest już częścią świata i ma pewien status. Dodatkowo, w związku z nabytym doświadczeniem na „CP2077 MP” spodziewamy się, że oprócz wersji singleplayer dostaniemy wersję dla wielu graczy. Netflix pracuje nad kolejnymi sezonami serialu „Wiedźmin”, dzięki czemu będą one przez lata budowały spójność dookoła tego uniwersum, co oprócz utrzymania się zainteresowania produkcjami spółki, przełoży na większe grono potencjalnych klientów. Prognozujemy, że prace nad tą grą mogą potrwać około 4 lat, stąd zakładamy debiut na 2025 rok.

#### „The Witcher: Monster Slayer”

W naszej ostatniej rekomendacji, nie uwzględniliśmy tej produkcji spółki Spokko w wycenie. Jednak teraz, widząc z jakim produktem mamy do czynienia i mogąc przyrównać go do podobnych gier uzupełniamy naszą kalkulację. Akcja „The Witcher: Monster Slayer” osadzona jest kilkadziesiąt lat przed wydarzeniami z serii gier Wiedźmin. Dzięki rzeczywistości rozszerzonej gracz wciela się w profesjonalnych zabójców potworów. Trzon przygody stanowi eksploracja świata, tropienie, analiza i walka z potworami. Produkcja ta ukáže się na platformach iOS i Android. Gra jest na etapie tzw. soft launchu w kilku krajach, np. Rosji. Spodziewamy się jej premiery w 4Q’21.

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

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

Gra	Producent	Przychody listopad 2020		Przychody grudzień 2020	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Pokemon GO	Niantic	38	36	60	51
2. Harry Potter: HM	Jam City	3	3	3	3
3. The Walking Dead	Next Games	0,5	0,4	0,6	0,4
4. Jurassic World Alive	Ludia	0,4	0,7	0,8	0,9
5. Ghostbusters World	MAFT Wireless	0,0	0,0	0,0	0,0

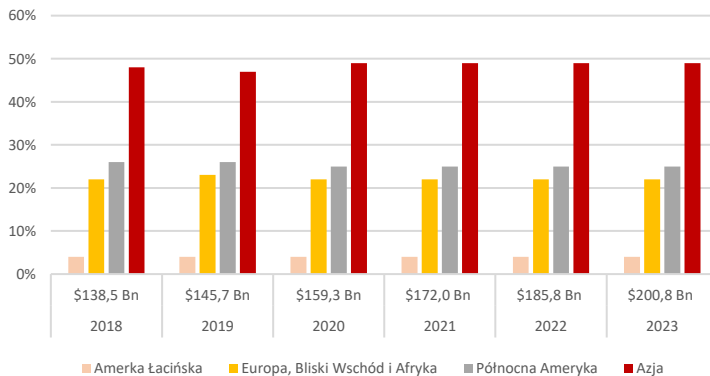
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

## RYNEK GIER WIDEO

Największe znaczenie dla wyników CD Projekt ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,7%, osiągając 200,8 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

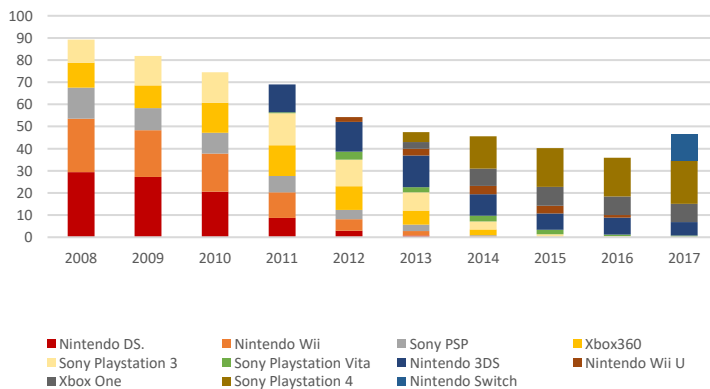
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2020 sięgną 78,4 mld USD, a w 2023 będzie to kwota ok. 98,4 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która z 40,0 mld USD przychodów w 2020 urośnie do 50,2 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2020 osiągną 35 mld USD, a do 2023 kwota ta zwiększy się o 9,2 mld USD i wyniesie 44,2 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

### Podział globalnych przychodów z gier na regiony



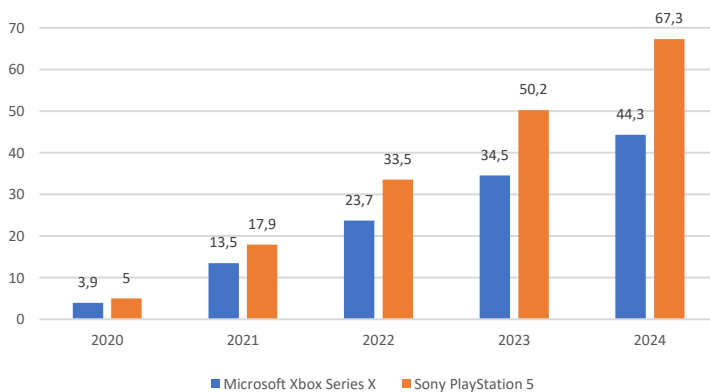
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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



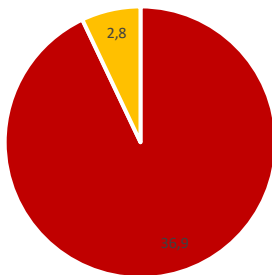
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

### Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]



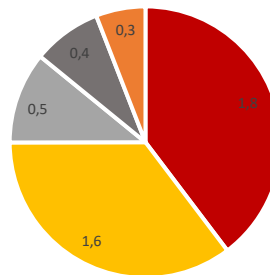
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

Ameryka Północna



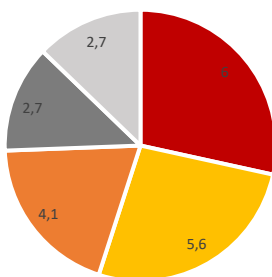
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



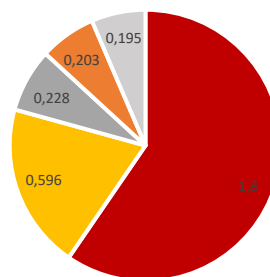
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



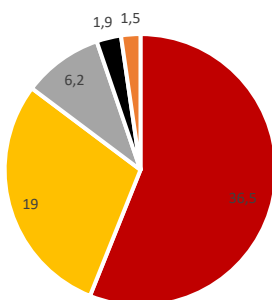
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



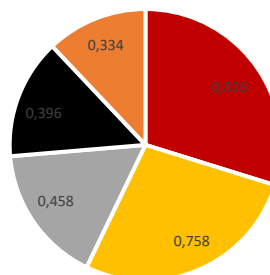
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka

