



Dom Maklerski BDM S.A.

Creepy Jar

RAPORT ANALITYCZNY

Po rozczarującym 2023 r., który przyniósł znaczące pogorszenie sprzedaży flagowej produkcji spółki, jak i brak większych działań marketingowych dotyczących „StarRupture” oczekujemy, że 2024 r. będzie atrakcyjniejszym okresem pod względem aktywności promocyjnej, co powinno sprzyjać aprecjacji kursu CRJ. Liczymy, że najnowsza produkcja spółki będzie gotowa do wydania do końca 2024 r. Mając jednocześnie na uwadze fakt, iż ostatni kwartał roku jest wymagającym okresem wydawniczym dla gier indie, zakładamy, że premiera najnowszej produkcji CRJ będzie miała miejsce w 1Q'25. Doceniamy komfortową sytuację finansową spółki (79,1 mln PLN aktywów finansowych na koniec 2023 r.), która nie tylko umożliwi kontynuację dystrybucji zysków do akcjonariuszy (DPS = 13,1), lecz także pozwoli jej odpowiednio przygotować się do zbliżającej się premiery. Pragniemy zauważyć również, że szacowane przez nas wyniki na lata 2025-26 implikują atrakcyjną wycenę mnożnikową dewelopera gier (P/E na poziomie 6-8x). Z drugiej strony, m.in. takie czynniki jak pogorszenie ogona sprzedażowego „GH”, umocnienie PLN, wyższe koszty produkcji czy obniżenie potencjału komercyjnego „StarRupture” negatywnie wpływają na prognozowane przez nas przepływy pieniężne i skutkują spadkiem wyceny. Mając powyższe na uwadze obniżamy cenę docelową do poziomu 760 (23% powyżej obecnej ceny rynkowej), jednocześnie utrzymując zalecenie KUPUJ.

2023 r. w wykonaniu CRJ pod wieloma względami okazał się dla nas rozczarującym okresem. Na przełomie 1/2Q'23 znacząco pogorszeniu uległa sprzedaż „Green Hell’a”, do czego m.in. przyczyniła się eksperymentalna, chwilowa podwyżka cennika, jak i liczne premiery odciągające uwagę graczy od produktu CRJ (w tym sequel jednego z konkurentów tego tytułu, czyli „Sons of The Forest”). W konsekwencji sprzedaż „GH” spadła r/r o ponad 15%, a przychody z tego tytułu uległy znaczącej regresji do poziomu 37,5 mln PLN (-32% r/r). Negatywnie zaskoczyły nas również założenia nowego programu motywacyjnego na lata 2023-2025, którego cel wydaje się mało ambitny (skumulowany zysk brutto na poziomie 30 mln PLN). Na przestrzeni 2023 r. brakowało nam również intensywniejszych działań marketingowych dot. „StarRupture”, które pomogłyby w lepszym budowaniu świadomości wśród graczy na temat najnowszej produkcji CRJ (aktualna wishlista w okolicach 90-100 tys.).

W 2024 r. liczymy się z dalszym spadkiem wyników przy jednoczesnym zwiększaniu nakładów na produkcję. Oczekujemy jednak, że w tym okresie, ważniejszym elementem wpływającym na sentyment inwestorów do spółki będzie postępująca kampania marketingowa „StarRapture”, przekładająca się na wzrost zainteresowania tym tytułem (wishlista). Spodziewamy się, że najważniejszym elementem promocji najnowszej produkcji CRJ, będzie odsłona gameplay'a, którego oczekujemy w okolicach połowy roku.

W styczniu spółka ukończyła trzeci z czterech zaplanowanych milestone'ów produkcyjnych. Po zakończeniu ostatniego deweloper skupi się na dopracowaniu całości, co powinno zająć ok. 6 miesięcy. Zważając na aktualny stan prac, liczymy, że najnowsza produkcja spółki będzie gotowa do wydania do końca 2024 r. Mając jednocześnie na uwadze fakt, iż ostatni kwartał roku jest wymagającym okresem wydawniczym dla gier indie, zakładamy, że premiera najnowszej produkcji CRJ będzie miała miejsce w 1Q'25. Szacowany przez nas budżet „StarRupture” (do EA) to ok. 24 mln PLN.

Doceniamy komfortową sytuację finansową spółki (79,1 mln PLN aktywów finansowych na koniec 2023 r.), która nie tylko umożliwi kontynuację dystrybucji zysków do akcjonariuszy (DPS = 13,1, DY= 2,1%), lecz także pozwoli jej odpowiednio przygotować się do premiery „StarRupture” zarówno od strony produkcyjnej jak i wydawniczej.

Aktualnie spodziewamy się, że pierwsze prace nad „GH2” ruszą dopiero po premierze (EA) „StarRupture”, czyli na przestrzeni 2025 r., co jest późniejszym terminem, niż wcześniej oczekiwaliśmy. Mając powyższe na uwadze, zakładamy premierę sequela flagowej gry CRJ dopiero w 2029 r.

	2020	2021	2022	2023S	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	37,7	46,1	54,9	37,5	25,8	100,3
EBITDA [mln PLN]	26,7	31,8	37,1	17,0	5,8	76,5
EBITDA adj. [mln PLN]	32,7	38,0	44,2	21,5	10,3	81,0
EBIT [mln PLN]	25,5	30,2	36,1	15,8	4,5	67,3
EBIT adj. [mln PLN]	31,5	36,4	43,1	20,3	9,0	71,8
Wynik brutto [mln PLN]	24,5	31,4	39,6	20,9	8,5	71,9
Zysk netto [mln PLN]	22,4	29,1	36,5	18,3	7,7	65,4
Zysk netto adj. [mln PLN]	28,4	35,3	43,5	22,8	12,2	69,9
P/BV	11,9	5,9	4,2	4,4	4,5	2,7
P/E	18,8	14,5	11,6	23,7	56,2	6,6
P/E adj.	14,8	11,9	9,7	19,0	35,5	6,2
EV/EBITDA	14,8	11,4	7,0	20,9	63,9	4,1
EV/EBITDA adj.	12,1	9,5	5,9	16,5	35,9	3,9
EV/EBIT	15,4	12,0	7,2	22,6	81,1	4,7
EV/EBIT adj.	12,5	9,9	6,1	17,6	40,7	4,4

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

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

KUPUJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 760 PLN

27 LUTY 2024, 09:50 CET

Wycena DCF [PLN]	691
Wycena końcowa [PLN]	760
Potencjał do wzrostu	23%
Koszt kapitału	13,3%
Cena rynkowa [PLN]	620
Kapitalizacja [mln PLN]	434
Ilość akcji [mln. szt.]	0,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	724
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	554
Stopa zwrotu za 3 mc	4,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-13,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-23,7%
Struktura akcjonariatu:	
Venture FIZ	12,5%
Krzysztof Maciej Kwiatek	11,3%
Krzysztof Salek	11,3%
Tomasz Michał Soból	11,3%
TFI Allianz Polska	8,7%
TFI Quercus	5,3%
Pozostali Akcjonariusze	39,7%

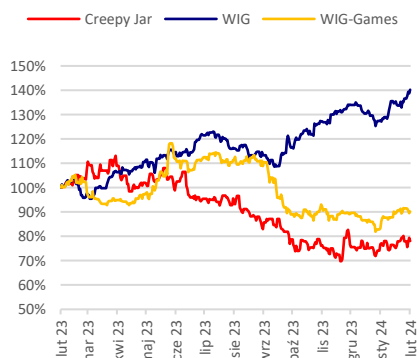
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

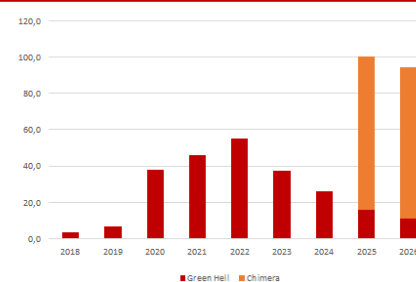
WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 4Q'23	8
FINANSE I PROGNOZY	9
PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY.....	9
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	14
DANE FINANSOWE	15