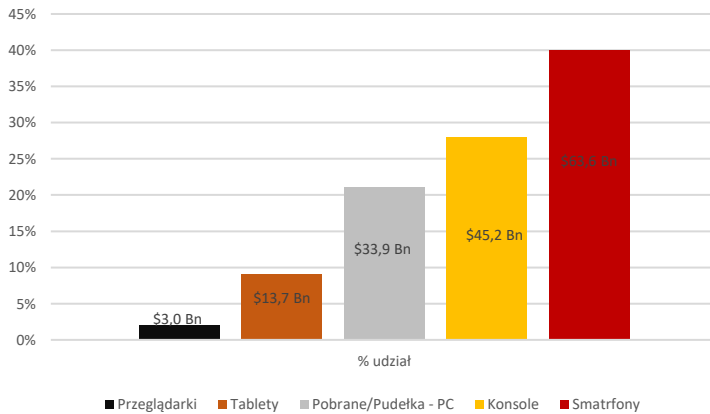


■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2020 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 63,6 mld USD (40%), rosnąc 15,8% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 45,2 mld USD (28%), 33,9 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

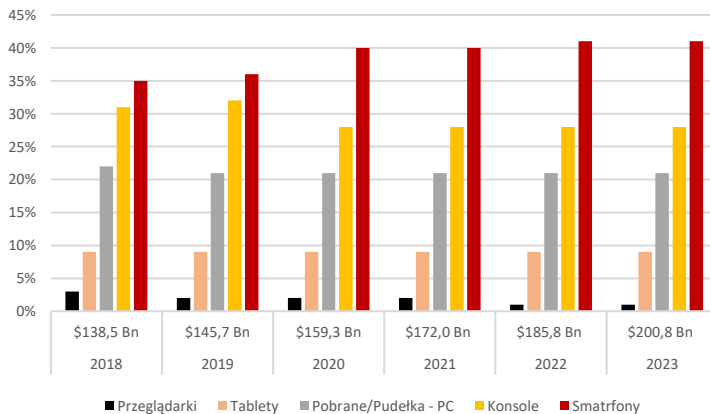
**Podział przychodów w 2020 roku na segmenty**



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

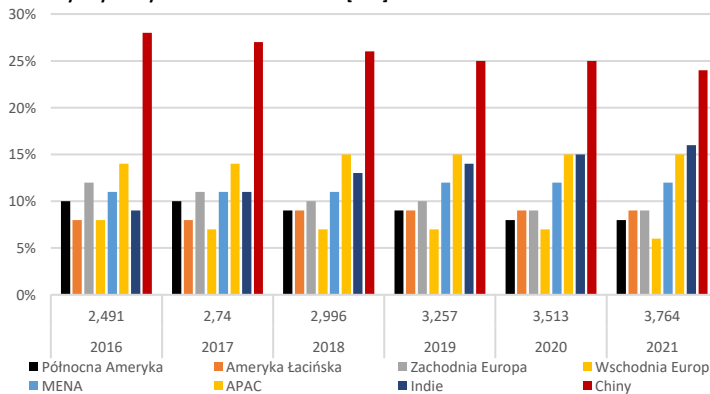
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 11%, tym samym w 2023 roku wygenerują ok. 82,3 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

**Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022**



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

**Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]**

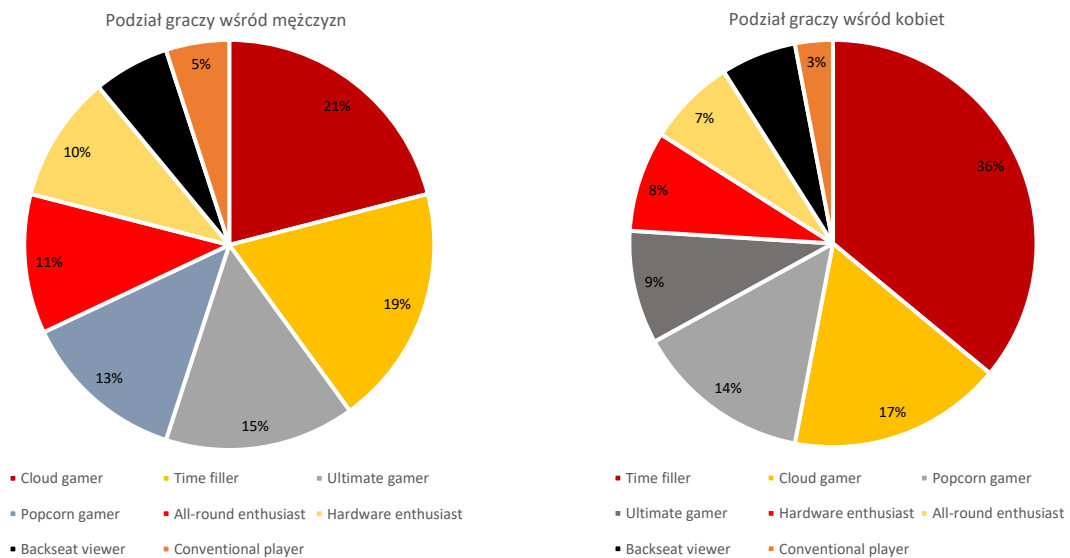


Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

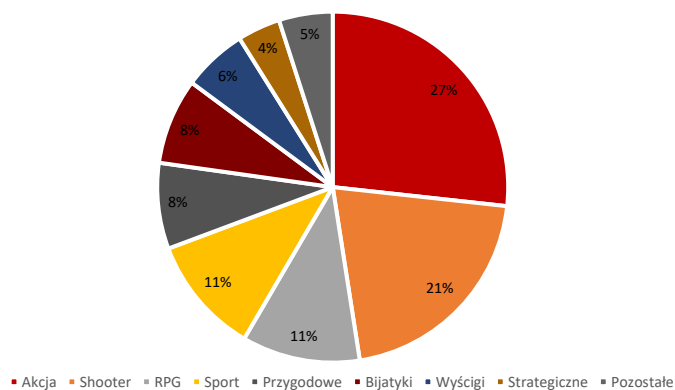
**Podział graczy**

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

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

**Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet**


Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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


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



## WYNIKI ZA 3Q'20

### Wyniki za 3Q'2020 [mln PLN]

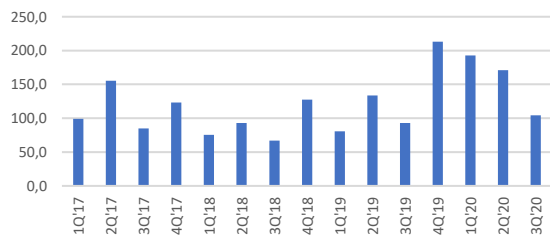
	3Q'19	3Q'20	zmiana r/r	3Q'20P BDM	odchyl.	3Q'20P kons.	odchyl.	1-3Q'19	1-3Q'20	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	92,9	104,5	12,5%	106,3	-1,7%	115,5	-9,5%	308,0	468,5	52,1%
Wynik brutto ze sprzedaży	55,0	68,1	23,8%	64,7	5,2%	-	-	203,5	324,3	59,4%
Zysk ze sprzedaży	16,0	28,3	77,3%	16,4	73,9%	-	-	74,9	186,6	149,2%
EBITDA	24,9	37,2	49,5%	29,2	27,5%	34,9	6,7%	101,9	211,1	107,1%
EBIT	16,8	28,5	69,5%	16,5	72,8%	25,6	11,4%	76,7	184,3	140,3%
Zysk (strata) brutto	19,2	27,8	44,9%	19,2	44,6%	-	-	83,4	188,6	126,2%
Zysk (strata) netto	14,9	23,4	57,0%	17,5	33,6%	25,1	-6,8%	66,4	170,1	156,1%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	59,2%	65,1%		60,8%		-		66,1%	69,2%	
Marża EBITDA	26,8%	35,6%		27,4%		30,9%		33,1%	45,1%	
Marża EBIT	26,8%	35,6%		15,5%		22,4%		24,9%	39,3%	
Marża zysku netto	16,0%	22,4%		16,5%		22,1%		21,6%	36,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki CD Projekt za 3Q'20 były powyżej naszych oczekiwań i konsensusu. CDR na poziomie przychodów wypracowała 104,5 mln PLN (+12,5% r/r). Jak zwykle większość tego wyniku została wygenerowana dzięki sprzedaży „Wiedźmina 3”, a lepszy r/r wynik był pochodną większej popularności uniwersum, jak i rozszerzenia dostępności tytułu o platformę Nintendo Switch. Segment CD Projekt Red w tym okresie opowiadał za 62% (65,3 mln PLN) przychodów, natomiast za resztę czyli 40,5 mln PLN GOG.com. Po stronie kosztów największą pozycję stanowiły koszty sprzedaży (31,2 mln PLN), które były związane z marketingiem gry „Cyberpunk 2077”. Wydatki CD Projektu na produkcję gier i nowych technologii wyniosły w 3Q'20 39,6 mln PLN, co przełożyło się na wzrost skumulowanego salda nakładów na prace rozwojowe do poziomu 522,7 mln PLN. Na poziomie EBITDA w tym okresie spółka wypracowała 37,2 mln PLN (+49,5% r/r), EBIT wyniósł 28,5 mln PLN (+69,5% r/r), a zysk netto 23,4 mln PLN (+57,0% r/r) – deweloper uwzględnił ulgę IP BOX (efektywna stopa podatkowa wyniosła 16%).

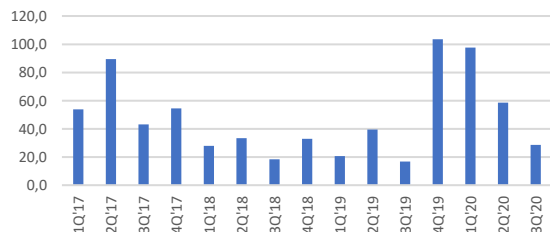
Grupa podała, że na koniec 3Q'20 pozycja bilansowa „sprzedaż przyszłych okresów” (związana z zaliczkami na poczet tantiem oraz otrzymanymi lub należnymi tantiemami, głównie w związku z planowaną premierą gry "Cyberpunk 2077") - wyniosła 270,6 mln PLN i była o 77,7 mln PLN wyższa niż kwartał temu. Z końcem września spółka miała dostęp łącznie do 500,8 mln PLN gotówki oraz lokat bankowych powyżej trzech miesięcy. Wartość obligacji w posiadaniu grupy wyniosła 128,3 mln PLN.

Przychody [mln PLN]



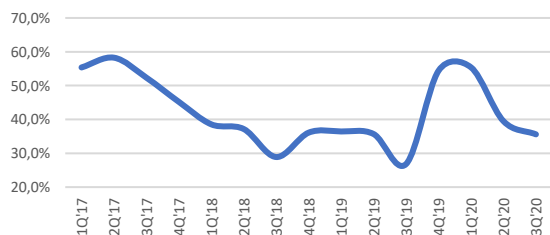
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



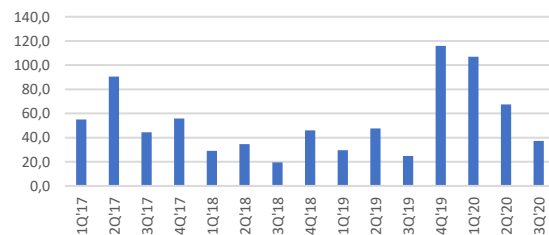
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA [%]



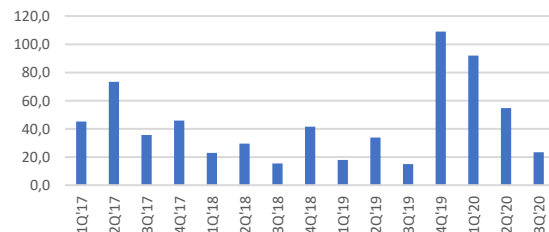
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



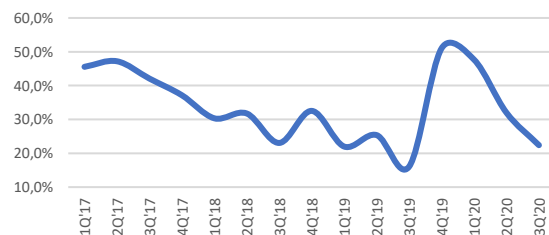
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO 3Q'20 (25.11.2020).

Prezentacja dostępna pod: <https://www.cdprojekt.com/pl/wp-content/uploads-pl/2020/11/prezentacja-wynikowa-grupy-cd-projekt-iii-kwartal-2020-r-en.pdf>

- CD Projekt liczy nie tylko na sukces sprzedażowy „Cyberpunka”, lecz także na to, że fala popularności obejmie wcześniejsze gry z serii wiedźmińskiej;
- chce pozyskiwać jak najwięcej kooperacji z innymi markami, aby zwiększać znajomość „Cyberpunk 2077”. Gra pojawi się w 55 krajach i będzie oferować łącznie 18 wersji lokalizacyjnych;
- spółka spodziewa się, że większość kopii gry „Cyberpunk 2077” w tym roku zostanie sprzedanych poprzez kanały dystrybucji cyfrowej (na pewno będzie to więcej niż w przypadku 'Wiedźmina 3' i więcej niż 50%);
- CDR nie ujawnia szczegółowych informacji o przedsprzedaży, zdradza jedynie tyle iż jest bardzo zadowolony z tych poziomów;
- kluczowa faza kampanii marketingowej „CP2077” rozpocznie się w pierwszych dniach grudnia. Chcą dotrzeć do tylu osób, do ilu to jest możliwe, dlatego reklamy wyświetlają w 55 krajach, w 34 językach;
- w ciągu najbliższych dwóch tygodni firma będzie wysyłała kopie gry do recenzentów z całego świata. Recenzje ukażą się niedługo przed premierą;
- wiele z drobnych błędów w grze, o których pisali recenzenci, jest już naprawionych;
- anulowane preordery stanowią niewielki poziom całości przedsprzedaży;
- zarząd wierzy, że poziom błędów będzie na tyle niski, że gracze ich nie zauważą;
- firma wydłużyła okres pracy zdalnej dla pracowników do końca marca 2021 roku. Spółka nie spodziewa się, by praca zdalna wpłynęła na harmonogram prac nad grami;
- potwierdzono, że po premierze „CP 2077”, w 1Q'21, spółka zaktualizuje strategię;
- spółka na chwilę obecną nie chce zdradzać szczegółów dotyczących wersji MP;
- są zespoły, które zakończyły pracę na „CP2077” i zajmują się czymś nowym, jednak o tym również jeszcze nie chcą zdradzać więcej szczegółów;
- CDR poda datę premiery pełnego wydania „The Witcher: Monster Slayer” już w 2021, z powodu aktualnej koncentracji na grze „Cyberpunk 2077”, zaznaczono, że gra jest na etapie soft launch w kilku krajach, w tym w Rosji;
- po premierze CP, po tym jak uda się spółce zebrać pierwsze globalne dane dotyczące sprzedaży, będzie się chciała podzielić tą informacją.