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

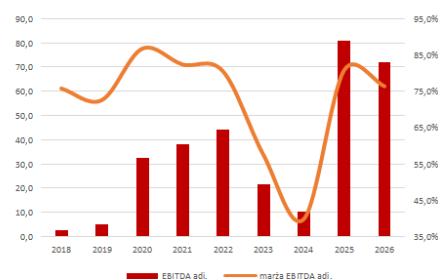
Rachunek wyników [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	37,7	46,1	54,9	37,5	25,8	100,3	94,4
Zysk brutto ze sprzedaży	25,5	30,2	36,3	16,3	4,5	67,3	59,3
EBITDA	26,7	31,8	37,1	17,0	5,8	76,5	72,1
EBITDA adj.	32,7	38,0	44,2	21,5	10,3	81,0	72,1
EBIT	25,5	30,2	36,1	15,8	4,5	67,3	59,3
EBIT adj.	31,5	36,4	43,1	20,3	9,0	71,8	59,3
Zysk brutto	24,5	31,4	39,6	20,9	8,5	71,9	64,9
Zysk netto	22,4	29,1	36,5	18,3	7,7	65,4	59,1
Zysk netto adj.	28,4	35,3	43,5	22,8	12,2	69,9	59,1
Marża brutto ze sprzedaży	67,7%	65,5%	66,0%	43,4%	17,6%	67,1%	62,8%
Marża EBITDA	70,7%	68,9%	67,6%	45,5%	22,3%	76,3%	76,4%
Marża EBITDA adj.	86,7%	82,4%	80,5%	57,5%	39,8%	80,8%	76,4%
Marża EBIT	67,7%	65,5%	65,7%	42,1%	17,6%	67,1%	62,8%
Marża EBIT adj.	83,6%	78,9%	78,4%	54,1%	35,0%	71,6%	62,8%
Marża zysku netto	59,5%	63,1%	66,4%	48,8%	29,9%	65,2%	62,6%
Marża zysku netto adj.	75,4%	76,5%	79,1%	60,9%	47,4%	69,7%	62,6%
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	3,2	5,4	9,4	20,0	31,4	34,5	33,4
WNIP	0,0	0,9	1,6	1,0	1,0	16,1	14,9
Rzeczowe aktywa trwałe	0,7	0,7	0,6	1,5	1,9	2,3	2,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,4	3,8	7,2	17,5	28,5	16,1	15,8
Aktywa obrotowe	34,7	69,0	94,3	86,8	72,5	137,0	159,4
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Należności krótkoterminowe	6,6	8,8	8,1	6,7	4,8	11,9	14,1
Inwestycje krótkoterminowe	28,0	59,9	86,0	79,1	66,7	124,2	144,3
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	28,0	59,7	80,6	59,8	47,4	104,8	125,0
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	37,9	74,4	103,7	106,8	103,9	171,6	192,8
Kapitał własny	35,5	71,0	100,0	98,5	97,1	158,6	178,5
Rezerwy na zobowiązania	0,1	0,6	0,2	2,4	2,4	2,4	2,4
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,2	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	1,8	2,5	3,4	5,1	3,8	9,8	11,3
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	37,9	74,4	103,7	106,8	103,9	171,6	192,8
Cash Flow [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	25,1	35,5	45,4	24,9	9,5	73,6	71,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,2	-3,6	-84,9	54,9	-12,7	-12,3	-11,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,1	-0,2	-14,8	-25,5	-9,1	-3,9	-39,2
Przepływy pieniężne netto	21,8	31,7	-54,3	54,3	-12,4	57,4	20,2
Środki pieniężne na początek okresu	6,2	28,0	59,7	5,5	59,8	47,4	104,8
Środki pieniężne na koniec okresu	28,0	59,7	5,5	59,8	47,4	104,8	125,0
Dynamiki [%]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	439,2%	22,5%	19,0%	-31,8%	-31,1%	288,7%	-5,9%
EBITDA	426,0%	19,3%	16,7%	-54,0%	-66,2%	1228,4%	-5,8%
EBITDA adj.	544,5%	16,4%	16,3%	-51,2%	-52,4%	689,6%	-11,0%
EBIT	5471,4%	18,4%	19,4%	-56,3%	-71,3%	1383,9%	-11,8%
EBIT adj.	6782,0%	15,5%	18,3%	-52,9%	-55,4%	694,5%	-17,4%
Zysk netto	16238,3%	29,9%	25,3%	-49,8%	-57,8%	747,4%	-9,7%
Zysk netto adj.	20612,9%	24,3%	23,1%	-47,6%	-46,4%	472,1%	-15,5%
Wybrane dane i wskaźniki*	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
ROE	63,2%	41,0%	36,5%	18,6%	7,9%	41,2%	33,1%
ROA	59,2%	39,1%	35,1%	17,1%	7,4%	38,1%	30,6%
Dywidend	0,0%	0,0%	3,5%	6,5%	2,1%	0,9%	8,6%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,0	21,5	40,0	13,1	5,5	53,3
Payout ratio	-	-	50%	77%	50%	50%	60%
P/E (x)	18,8	14,5	11,6	23,7	56,2	6,6	7,7
P/E adj. (x)	14,8	11,9	9,7	19,0	35,5	6,2	7,7
P/BV (x)	11,9	5,9	4,2	4,4	4,5	2,7	2,6
EV/EBIT (x)	15,4	12,0	7,2	22,6	81,1	4,7	5,3
EV/EBIT adj. (x)	12,5	9,9	6,1	17,6	40,7	4,4	5,3
EV/EBITDA (x)	14,8	11,4	7,0	20,9	63,9	4,1	4,4
EV/EBITDA adj. (x)	12,1	9,5	5,9	16,5	35,9	3,9	4,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 620 PLN.

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



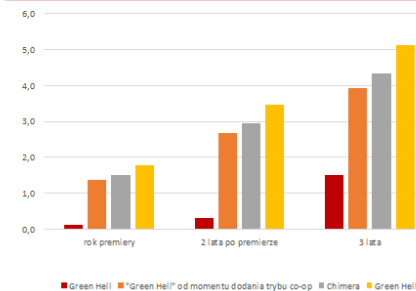
CRJ - EBITDA adj./ marża EBITDA [mln PLN, %]



CRJ - dane dotyczące poszczególnych tytułów

Tytuł	Cena (USD)			
	EA	Premiera	Data EA	Data premiery
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19
"Chimera"	29,99	34,99	1Q'25	1Q'26
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2029	2030

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



Czynniki ryzyka dla naszej rekomendacji

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

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Creepy Jar opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym nadaliśmy wagę odpowiednio po 15%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 691 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 803 PLN, a do spółek zagranicznych 1 036 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 559,3 mln PLN, czyli **760 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	691
Wycena porównawcza	30%	919
Wycena porównawcza Polska	15%	803
Wycena porównawcza zagranica	15%	1 036
Wycena 1 akcji Creepy Jar [PLN]		760

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 w naszym modelu opiera się na zmodyfikowanym modelu CAPM. Stopa wolna od ryzyka przyjęta w modelu wynosi 5,3%, premia za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5%, a współczynnik beta = 1,0. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 1,5% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o średniej kapitalizacji i płynności jakim jest Creepy Jar.