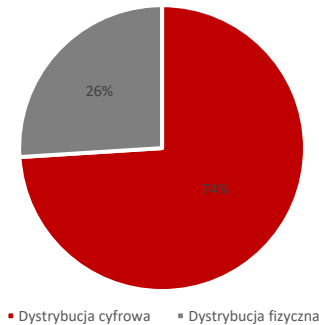
## PODSUMOWANIE TELEKONFERENCJI PO PREMIERZE GRY „CYBERPUNK 2077” (14.12.2020):

- CD Projekt bierze odpowiedzialność za zaistniałą sytuację i żałuje, że jako zespół zawiedli graczy. Zarząd za bardzo koncentrował się na wydaniu produktu i zignorował wysyłane sygnały od zespołu produkcyjnego na temat problemu „Cyberpunk 2077” na konsolach starej generacji.;
- w przeciągu 7 dni zostanie wydany kolejny hot fix, a w styczniu i lutym dwie większe aktualizacje w postaci patchy;
- zwroty gier -> spółka uważa, że za wcześnie na oceny ile ich może być, wierzy, że gracze dadzą jej możliwość naprawienia błędów;
- pierwsze dane sprzedażowe zostaną podane przed świętami, wtedy też poinformują o skali zwrotów. CDR obserwował dobrą sprzedaż na początku szczególnie na PC, ale obecna sytuacja oczywiście spowoduje spadek sprzedaży na konsolach. Jest jednak zbyt wcześnie, by podawać szczegóły. Kolejne dane o sprzedaży gry spółka planuje przedstawić przy prezentacji wyników rocznych w 1Q'21.
- potwierdzono, że w 1Q'21 spółka zaktualizuje strategię;
- doniesienia mediów o tym, że możliwość zwrotu gry została uruchomiona przez producentów konsol specjalnie w przypadku „Cyberpunk 2077” są nieprawdziwe (gracze mogą zwracać się o zwrot środków w przypadku każdego tytułu na konsole Sony i Microsoftu);
- spółka koncentruje się na naprawie wersji singleplayer, o multiplayer będą informować w późniejszym czasie;
- CDR przyznał, że studio błędnie oceniło skalę problemów na PS4 i X1. Prace nad poprawkami trwały do ostatniej chwili, dlatego nie wysłano konsolowych edycji do recenzentów.

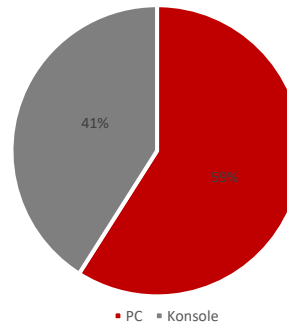
## PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Pierwsza część ostatniego kwartału 2020 roku to okres licznych wyprzedaży co powinno znaleźć swoje odzwierciedlenie w solidnej sprzedaży „Wiedźmina 3”, jednak najważniejszym miesiącem w tamtym roku dla spółki był grudzień, w którym miała miejsce długo wyczekiwana (dwukrotnie przekładana) premiera gry „Cyberpunk 2077” (10 grudnia 2020 roku). To właśnie od tej produkcji w głównej mierze będą zależały przyszłe wyniki spółki.

Preordery – podział sprzedaży, dystrybucja [%]



Preordery – podział sprzedaży, platformy [%]



Źródło: spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

Źródło: spółka, Dom Maklerski BDM S.A.

W dniu debiutu, spółka poinformowała o sprzedaży 8 mln preorderów – 74% procent z nich stanowiła dystrybucja cyfrowa a 26% fizyczna. Około 4,7 mln (59%) przedpremierowej zamówień PC, a 3,3 mln (41%) konsole. Już dwa tygodnie przed datą 10.12.2020 r. „Cyberpunk” przekroczył poziom 50 mln USD przychodów na platformie Steam, od tamtego momentu 80% tantiem trafia do dewelopera.

Pierwsze opinie graczy, wytykały mnogość błędów i usterek, słabą jakość szczególnie na konsolach starej generacji (PS4, X1). Wielu z nich w związku z tym wyraziło swoje niezadowolenie wystawiając niską ocenę na portalu Metacritic i domagało się zwrotu pieniędzy za zakupioną grę. Spodziewamy się zwrotów na poziomie 25-30% sprzedaży.

Szacujemy, że w 4Q'20 spółka wypracowała około 2,3 mld PLN przychodów, 1,9 mld PLN EBITDA, 1,7 mld PLN EBIT oraz 1,5 mld PLN zysku netto. Prognozujemy, że w tym okresie sprzedało się około 15,6 mln egzemplarzy gry „Cyberpunk 2077”.

W całym 2020 roku zakładamy 2,8 mld PLN przychodów, 2,1 mld PLN EBITDA, 1,9 mld PLN EBIT oraz 1,7 mld PLN zysku netto. Szacujemy, że w tym okresie spółka sprzeda 15,6 mln sztuk gry „Cyberpunk 2077”. Zakładamy, że w rok od premiery sprzeda się 24,2 mln kopii, a w całym 2021 roku będzie to liczba 12,0 mln sztuk. Ponadto liczymy, że w tym roku pojawi się jeden dodatek do wyżej wspomnianej produkcji. Spodziewamy się, że CD Projekt w 2021 wygeneruje 2,0 mld przychodów, 1,5 mld PLN EBITDA, 1,3 mld PLN EBIT oraz 1,1 mld PLN zysku netto.

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

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	80,9	133,5	92,9	213,3	193,0	171,0	104,5	2 301,4	354,5	425,1	721,7	518,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	52,2	96,0	55,0	156,5	145,5	111,1	68,1	1 976,5	260,1	323,1	655,8	404,7
EBITDA	29,5	47,7	24,9	116,0	106,8	67,5	38,0	1 878,5	230,2	288,7	591,0	361,7
EBIT	20,6	39,4	16,8	103,6	97,6	58,5	28,5	1 676,3	200,7	256,0	558,3	326,8
Zysk brutto	22,7	41,6	19,2	105,8	101,0	59,9	27,8	1 676,6	202,4	258,1	560,6	328,8
Zysk netto	17,8	33,9	14,9	108,9	92,0	54,8	23,4	1 508,5	182,1	232,3	504,6	295,9
Marża brutto ze sprzedaży	64,5%	71,9%	59,2%	73,4%	75,4%	65,0%	65,1%	85,9%	73,4%	76,0%	90,9%	78,1%
Marża EBITDA	36,4%	35,7%	26,8%	54,4%	55,4%	39,4%	36,3%	81,6%	64,9%	67,9%	81,9%	69,8%
Marża EBIT	25,4%	29,5%	18,1%	48,6%	50,6%	34,2%	27,3%	72,8%	56,6%	60,2%	77,4%	63,1%
Marża zysku netto	22,0%	25,4%	16,0%	51,0%	47,7%	32,0%	22,4%	65,5%	51,4%	54,6%	69,9%	57,1%