Główne założenia modelu:

- Na przestrzeni 2024 r. liczymy się z dalszą regresją wyników r/r w związku z coraz bardziej starzejącym się flagowym produktem spółki. W obecnym roku prognozujemy 25,8 mln PLN przychodów, 10,3 mln PLN adj. EBITDA oraz 12,2 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- Oczekujemy premiery „StarRupture” w formule early access w 1Q'25 (PC) przy cenie na poziomie 29,99 USD. Pomimo, iż gra tworzona jest na silniku Unreal Engine 5, który znacząco ułatwia jednoczesną produkcję na PC jak i konsole, zakładamy, że tytuł ten zadebiutuje na platformach nowej generacji dopiero w okolicach pełnoprawnej premiery (1Q'26). Spodziewamy się, że budżet tego projektu do premiery w formule wczesnego dostępu sięgnie ok. 24 mln PLN. Szacujemy, że w rok od debiutu (EA) sprzedaż „StarRupture” wyniesie ok. 1,5 mln sztuk, co przełoży się na 84,6 mln PLN przychodów.
- W naszym modelu przyjmujemy założenie stopniowego podnoszenia budżetów kolejnych gier. Spodziewamy się, że CRJ wykorzystana stworzone IP przy produkcji nowych projektów. Tym samym następną produkcją, która zadebiutuje po „StarRupture”, będzie „Green Hell 2”. Przyjmując, że pierwsze prace nad „GH2” ruszą w 2025 r., a produkcja tego tytułu potrwa ok. 4 lat, zakładamy jego debiut w 2029 r.
- Spodziewamy się, że moce przerobowe spółki będą jednocześnie skupione na rozwijaniu nowej gry, jak i utrzymaniu atrakcyjności tych, które już zadebiutowały, poprzez dodawanie nowego contentu w formie darmowych DLC i aktualizacji. Tym samym CRJ nie będzie tworzył dodatkowych zespołów do prowadzenia kilku nowych projektów jednocześnie.
- Zakładamy, że na przestrzeni 2024 r. zmiana zatrudnienia będzie miała punktowy charakter. Spodziewamy się, że do końca tego roku liczba pracowników wzrośnie do ok. 68. W kolejnych latach oczekujemy organicznego wzrostu zatrudnienia.
- Program Motywacyjny – czas trwania 2023-2025 r., w jego ramach uprawnionym będzie mogło być przyznane do 37 tys. nowych akcji w podwyższonym kapitale zakładowym spółki (cena emisyjna = 1 PLN). Cele: 1) pozostawanie przez pracownika lub współpracownika spółki w relacji prawnej wynikającej z określonych umów (np. umowa o świadczenie usług, umowa o pracę), co najmniej od dnia zawarcia Umowy Uczestnictwa do 31 grudnia 2025 roku włącznie (Transza 1); 2) osiągnięcie przez spółkę średniorocznego zysku brutto w latach 2023-2025 w wysokości 30 mln PLN (Transza 2). - uwzględniamy w wycenie, gdyż według szacunków zostanie zrealizowany.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), umożliwi zastosowanie stawki podatku dochodowego w wysokości 5%. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie ok. 9%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Z uwagi na brak planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów, spodziewamy się kontynuacji dystrybucji zysków do akcjonariuszy. W naszych założeniach, przyjęliśmy, że po premierze „StarRupture” DPS urośnie do poziomu ok. 53 PLN.
- W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN dla poszczególnych lat 2024/2025/2026+ odpowiednio na poziomach: 3,998/4,020/ 3,957 – zgodnie z aktualną krzywą forward.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 0,7 mln akcji (699,4 tys. + 37 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 maja 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 508,9 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 691 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	25,8	100,3	94,4	85,8	67,1	140,7	154,1	140,5	108,4	89,3
EBIT [mln PLN]*	9,0	71,8	59,3	48,5	36,9	103,7	104,8	85,6	57,1	40,5
Stopa podatkowa	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,8	6,5	5,3	4,4	3,3	9,3	9,4	7,7	5,1	3,6
NOPLAT [mln PLN]	8,2	65,3	54,0	44,1	33,6	94,4	95,3	77,9	52,0	36,9
Amortyzacja [mln PLN]	1,2	9,2	12,8	12,9	6,9	8,1	15,2	16,7	12,0	7,3
CAPEX [mln PLN]	-11,0	-12,1	-10,4	-11,1	-14,5	-15,1	-12,1	-10,9	-12,4	-13,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,5	-1,0	-0,8	0,4	0,6	-1,1	-0,1	0,4	0,7	0,6
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-1,1	61,4	55,6	46,3	26,6	86,3	98,4	84,1	52,4	30,8
DFCF [mln PLN]	-1,0	50,3	40,2	29,6	15,0	42,9	43,2	32,6	17,9	9,3
Suma DFCF [mln PLN]	280,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	500,2	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	151,1									
Wartość firmy EV [mln PLN]	431,2									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-77,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	508,9									
Ilość akcji [mln szt.]	0,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	691									

Przychody zmiana r/r	-53,0%	288,7%	-5,9%	-9,1%	-21,8%	109,8%	9,5%	-8,8%	-22,8%	-17,7%
EBIT zmiana r/r	-74,9%	694,5%	-17,4%	-18,2%	-23,9%	180,9%	1,0%	-18,3%	-33,2%	-29,1%
FCF zmiana r/r	-103,7%	-5748,1%	-9,4%	-16,6%	-42,7%	224,8%	14,0%	-14,5%	-37,7%	-41,2%
Marża EBITDA	39,8%	80,8%	76,4%	71,6%	65,3%	79,5%	77,9%	72,8%	63,8%	53,5%
Marża EBIT	35,0%	71,6%	62,8%	56,5%	55,1%	73,7%	68,0%	60,9%	52,7%	45,4%
Marża NOPLAT	31,9%	65,1%	57,2%	51,4%	50,1%	67,1%	61,9%	55,4%	48,0%	41,3%
CAPEX / Przychody	42,8%	12,1%	11,0%	12,9%	21,6%	10,8%	7,9%	7,7%	11,4%	15,6%
CAPEX / Amortyzacja	901,6%	131,3%	81,1%	85,9%	210,1%	185,8%	79,6%	64,8%	102,8%	191,4%
Zmiana KO / Przychody	-2,0%	1,0%	0,8%	-0,5%	-0,8%	0,8%	0,0%	-0,3%	-0,7%	-0,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,8%	1,4%	-13,0%	4,6%	3,0%	1,5%	0,4%	2,6%	2,2%	3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-skoryg. o koszty programu motywacyjnego

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	0,7	745	757	770	784	801	819	840	863	890
	0,8	709	719	730	742	756	771	787	806	828
	0,9	676	685	694	705	716	728	742	758	775
	1,0	647	654	662	671	681	691	703	715	730
	1,1	621	627	634	641	649	658	668	678	690
	1,2	596	602	608	614	621	629	637	646	656
	1,3	574	579	584	590	596	602	609	617	625

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	4,5%	748	760	773	788	805	823	844	868	895
	5,5%	693	703	713	724	737	750	766	783	802
	6,5%	647	654	662	671	681	691	703	715	730
	7,5%	607	613	620	626	634	642	651	660	671
	8,5%	573	577	583	588	594	600	607	615	623
	9,5%	542	546	550	555	559	565	570	576	582
	10,5%	516	519	522	526	529	534	538	543	548

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5
Premia za ryzyko	4,5%	882	860	840	823	808	794	781	769	759
	5,5%	804	783	766	750	737	724	713	703	694
	6,5%	739	721	705	691	679	668	658	650	642
	7,5%	685	668	654	642	631	622	613	606	599
	8,5%	638	624	611	600	591	583	575	569	563
	9,5%	598	585	574	565	556	549	543	537	532
	10,5%	563	552	542	534	526	520	514	509	505

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 **803 PLN**, natomiast do globalnych **1 036 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy je w naszej wycenie, nadając im wartość odpowiednio po 15%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
11 BIT STUDIOS	8,0	9,5	13,4	5,8	6,7	8,8
BIG CHEESE STUDIO	39,3	4,2	-	27,5	2,5	-
CD PROJEKT SA	46,4	54,4	21,3	28,5	43,2	10,7
CI GAMES	11,1	10,7	12,9	3,6	4,0	-
PCF GROUP	-158,1	21,5	15,6	24,6	52,9	-
PLAYWAY	11,9	11,2	13,7	8,4	7,6	-
Mediana	11,9	10,9	13,7	16,5	7,2	9,7
Creepy Jar	35,5	6,2	7,7	35,9	3,9	4,4
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	197,0%	-43,2%	-43,7%	117,4%	-46,2%	-55,0%
Wycena wg wskaźnika *	208,7	1 092,4	1 101,4	309,8	981,3	1 122,3
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		801			804	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		803				

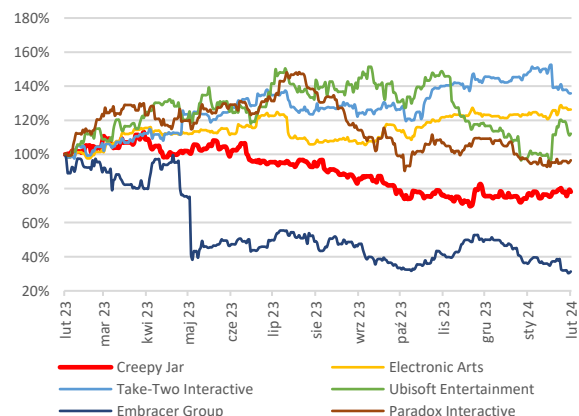
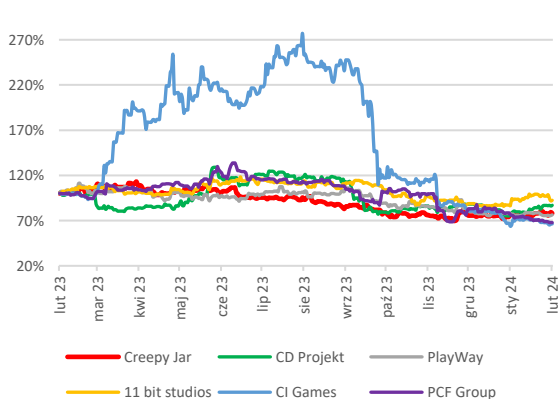
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *- oczyszczone o PM

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ELECTRONIC ARTS INC	19,6	18,6	17,0	14,9	13,9	12,6
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	-	-	-	19,0	2,6	3,0
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	96,5	28,8	19,6	46,1	21,6	15,0
UBISOFT ENTERTAINMENT	13,8	10,6	9,5	3,9	3,6	3,1
EMBRACER GROUP AB	6,6	4,6	3,9	4,0	3,1	2,5
CAPCOM CO LTD	37,2	32,0	29,1	23,3	19,0	17,3
PARADOX INTERACTIVE AB	27,9	22,3	20,0	10,0	9,1	8,3
NETEASE INC	16,2	14,5	13,1	11,0	9,1	13,4
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	23,4	20,1	21,1	11,0	8,7	8,6
Mediana	21,5	19,3	18,3	11,0	9,1	8,6
Creepy Jar	35,5	6,2	7,7	35,9	3,9	4,4
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	64,9%	-67,9%	-57,7%	226,6%	-57,4%	-49,0%
Wycena wg wskaźnika *	376,0	1 931,7	1 467,1	228,8	1 200,2	1 010,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 258			813	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		1 036				

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

Zachowanie kursów od lutego 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 4Q'23

Szacunkowe wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23S	zmiana r/r	4Q'23P BDM	odchyl.	4Q'23P kons.	odchyl.	2022	2023S	zmiana r/r
Przychody	11,9	8,4	-28,8%	8,5	-0,6%	8,9	-5,1%	54,9	37,5	-31,7%
EBIT	6,9	-0,9	-	-1,0	-	3,6	-	36,1	15,8	-56,2%
Zysk (strata) netto	7,1	-0,8	-	-0,2	-	6,0	-	36,5	18,3	-49,8%
Marża EBIT	58,1%	-10,2%	-	-12,1%	-	40,4%	-	65,7%	42,1%	-
Marża zysku netto	59,9%	-9,6%	-	-2,4%	-	67,4%	-	66,4%	48,8%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Pomimo licznych wyprzedaży, które miały miejsce na przestrzeni omawianego okresu (Next Fest, Autumn Sale, Winter Sale), a także premiery dodatku „Building Update” dla wersji konsolowej na początku listopada'23, co przełożyło się na wzrost wolumenów sprzedaży „GH” q/q na PC i konsolach (302 tys. kopii, 236 tys. PC/ 66 tys. konsole), spółka zanotowała spadek przychodów r/r i q/q do 8,4 mln PLN (-28,8% r/r, -7,2% q/q). Do takiego stanu rzeczy przyczyniły się głębsze obniżki „Green Hell’a” oraz umocnienie PLN, co spowodowało spadek średniego przychodu z każdej sprzedanej kopii.

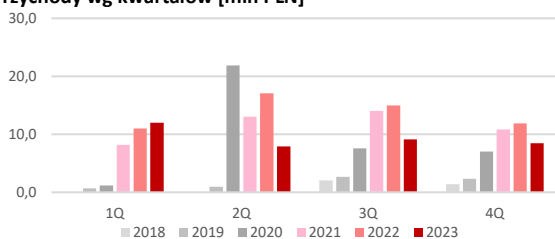
Wygenerowana strata na poziomie zysku operacyjnego (-0,9 mln PLN), to w głównej mierze efekt rozpoznania w 4Q'23 rocznego kosztu programu motywacyjnego w wysokości ok. 5 mln PLN. W omawianym okresie strata netto CRJ wyniosła 0,8 mln PLN i okazała się wyższa od naszych prognoz.

W całym 2023 r. spółka wypracowała 37,5 mln PLN przychodów (-31,7% r/r), 15,8 mln PLN EBIT (-56,2%) oraz 18,3 mln PLN zysku netto (-49,8% r/r). Regresja wyników r/r jest naturalnym efektem coraz bardziej starzejącego się produktu jakim jest „Green Hell”, umocnienia PLN oraz wzrostu kosztów operacyjnych. W ubiegłym roku łączna sprzedaż brutto gry „GH” na platformach Steam, Sony PlayStation i Microsoft Xbox (wersje gry, do których spółka posiada prawa wydawnicze) wyniosła 1,09 mln kopii (-15% r/r), z czego 841 tys. na PC/Steam (-12% r/r). Krótkoterminowe aktywa finansowe CRJ na koniec grudnia'23 sięgnęły 79,1 mln PLN wobec 74,7 mln PLN na koniec września'23, co stanowi wzrost q/q o 4,4 mln PLN.

Neutralnie odbieramy utrzymującą się stabilną sprzedaż GH w 1Q'24, która aktualnie kształtuje się na poziomie 145 tys. kopii (115 tys. PC, 30 tys. konsole) vs 278 tys. w 1Q'22 (200 tys. PC, 78 tys. konsole).

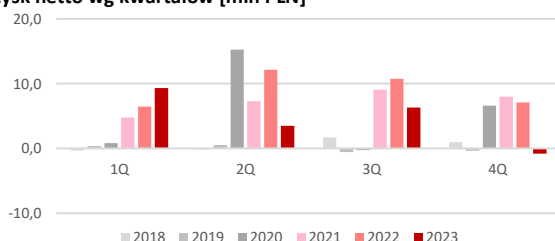
Zwracamy uwagę, iż zarząd CRJ zamierza rekomendować walnemu zgromadzeniu podjęcie uchwały o przeznaczeniu na wypłatę dywidendy ok. 50% zysku netto spółki za rok 2023, czyli 9,2 mln PLN, co daje DPS na poziomie 13,1 PLN (DY = 2,1%). Ostateczne wyniki finansowe Creepy Jar za 2023 r. zostaną przekazane w raporcie okresowym, który zostanie opublikowany 23 kwietnia 2024 r.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



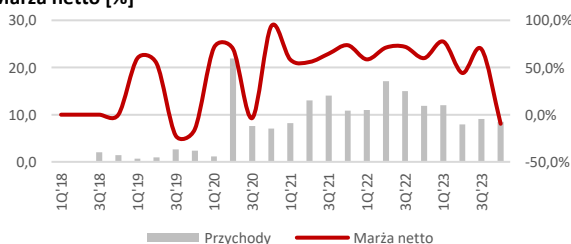
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