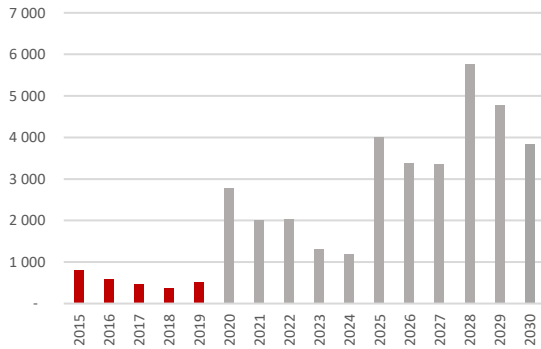
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

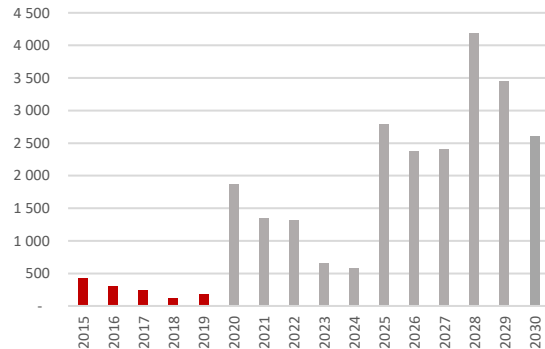
	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030 P
Przychody	583,9	463,2	362,9	521,3	2 770,0	2 019,3	2 026,8	1 306,8	1 190,8	4 003,2	3 393,2	3 353,1	5 777,4	4 791,3	3 851,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	470,7	381,0	256,6	360,0	2 301,2	1 643,7	1 728,1	973,7	898,9	3 572,6	3 041,5	2 974,7	5 180,3	4 232,2	3 311,4
EBITDA	339,3	245,8	129,0	217,8	2 090,8	1 471,6	1 563,8	819,2	644,4	3 036,7	2 664,7	2 588,6	4 528,3	3 703,6	2 784,6
EBIT	303,6	240,9	112,4	180,3	1 860,9	1 341,9	1 306,5	649,1	572,5	2 783,6	2 366,0	2 402,8	4 188,1	3 439,2	2 598,7
Zysk brutto	311,9	247,4	123,0	189,2	1 865,2	1 349,8	1 315,8	659,3	581,3	2 793,2	2 378,7	2 413,8	4 199,9	3 452,2	2 609,1
Zysk netto	250,5	200,3	109,3	175,3	1 678,6	1 124,8	1 184,2	593,4	523,2	2 513,9	2 140,8	2 172,4	3 779,9	3 107,0	2 348,2
Marża brutto ze sprzedaży	80,6%	82,3%	70,7%	70,7%	83,1%	81,4%	85,3%	74,5%	75,5%	89,2%	89,6%	88,7%	89,7%	88,3%	86,0%
Marża EBITDA	58,1%	53,1%	35,6%	41,8%	75,5%	72,9%	77,2%	62,7%	54,1%	75,9%	78,5%	77,2%	78,4%	77,3%	72,3%
Marża EBIT	52,0%	52,0%	31,0%	34,6%	67,2%	66,5%	64,5%	49,7%	48,1%	69,5%	69,7%	71,7%	72,5%	71,8%	67,5%
Marża zysku netto	42,9%	43,2%	30,1%	33,6%	60,6%	55,7%	58,4%	45,4%	43,9%	62,8%	63,1%	64,8%	65,4%	64,8%	61,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

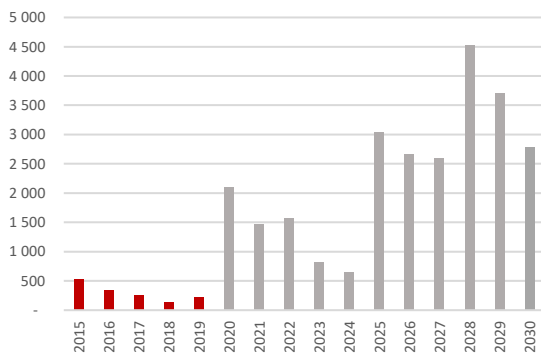
**Przychody [mln PLN]**



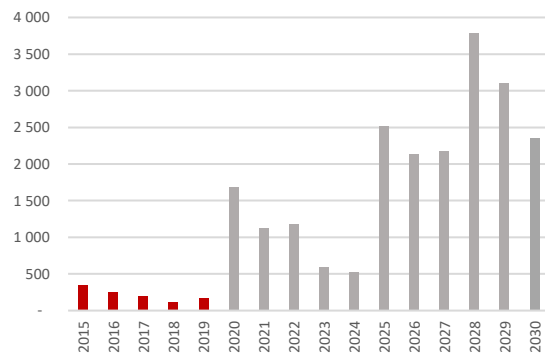
**EBIT [mln PLN]**



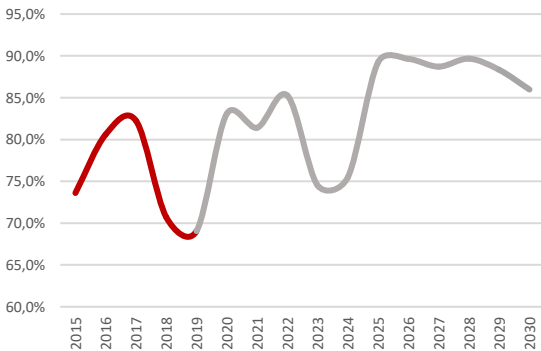
**EBITDA [mln PLN]**



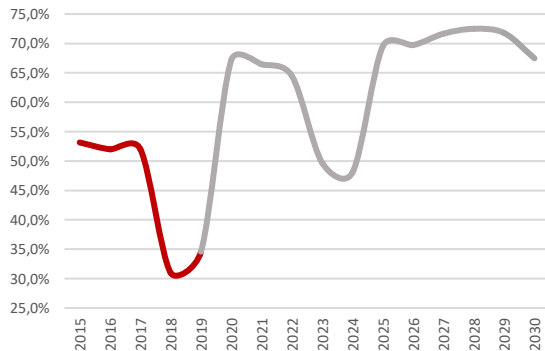
**Zysk netto [mln PLN]**



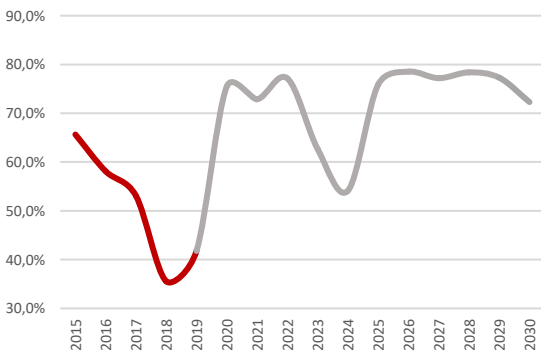
**Rentowność brutto [%]**



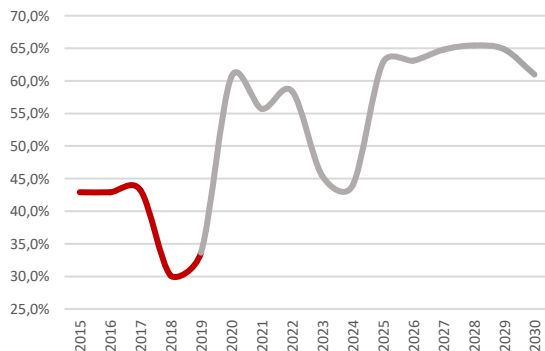
**Rentowność EBIT [%]**



**Rentowność EBITDA [%]**



**Rentowność netto [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy premierę „Cyberpunka 2077” na 16.04.2020, pod dwóch przesunięciach gra zadebiutowała 10.12.2020, co ma wpływ na przesunięcie oczekiwanej sprzedaży na dalsze okresy. Ponadto przez problemy z konsolowymi wersjami obniżaliśmy nasze prognozy co do sprzedaży CP2077 w pierwszych 12M sprzedaży z 30 mln do 24,2 mln. Liczymy jednak, że wraz z poprawą grywalności tytułu sprzedaż konsolowa będzie się odbudowywała, tym samym przesunie się na 2021 rok. Ponadto przesuwamy nasze założenia co do dodatków (pierwszego spodziewamy się w okolicach 3Q'21 i dwóch w 2022 roku), liczymy na pierwsze poważne przepływy z wersji multiplayerowej w 2023 roku. Duży wpływ na zmianę szacowanych przez nasz przychodów ma zmiana prognoz USD/PLN.

### Zmiana prognoz wyników za 1-4Q'20 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 06.05.2020 [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P
<b>POPRZEDNIA REKOMENDACJA</b>								
Przychody [mln PLN]	80,9	133,5	92,9	213,3	111,6	149,8	2 087,2	1 250,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	52,2	96,0	55,0	156,5	68,2	99,1	1 804,2	1 230,7
EBITDA	29,5	47,7	24,9	116,0	33,6	58,2	1 662,2	1 071,2
EBIT	20,6	39,4	16,8	103,6	21,3	45,9	1 519,5	1 039,3
Zysk brutto	22,7	41,6	19,2	105,8	23,2	48,3	1 522,0	1 041,6
Zysk netto	17,8	33,9	14,9	108,9	21,5	44,8	1 410,9	965,5
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>								
Przychody	80,9	133,5	92,9	213,3	193,0	171,0	104,5	2 301,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	52,2	96,0	55,0	156,5	145,5	111,1	68,1	1 976,5
EBITDA	29,5	47,7	24,9	116,0	106,8	67,5	38,0	1 878,5
EBIT	20,6	39,4	16,8	103,6	97,6	58,5	28,5	1 676,3
Zysk brutto	22,7	41,6	19,2	105,8	101,0	59,9	27,8	1 676,6
Zysk netto	17,8	33,9	14,9	108,9	92,0	54,8	23,4	1 508,5
<b>ZMIANA %</b>								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	72,9%	14,2%	-95,0%	84,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	113,3%	12,1%	-96,2%	60,6%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	217,9%	15,9%	-97,7%	75,4%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	358,3%	27,4%	-98,1%	61,3%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	335,2%	24,0%	-98,2%	61,0%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	327,8%	22,3%	-98,3%	56,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 06.05.2020 [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
<b>POPRZEDNIA REKOMENDACJA</b>										
Przychody [mln PLN]	3 599,0	2 589,7	2 206,6	1 542,6	1 382,4	4 093,3	3 542,1	3 704,5	5 947,8	4 795,9
Wiedźmin 1-3	270,2	102,7	71,3	30,2	19,9	10,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	3 149,7	2 214,5	1 691,5	892,4	598,3	407,8	302,3	230,5	150,6	91,3
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	229,9	405,3	484,3	562,5	560,0	447,0	237,3	55,5
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 709,4	2 165,2	1 118,0	747,8	523,5
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	252,5	347,2	439,4	490,9
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3 158,9	1 381,6
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	482,3
<b>AKTUALNA REKOMENDACJA</b>										
Przychody [mln PLN]	2 770,0	2 019,3	2 026,8	1 306,8	1 190,8	4 003,2	3 393,2	3 353,1	5 777,4	4 791,3
Wiedźmin 1-3	267,0	93,2	65,3	27,7	18,2	9,1	1,1	0,0	0,0	0,0
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	1 747,1	1 955,7	1 276,3	620,6	410,5	276,0	204,5	156,4	102,0	60,9
Cyberpunk Multiplayer	0,0	0,0	33,3	326,8	386,8	446,1	441,5	354,4	190,5	45,6
Wiedźmin 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 411,1	2 000,7	994,1	653,8	451,4
Wiedźmin Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	173,2	245,4	318,1	355,4
Nowa gra AAA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2 773,8	1 539,8
Nowa gra AAA Multiplayer	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	363,4
The Witcher: Monster Slayer	0,0	11,2	50,4	74,7	95,9	124,7	118,5	112,6	95,7	81,3
<b>ZMIANA %</b>										
Przychody [mln PLN]	-23,0%	-22,0%	-8,2%	-15,3%	-13,9%	-2,2%	-4,2%	-9,5%	-2,9%	-0,1%
Wiedźmin 1-3	-1,2%	-9,2%	-8,4%	-8,4%	-8,4%	-8,9%	-8,9%	-	-	-
Cyberpunk 2077 (+ DLC)	-44,5%	-11,7%	-24,5%	-30,5%	-31,4%	-32,3%	-32,4%	-32,1%	-32,3%	-33,3%
Cyberpunk Multiplayer	-	-	-85,5%	-19,4%	-20,1%	-20,7%	-21,2%	-20,7%	-19,7%	-17,8%
Wiedźmin 4	-	-	-	-	-	-11,0%	-7,6%	-11,1%	-12,6%	-13,8%
Wiedźmin Multiplayer	-	-	-	-	-	-	-31,4%	-29,3%	-27,6%	-27,6%
Nowa gra AAA	-	-	-	-	-	-	-	-	-12,2%	11,5%
Nowa gra AAA Multiplayer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-24,7%
The Witcher: Monster Slayer	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 06.05.2020 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	3 599,0	2 770,0	-23,0%	2 589,7	2 019,3	-22,0%	2 206,6	2 026,8	-8,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	3 202,2	2 301,2	-28,1%	2 319,9	1 643,7	-29,1%	1 900,6	1 728,1	-9,1%
EBITDA	2 825,3	2 090,8	-26,0%	2 022,9	1 471,6	-27,3%	1 724,2	1 563,8	-9,3%
EBIT	2 626,1	1 860,9	-29,1%	1 874,6	1 341,9	-28,4%	1 517,2	1 306,5	-13,9%
Wynik brutto	2 635,1	1 865,2	-29,2%	1 887,8	1 349,8	-28,5%	1 531,3	1 315,8	-14,1%
Wynik netto	2 442,7	1 678,6	-31,3%	1 750,0	1 124,8	-35,7%	1 419,5	1 184,2	-16,6%
marża brutto	89,0%	83,1%	-6,7%	89,6%	81,4%	-8,2%	86,1%	85,3%	-0,8%
marża EBITDA	78,5%	75,5%	-3,0%	78,1%	72,9%	-5,2%	78,1%	77,2%	-0,9%
marża EBIT	73,0%	67,2%	-5,8%	72,4%	66,5%	-5,9%	68,8%	64,5%	-4,3%
marża netto	67,9%	60,6%	-7,3%	67,6%	55,7%	-11,9%	64,3%	58,4%	-5,9%
USD/PLN	4,089	3,897	-4,7%	4,135	3,748	-9,4%	4,073	3,731	-8,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**DANE FINANSOWE**