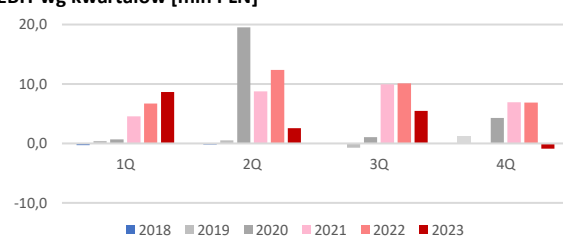
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża netto [%]



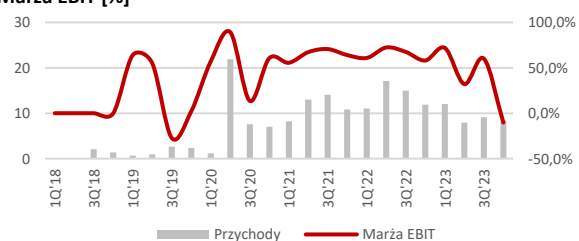
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



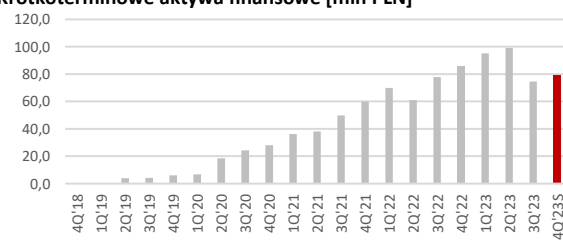
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża EBIT [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Krótkoterminowe aktywa finansowe [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23S	1Q'24P	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	11,0	17,1	15,0	11,9	12,0	7,9	9,1	8,4	7,2	6,6	6,0	6,0
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,8	12,4	10,1	6,9	8,7	2,7	5,7	-0,9	2,0	1,3	0,7	0,5
EBITDA	6,9	12,6	10,4	7,2	9,0	2,9	5,8	-0,6	2,3	1,6	1,1	0,8
EBITDA adj.	8,5	14,1	12,5	9,1	9,0	2,9	5,8	3,9	3,4	2,7	2,2	1,9
EBIT	6,7	12,4	10,1	6,9	8,6	2,5	5,5	-0,9	2,0	1,3	0,7	0,5
EBIT adj.	8,3	13,8	12,2	8,8	8,6	2,5	5,5	3,6	3,1	2,4	1,9	1,6
Zysk brutto	7,2	13,0	11,6	7,8	10,0	3,8	7,2	-0,1	3,0	2,3	1,7	1,5
Zysk netto	6,5	12,1	10,8	7,1	9,3	3,5	6,3	-0,8	2,8	2,1	1,5	1,3
Zysk netto adj.	8,1	13,5	12,9	9,0	9,3	3,5	6,3	3,7	3,9	3,2	2,7	2,5
Marża brutto	62,1%	72,6%	67,6%	58,3%	72,8%	33,5%	63,1%	-10,6%	27,4%	19,9%	12,2%	8,7%
Marża EBITDA	63,0%	73,6%	69,7%	60,6%	74,9%	36,0%	63,5%	-7,0%	31,8%	24,4%	17,4%	13,7%
Marża EBITDA adj.	77,5%	82,3%	83,7%	76,6%	74,9%	36,0%	63,5%	46,5%	47,5%	41,5%	36,1%	32,4%
Marża EBIT	60,9%	72,4%	67,5%	58,1%	71,9%	32,1%	60,2%	-10,2%	27,4%	19,9%	12,2%	8,7%
Marża EBIT adj.	75,4%	80,6%	81,5%	74,1%	71,9%	32,1%	60,2%	43,0%	43,1%	37,0%	30,9%	27,4%
Marża zysku netto	58,6%	71,1%	71,9%	59,9%	77,4%	44,1%	69,3%	-9,6%	38,7%	31,4%	25,5%	22,1%
Marża zysku netto adj.	73,1%	79,3%	86,0%	75,9%	77,4%	44,1%	69,3%	43,8%	54,5%	48,5%	44,2%	40,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki 2024 r. pod presją słabnącej sprzedaży „GH” oraz rosnącej bazy kosztowej

W związku z coraz bardziej starzejącą się flagową grą spółki, liczymy się z dalszą regresją wyników na przestrzeni 2024 r. Oczekujemy kontynuacji wsparcia produktowego „GH” w postaci darmowych rozszerzeń udostępnianych na PC oraz wersji na aktualną generację konsol (2H'24). Ponadto spodziewamy się, że dodanie trybu co-op okaże się istotnym czynnikiem wspierającym sprzedaż wersji VR w drugiej połowie roku. Jednocześnie w naszych założeniach przyjmujemy obniżkę podstawowej ceny w promocjach w 1H'24 na poziomie 50% oraz 60% w 2H'24. W całym 2024 r. zakładamy spadek przychodów z tego IP o 31% do poziomu 25,8 mln PLN. Oczekując dalszego, punktowego wzrostu zatrudnienia (do ok. 68 osób), intensyfikacji działań marketingowych oraz wersji „GH” na aktualne konsole (wpływ na usługi obce), spodziewamy się wzrostu kosztów działalności, tym samym spadku marżowości CRJ. W całym 2024 r. prognozujemy 10,3 mln PLN adj. EBITDA (-52% r/r) oraz 12,2 mln adj. zysku netto (-46% r/r). Oczekujemy nakładów produkcyjnych w okolicach 10 mln PLN.

„StarRupture”

Uważamy, że kluczowym elementem wpływającym na sentyment inwestorów wobec spółki Creepy Jar na przestrzeni 2024 roku będzie postępująca kampania marketingowa „StarRupture” przekładająca się na wzrost zainteresowania graczy tym tytułem.

Pragniemy zauważyć, iż aktualna wishlista tego projektu kształtuje się w okolicach 90-100 tys. zapisów (9,2 tys. followersów), co plasuje go na odległym 301 miejscu najbardziej oczekiwanych gier. Niska dynamika przyrostów to skutek szczątkowej komunikacji spółki z graczami na temat swojej najnowszej produkcji. Liczymy jednak, że kolejne miesiące przyniosą intensyfikację działań marketingowych, co przełoży się na dynamiczny wzrost społeczności „StarRupture”. W naszym przekonaniu kluczowym momentem w promocji najnowszej produkcji warszawskiego studia będzie prezentacja gameplay'a (prawdopodobnie okolice połowy roku), który powinien okazać się najlepszym sposobem na przedstawienie graczom nowego uniwersum. Uważamy również, że istotnym elementem wspierającym budowanie zainteresowania grą „StarRupture” może okazać się liczna społeczność, którą udało się zgromadzić grze „Green Hell” (ponad 5 milionów sprzedanych kopii).

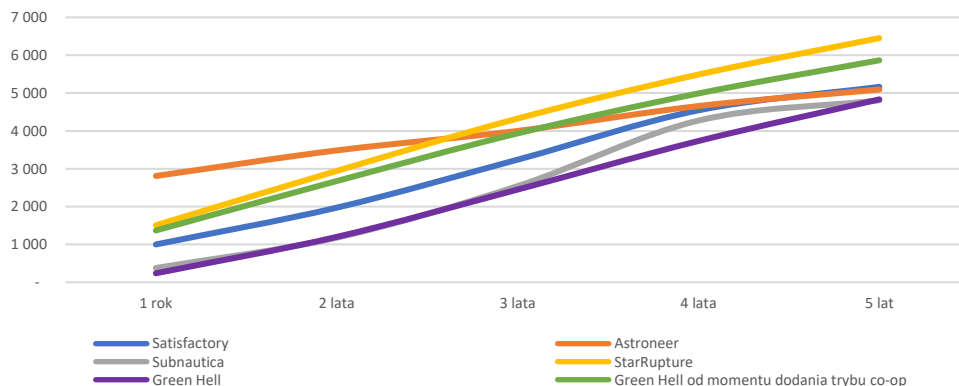
Na przestrzeni stycznia'24 spółka ukończyła trzeci z czterech zaplanowanych milestone'ów produkcyjnych. Po zakończeniu ostatniego etapu, CRJ skupi się na dopracowaniu całości, co przewidujemy, że zajmie ok. 6 miesięcy. Zważając na aktualny stan prac nad „StarRupture”, liczymy, że najnowsza produkcja spółki będzie gotowa do wydania do końca 2024 r. Mając jednocześnie na uwadze fakt, iż ostatni kwartał roku jest wymagającym okresem wydawniczym dla gier indie, zakładamy, że premiera najnowszej produkcji CRJ będzie miała miejsce w 1Q'25 (PC).

Pomimo, iż gra tworzona jest na silniku Unreal Engine 5, który znacząco ułatwia jednoczesną produkcję na PC jak i konsole, zakładamy, że tytuł ten zadebiutuje na platformach aktualnej generacji dopiero w okolicach pełnoprawnej premiery (1Q'26). Oczekujemy, że budżet tego projektu do momentu debiutu w formule wczesnego dostępu wyniesie około 24 mln PLN, co stanowi wyższy poziom niż szacowane przez spółkę na początku 2023 roku około 17 mln PLN.

Sugerując się m.in. statystykami dotyczącymi budowy społeczności i monetyzacji gier, które zadebiutowały na rynku w ostatnich latach, sprzedaż porównywalnych tytułów oraz obecną wishlistą „StarRupture” (ok. 90-100 tys.), obniżamy nasze założenia co do potencjału komercyjnego tego projektu, zakładając 1,5 mln sprzedanych sztuk w rok od premiery (EA), co przekłada się na ok. 84,6 mln PLN przychodów.

Poniżej przedstawiamy prognozowaną przez nas sprzedaż „StarRupture” na tle wyników innych podobnych gier oraz flagowego produktu spółki czyli „Green Hell”.

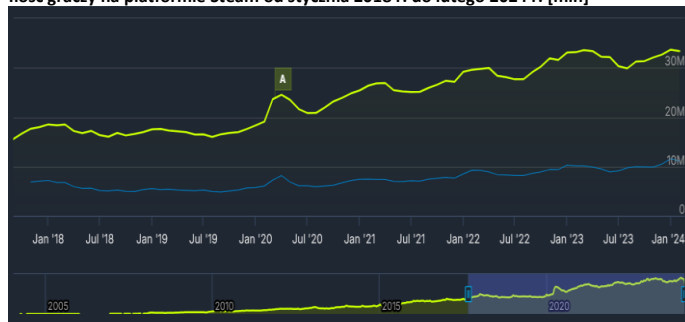
Prognozowana sprzedaż „StarRupture” na tle wyników innych podobnych gier w poszczególnych latach od premiery [tys. szt.]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com, vginsights.com

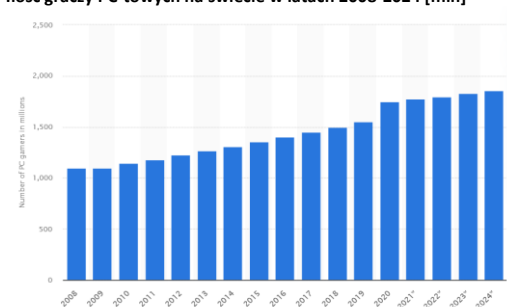
Pragniemy zauważyć, iż powyższe zestawienie obejmuje tytuły, które zostały wydane na przestrzeni 2018-2019 r. Od tego momentu liczba użytkowników platformy Steam urosła o ponad 80%, natomiast liczba PC-towych graczy o ponad 22%. Rozszerzenie bazy użytkowników powinno stanowić potencjalny dodatkowy czynnik wspierający sprzedaż „StarRupture” w porównaniu do konkurencyjnych tytułów.

Ilość graczy na platformie Steam od stycznia 2018 r. do lutego 2024 r. [mln]



Źródło: steamdb.info

Ilość graczy PC-towych na świecie w latach 2008-2024 [mln]



Źródło: statista.com

W tabeli zamieszczonej na końcu strony, przedstawiamy gry zbliżone gatunkowo do „StarRupture”, które zostały wydane na przestrzeni ostatnich miesięcy. Pragniemy zauważyć, iż bardzo ważnym elementem w tego typu produkcjach jest tryb kooperacji, którego pierwsze dwa prezentowane przez nas tytuły aktualnie nie posiadają („Forever Skies” oraz „Occupy Mars”). Funkcja ta jest jednak dostępna w grze „Sunkenland”, co jednocześnie przekłada się na jej znacznie wyższy potencjał komercyjny (średnio 5-6x lepsza sprzedaż) i to mimo niższej wishlisty przed premierą. Kolejnym dobrym przykładem, na to jak dużą dźwignię stanowi implikacja trybu co-op jest sprzedaż „Green Hell’a” przed i po wdrożeniu tego elementu. Pragniemy przypomnieć, że w rok od premiery (EA), flagowy tytuł CRJ rozszedł się w nakładzie ok. 240 tys. sztuk, natomiast po dodaniu trybu kooperacji wynik ten sięgnął ok. 1,4 mln sztuk w porównywalnym okresie, czyli blisko 5x więcej.

Dodatkowo warto zwrócić uwagę na różnicę w skali i jakości zestawianych projektów. Tak jak już wcześniej wskazywaliśmy, szacujemy, że budżet „StarRupture” sięgnie ok. 24 mln PLN, co naszym zdaniem będzie implikowało m.in. większe uniwersum oraz szerszą gamę oferowanej rozrywki, a co powinno sprzyjać w konkurowaniu o uwagę gracza. Przypominamy również, że gra warszawskiego studia w przeciwieństwie do niżej wymienionych tytułów jest tworzona na najnowszej technologii Unreal Engine 5, która w odróżnieniu od swojej poprzedniej wersji bądź konkurencyjnych silników zapewnia m.in. nowy poziom w tworzeniu światów z realistyczną i interaktywną fizyką, bogatymi dźwiękami i wiarygodnymi animacjami. Uważamy, że element ten może być kolejnym, istotnym atutem gry CRJ odróżniającym ją od konkurencyjnych tytułów.

Gry zbliżone gatunkowo do „StarRupture” wydane na przestrzeni ostatnich miesięcy

Gra	Data premiery EA	Budżet produkcyjny	Łączny budżet	Wishlist przed premierą [tys.]	Aktualna sprzedaż	Cena [USD]	Oceny	Czy zawiera tryb co-op?
Forever Skies	22.06.2023	1,3 mln USD	2,4 mln USD	350	ok. 150 tys. sztuk (7 msc. po premierze)	29,99	89,1%	NIE
Occupy Mars	10.05.2023	ok. 3 mln PLN	-	315	ok. 75 tys. sztuk (ok. 10 msc. po premierze)	24,99	73,4%	NIE
Sunkenland	26.08.2023	-	-	225	ok. 400-750 tys. (ok. 6 msc. po premierze)	19,99	83,3%	TAK

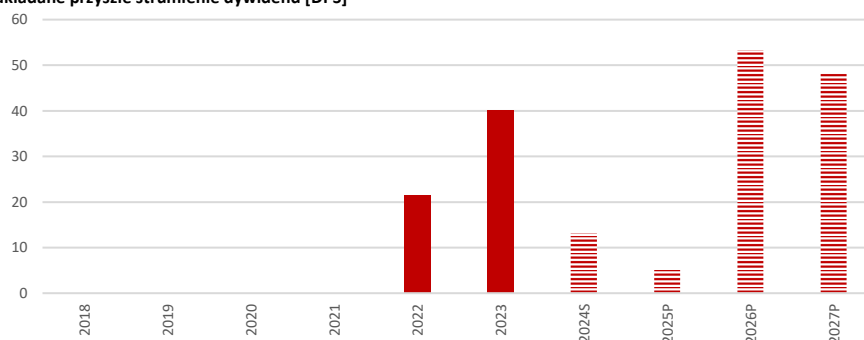
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com, vginsights.com

Komfortowa sytuacja finansowa

Doceniamy komfortową sytuację finansową spółki (79,1 mln PLN aktywów finansowych na koniec 2023 r.), która powinna pozwolić jej odpowiednio przygotować się do premiery „StarRupture” zarówno od strony produkcyjnej jak i wydawniczej.