<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>255,5</b>	<b>388,3</b>	<b>679,1</b>	<b>683,5</b>	<b>731,6</b>	<b>661,9</b>	<b>682,1</b>	<b>803,5</b>	<b>805,3</b>	<b>723,6</b>	<b>785,3</b>	<b>708,5</b>	<b>723,7</b>	<b>710,6</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	18,8	19,2	105,3	106,3	106,8	107,3	107,9	108,4	108,9	109,4	109,9	110,5	111,0	111,5
Wartości niematerialne	46,9	50,2	59,8	62,2	61,2	60,1	58,8	57,4	56,7	55,8	54,9	54,8	54,4	53,8
Nakłady na prace rozwojowe	142,5	242,8	385,8	337,9	386,6	317,4	338,4	460,6	462,6	381,3	443,4	366,1	381,2	368,3
Wartość firmy	46,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4	56,4
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	19,6	71,8	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6	120,6
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>726,0</b>	<b>738,5</b>	<b>725,0</b>	<b>2 303,1</b>	<b>2 638,5</b>	<b>3 262,7</b>	<b>2 750,2</b>	<b>2 657,3</b>	<b>4 733,6</b>	<b>4 383,4</b>	<b>4 390,7</b>	<b>6 099,8</b>	<b>5 363,4</b>	<b>4 635,0</b>
Zapasy	0,3	0,3	12,9	0,6	0,4	0,5	0,1	0,1	10,6	1,0	0,2	22,5	0,2	0,2
Należności	63,8	57,9	210,3	499,0	273,6	233,1	225,3	222,5	278,4	242,1	258,0	286,2	245,7	233,5
Inne aktywa obrotowe	14,3	21,5	19,6	24,7	24,7	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	647,5	658,9	482,3	1 778,8	2 339,8	3 016,8	2 512,5	2 422,4	4 432,2	4 128,0	4 120,1	5 778,7	5 105,1	4 388,9
<b>Aktywa razem</b>	<b>981,5</b>	<b>1 126,8</b>	<b>1 404,1</b>	<b>2 986,6</b>	<b>3 370,1</b>	<b>3 924,7</b>	<b>3 432,3</b>	<b>3 460,8</b>	<b>5 538,9</b>	<b>5 107,1</b>	<b>5 176,0</b>	<b>6 808,2</b>	<b>6 087,1</b>	<b>5 345,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>882,9</b>	<b>1 002,9</b>	<b>1 105,7</b>	<b>2 589,9</b>	<b>2 965,5</b>	<b>3 587,2</b>	<b>3 114,8</b>	<b>3 104,0</b>	<b>5 147,0</b>	<b>4 773,9</b>	<b>4 805,6</b>	<b>6 413,1</b>	<b>5 740,1</b>	<b>4 981,3</b>
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>4,1</b>	<b>6,7</b>	<b>25,2</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>	<b>22,6</b>
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>94,5</b>	<b>117,3</b>	<b>273,3</b>	<b>374,1</b>	<b>382,1</b>	<b>314,9</b>	<b>294,9</b>	<b>334,3</b>	<b>369,3</b>	<b>310,6</b>	<b>347,9</b>	<b>372,6</b>	<b>324,4</b>	<b>341,7</b>
Zobowiązania handlowe i inne	47,8	90,5	73,3	197,2	176,7	177,7	178,2	176,7	187,1	172,6	178,9	190,2	171,5	188,9
Rozliczenia międzyokresowe przychodów	3,1	3,6	161,4	142,2	170,7	102,4	81,9	122,9	147,5	103,2	134,2	147,6	118,1	118,1
Pozostałe rezerwy	43,6	23,2	38,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
<b>Pasywa razem</b>	<b>981,5</b>	<b>1 126,8</b>	<b>1 404,1</b>	<b>2 986,6</b>	<b>3 370,1</b>	<b>3 924,7</b>	<b>3 432,3</b>	<b>3 460,8</b>	<b>5 538,9</b>	<b>5 107,1</b>	<b>5 176,0</b>	<b>6 808,2</b>	<b>6 087,1</b>	<b>5 345,6</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przychody ze sprzedaży	463,2	362,9	521,3	2 770,0	2 019,3	2 026,8	1 306,8	1 190,8	4 003,2	3 393,2	3 353,1	5 777,4	4 791,3	3 851,6
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	381,0	256,6	360,0	2 301,2	1 643,7	1 728,1	973,7	898,9	3 572,6	3 041,5	2 974,7	5 180,3	4 232,2	3 311,4
EBITDA	245,8	129,0	217,8	2 090,8	1 471,6	1 563,8	819,2	644,4	3 036,7	2 664,7	2 588,6	4 528,3	3 703,6	2 784,6
Amortyzacja	4,9	16,6	37,5	229,9	129,7	257,3	170,2	71,8	253,0	298,7	185,7	340,2	264,4	185,9
EBIT	240,9	112,4	180,3	1 860,9	1 341,9	1 306,5	649,1	572,5	2 783,6	2 366,0	2 402,8	4 188,1	3 439,2	2 598,7
Saldo działalności finansowej	6,5	10,6	8,9	4,4	7,9	9,3	10,2	8,7	9,6	12,7	11,0	11,8	13,0	10,4
Zysk (strata) brutto	247,4	123,0	189,2	1 865,2	1 349,8	1 315,8	659,3	581,3	2 793,2	2 378,7	2 413,8	4 199,9	3 452,2	2 609,1
Zysk (strata) netto	200,3	109,3	175,3	1 678,6	1 124,8	1 184,2	593,4	523,2	2 513,9	2 140,8	2 172,4	3 779,9	3 107,0	2 348,2
<b>CF [mln PLN]</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	233,1	132,6	216,7	1 720,8	1 570,2	1 417,7	741,5	628,4	2 725,9	2 414,0	2 369,4	4 082,5	3 372,9	2 553,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-282,1	-95,0	-164,5	-200,7	-169,4	-177,9	-179,6	-184,1	-244,8	-203,9	-236,0	-251,0	-266,2	-162,0
Przepływy z działalności finansowej	-101,4	-0,7	-107,2	-90,8	-839,7	-562,9	-1 066,2	-534,5	-471,3	-2 514,4	-2 141,2	-2 172,9	-3 780,4	-3 107,4
Przepływy pieniężne netto	-150,4	36,9	-55,0	1 429,3	561,0	677,0	-504,3	-90,1	2 009,8	-304,2	-7,9	1 658,6	-673,6	-716,2
Środki pieniężne na początek okresu	217,4	67,0	104,4	49,4	1 478,7	2 039,8	2 716,8	2 212,5	2 122,4	4 132,2	3 828,0	3 820,1	5 478,7	4 805,0
Środki pieniężne na koniec okresu**	67,0	103,9	49,4	1 478,7	2 039,8	2 716,8	2 212,5	2 122,4	4 132,2	3 828,0	3 820,1	5 478,7	4 805,0	4 088,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz pozostałe aktywa finansowe \*\*-bez pozostałych aktywów finansowych – lokat ok. 300 mln PLN (szac.) na koniec 2020 roku

**Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe**

Dane finansowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	-21,7%	43,6%	431,4%	-27,1%	0,4%	-35,5%	-8,9%	236,2%	-15,2%	-1,2%	72,3%	-17,1%	-19,6%
EBITDA zmiana r/r	-47,5%	68,8%	860,1%	-29,6%	6,3%	-47,6%	-21,3%	371,3%	-12,3%	-2,9%	74,9%	-18,2%	-24,8%
EBIT zmiana r/r	-53,4%	60,4%	932,2%	-27,9%	-2,6%	-50,3%	-11,8%	386,2%	-15,0%	1,6%	74,3%	-17,9%	-24,4%
Zysk netto zmiana r/r	-45,4%	60,3%	857,5%	-33,0%	5,3%	-49,9%	-11,8%	380,5%	-14,8%	1,5%	74,0%	-17,8%	-24,4%
Marża brutto na sprzedaży	70,7%	69,1%	83,1%	81,4%	85,3%	74,5%	75,5%	89,2%	89,6%	88,7%	89,7%	88,3%	86,0%
Marża EBITDA	35,6%	41,8%	75,5%	72,9%	77,2%	62,7%	54,1%	75,9%	78,5%	77,2%	78,4%	77,3%	72,3%
Marża EBIT	31,0%	34,6%	67,2%	66,5%	64,5%	49,7%	48,1%	69,5%	69,7%	71,7%	72,5%	71,8%	67,5%
Marża netto	30,1%	33,6%	60,6%	55,7%	58,4%	45,4%	43,9%	62,8%	63,1%	64,8%	65,4%	64,8%	61,0%
ROE	10,9%	15,9%	64,8%	37,9%	33,0%	19,1%	16,9%	48,8%	44,8%	45,2%	58,9%	54,1%	47,1%
ROA	9,7%	12,5%	56,2%	33,4%	30,2%	17,3%	15,1%	45,4%	41,9%	42,0%	55,5%	51,0%	43,9%
Dług netto	-103,5	-462,4	-1 759,3	-2 320,3	-2 997,3	-2 493,0	-2 402,9	-4 412,7	-4 108,5	-4 100,6	-5 759,2	-5 085,6	-4 369,4
Dług netto / kapitał własny	-10,3%	-41,8%	-67,9%	-78,2%	-83,6%	-80,0%	-77,4%	-85,7%	-86,1%	-85,3%	-89,8%	-88,6%	-87,7%
Dług netto / EBITDA	-0,8	-2,1	-0,8	-1,6	-1,9	-3,0	-3,7	-1,5	-1,5	-1,6	-1,3	-1,4	-1,6
Dług netto / EBIT	-0,9	-2,6	-0,9	-1,7	-2,3	-3,8	-4,2	-1,6	-1,7	-1,7	-1,4	-1,5	-1,7
EV	22 955,7	22 596,8	22 739,3	22 178,3	21 501,3	22 005,6	22 095,7	20 085,9	20 390,1	20 398,0	18 739,4	19 413,0	20 129,2
CAPEX / Przychody	31,3%	49,2%	7,2%	8,8%	9,3%	14,6%	16,2%	6,4%	6,4%	7,4%	4,6%	5,8%	4,5%
CAPEX / Amortyzacja	683,2%	684,2%	87,3%	137,1%	72,9%	111,8%	269,1%	100,7%	72,7%	133,2%	77,4%	105,7%	93,0%
Amortyzacja / Przychody	4,6%	7,2%	8,3%	6,4%	12,7%	13,0%	6,0%	6,3%	8,8%	5,5%	5,9%	5,5%	4,8%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	0,0%	-2,6%	10,2%	2,7%	0,7%	0,1%	-1,4%	0,9%	-0,3%	-0,7%	0,9%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	0,0%	3,2%	27,3%	-718,7%	1,2%	1,1%	2,0%	5,2%	-21,9%	1,6%	4,5%	3,1%
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>
MC/S*	63,5	44,2	8,8	12,1	12,1	18,7	20,6	6,1	7,2	7,3	4,2	5,1	6,4
P/E*	210,9	131,5	14,6	21,8	20,7	41,3	46,8	9,7	11,4	11,3	6,5	7,9	10,4
P/BV*	23,0	20,9	9,5	8,3	6,8	7,9	7,9	4,8	5,1	5,1	3,8	4,3	4,9
P/CE*	252,5	851,3	272,3	132,3	104,6	64,3	59,1	145,9	134,2	136,4	165,5	155,1	137,8
EV/EBITDA*	177,9	103,8	10,9	15,1	13,7	26,9	34,3	6,6	7,7	7,9	4,1	5,2	7,2
EV/EBIT*	204,2	125,3	12,2	16,5	16,5	33,9	38,6	7,2	8,6	8,5	4,5	5,6	7,7
EV/S*	63,3	43,3	8,2	11,0	10,6	16,8	18,6	5,0	6,0	6,1	3,2	4,1	5,2
BVPS	10,4	11,5	25,4	29,0	35,1	30,5	30,4	50,4	46,7	47,1	62,8	56,2	48,8
EPS	1,1	1,8	16,4	11,0	11,6	5,8	5,1	24,6	21,0	21,3	37,0	30,4	23,0
CEPS	1,0	0,3	0,9	1,8	2,3	3,7	4,1	1,6	1,8	1,8	1,4	1,5	1,7
Dywidenda	0,0	100,9	0,0	839,3	562,4	1 065,8	534,0	470,8	2 513,9	2 140,8	2 172,4	3 779,9	3 107,0
DPS	0,0	1,1	0,0	8,2	5,5	10,4	5,2	4,6	24,6	21,0	21,3	37,0	30,4
Dyield	0,0%	0,4%	0,0%	3,4%	2,3%	4,4%	2,2%	1,9%	10,3%	8,7%	8,9%	15,4%	12,7%
Payout ratio	0,0%	92,3%	0,0%	50,0%	50,0%	90,0%	90,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* Obliczenia przy cenie 239,9 PLN



## WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

**Krystian Brymora**

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

**Michał Fidelus**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

## WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>315</b>	<b>redukuj</b>	<b>332</b>	<b>11.01.2021</b>	<b>08:00 CEST</b>	<b>239,9</b>	<b>59 843</b>
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 1Q'21*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

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

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

Osoby, które 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.

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 11.01.2021 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 18.01.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 11.01.2021 roku:

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.