Przy okazji publikacji szacunkowych wyników za 2023 r., spółka poinformowała o zamiarze rekomendacji wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto za 2023 r. (DPS = 13,1 PLN, DY = 2,1%). W związku z brakiem planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów spodziewamy się, że również w kolejnych latach Creepy Jar będzie kontynuował dzielenie się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. W następstwie oczekiwanego przez nas spadku wyników r/r jak i generowanego CF przyjęliśmy, że DPS w 2025 r. będzie kształtował się na niższym poziomie r/r = ok. 5,5 PLN (50% zysku netto za 2024 r.). W kolejnych latach natomiast, w związku z premierą „StarRupture” zakładamy wzrost DPS do poziomu 53 PLN.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Green Hell 2”

Tak jak wskazywaliśmy w naszej poprzedniej rekomendacji, zakładamy, że realne prace produkcyjne nad sequelem „Green Hell’a” zaczną się nie wcześniej niż po wydaniu „StarRupture”. Uważamy, że w związku z wypracowanymi fundamentami i mechanikami tego IP przy odświeżeniu pierwszej części, prace nad nową produkcją z tego uniwersum mogą potrwać krócej. Zakładamy, że w nowej odsłonie znacząco zostanie rozszerzony świat, fabuła jak i dodane nowe mechaniki, które przyciągną uwagę szerszej grupy graczy. Mając powyższe na uwadze spodziewamy się, że prace nad drugą częścią „Green Hell’a” potrwać ok. 4 lat, tym samym gra zadebiutuje w okolicach 2029 r. W naszych prognozach uwzględniamy wyższą ceną jednostkową vs „GH1” na poziomie 34,99 USD. W modelu zakładamy ok. 30% lepszą sprzedaż vs „jedynka”.

Dane dotyczące poszczególnych tytułów

	Cena EA (USD)	Cena premiery (USD)	Data EA	Data premiery	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)		
					1 rok	2 lata	3 lata
„Green Hell”	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19	0,1	0,3	1,5
„Green Hell” od momentu dodania trybu co-op	-	24,99	-	2Q'20	1,4	2,7	3,9
„Chimera”	29,99	34,99	1Q'25	1Q'26	1,5	2,9	4,3
„Green Hell 2”	34,99	39,99	2029	2030	1,8	3,5	5,1

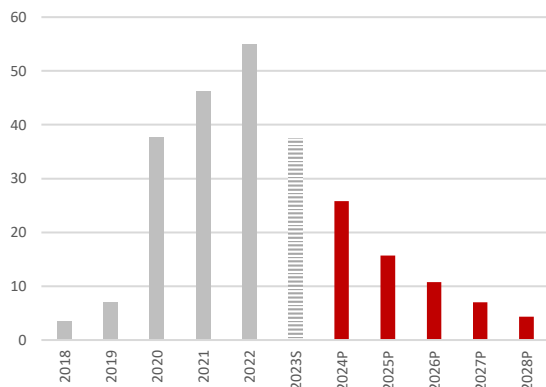
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

	2023P	2024P	2025P	2026P	SUMA 2023-2026
Przychody BDM	37,5	25,8	100,3	94,4	257,9
Przychody konsensus	38,7	59,6	87,8	57,5	243,6
Różnica	-3%	-57%	14%	64%	6%
EBITDA BDM	17,0	5,8	76,5	72,1	171,4
EBITDA konsensus	22,0	39,0	64,2	34,1	159,2
Różnica	-22%	-85%	19%	111%	8%
Zysk netto BDM	18,3	7,7	65,4	59,1	150,5
Zysk netto konsensus	24,4	35,3	56,6	34,3	150,5
Różnica	-25%	-78%	16%	72%	0%

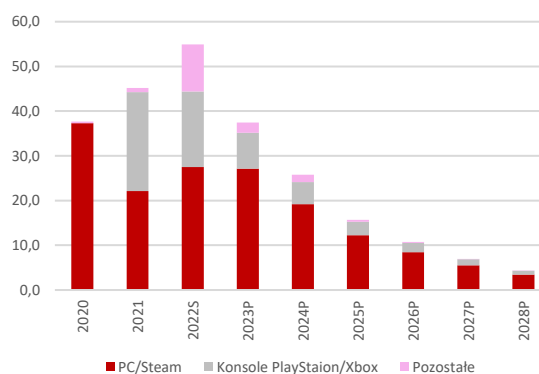
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Przychody – „Green Hell” [mln PLN]



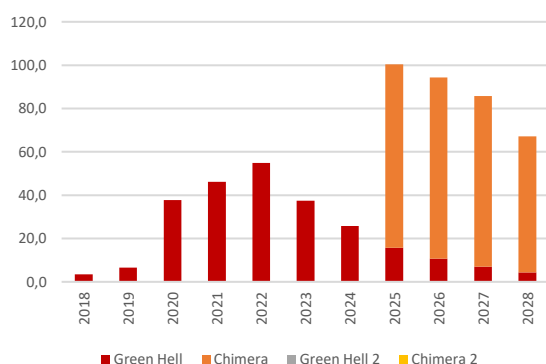
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych platform w całkowitych przychodach „GH” [mln PLN]



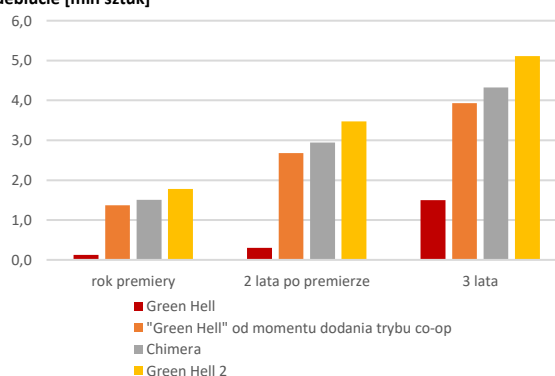
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych tytułów w przychodach spółki [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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



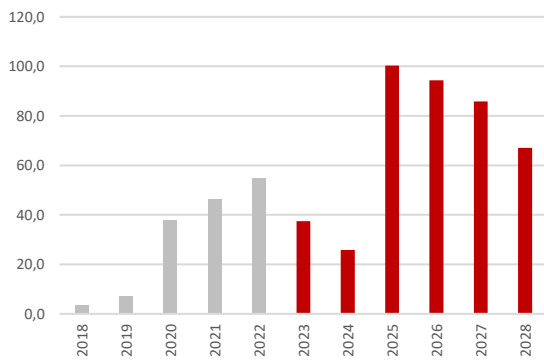
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

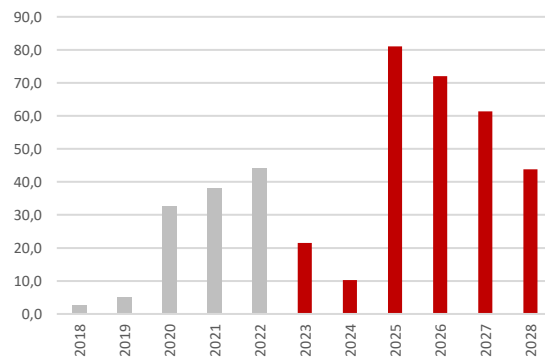
	2019	2020	2021	2022	2023S	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	7,0	37,7	46,1	54,9	37,5	25,8	100,3	94,4	85,8	67,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,5	25,5	30,2	36,3	16,3	4,5	67,3	59,3	48,5	36,9
EBITDA	5,1	26,7	31,8	37,1	17,0	5,8	76,5	72,1	61,4	43,8
EBITDA adj.	5,1	32,7	38,0	44,2	21,5	10,3	81,0	72,1	61,4	43,8
EBIT	0,5	25,5	30,2	36,1	15,8	4,5	67,3	59,3	48,5	36,9
EBIT adj.	0,5	31,5	36,4	43,1	20,3	9,0	71,8	59,3	48,5	36,9
Zysk brutto	0,3	24,5	31,4	39,6	20,9	8,5	71,9	64,9	54,4	42,5
Zysk netto	0,1	22,4	29,1	36,5	18,3	7,7	65,4	59,1	49,5	38,6
Zysk netto adj.	0,1	28,4	35,3	43,5	22,8	12,2	69,9	59,1	49,5	38,6
Marża brutto	6,6%	67,7%	65,5%	66,0%	43,4%	17,6%	67,1%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża EBITDA	72,5%	70,7%	68,9%	67,6%	45,5%	22,3%	76,3%	76,4%	71,6%	65,3%
Marża EBITDA adj.	72,5%	86,7%	82,4%	80,5%	57,5%	39,8%	80,8%	76,4%	71,6%	65,3%
Marża EBIT	6,6%	67,7%	65,5%	65,7%	42,1%	17,6%	67,1%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża EBIT adj.	6,6%	83,6%	78,9%	78,4%	54,1%	35,0%	71,6%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża zysku netto	2,0%	59,5%	63,1%	66,4%	48,8%	29,9%	65,2%	62,6%	57,7%	57,6%
Marża zysku netto adj.	2,0%	75,4%	76,5%	79,1%	60,9%	47,4%	69,7%	62,6%	57,7%	57,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

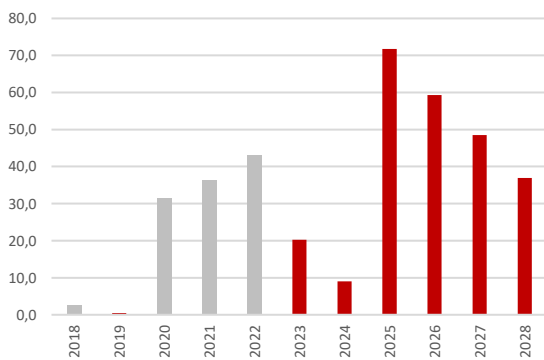
Przychody [mln PLN]



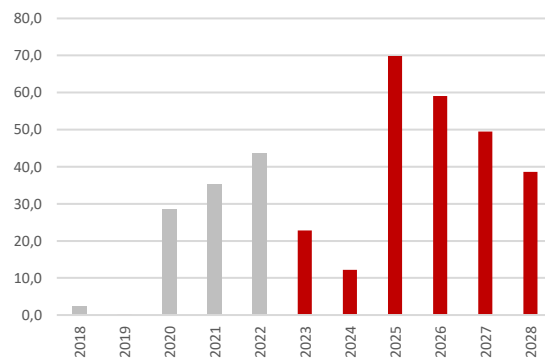
EBITDA adj. [mln PLN]



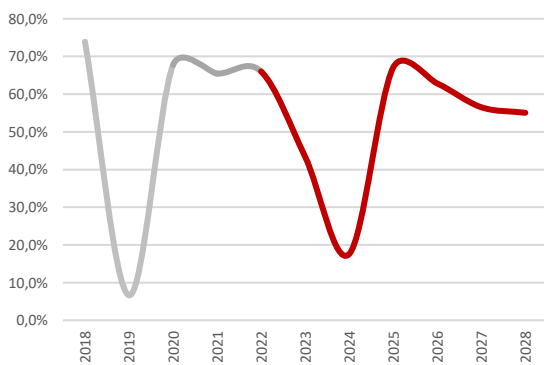
EBIT adj. [mln PLN]



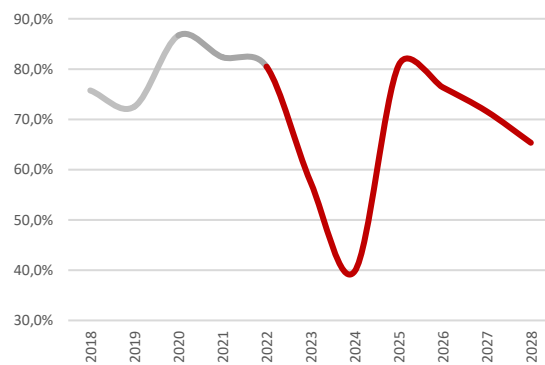
Zysk netto adj. [mln PLN]



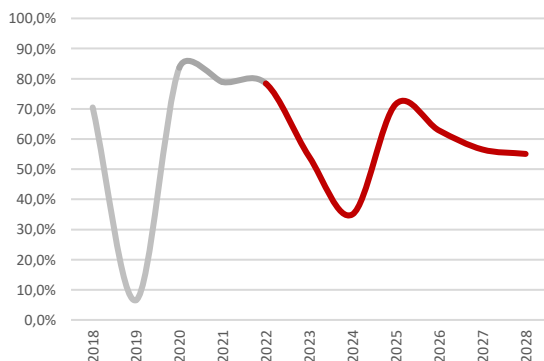
Rentowność brutto ze sprzedaży [%]



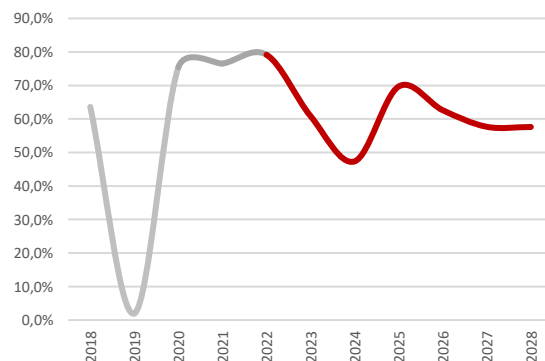
Rentowność EBITDA adj. [%]



Rentowność EBIT adj. [%]



Rentowność netto adj. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.03.2023 wynika m.in. z:

- Gorszej od naszych oczekiwań sprzedaży „Green Hell’a” na przestrzeni 2023 r.
- Głębszych obniżek cennika „GH”.
- Przesunięcia premiery (EA) „StarRupture” z 2Q’24 na 1Q’25.
- Obniżenia prognoz sprzedażowych dot. gry „StarRupture”.
- Zwiększenia poziomu CAPEXu wynikającego z wyższych nakładów na przestrzeni 2023 r. Powyższe przekłada się na podniesienie oczekiwanych przez nas budżetów produkcyjnych nowych gier. Ponadto w naszym modelu pokazujemy nowe podejście do prezentacji nakładów, gdzie po premierach (wersja 1.0) koszty związane z zespołami odpowiedzialnymi za dalszy rozwój wydanej gry przenosimy do P&L. Pragniemy zauważyć jednak, że powyższa zmiana nie ma wpływu na zamianę naszej wyceny.
- Uwzględnienia programu motywacyjnego na lata 2023-2025.
- Przesunięcia premiery (EA) „Green Hell 2” z 2Q’28 na 2029 r.
- Umocnienia PLN względem USD i EUR.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.03.2023 [mln PLN]

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
POPZEDNIA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	54,9	44,0	115,7	117,9	110,3
„Green Hell”	54,9	44,0	32,7	20,6	13,9
„Chimera”	0,0	0,0	83,0	97,3	96,3
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AKTUALNA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	54,9	37,5	25,8	100,3	94,4
„Green Hell”	54,9	37,5	25,8	15,7	10,7
„Chimera”	0,0	0,0	0,0	84,6	83,6
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ZMIANA %					
Przychody [mln PLN]	0,0%	-14,9%	-77,7%	-15,0%	-14,4%
„Green Hell”	0,0%	-14,9%	-21,0%	-23,9%	-23,0%
„Chimera”	-	-	-100,0%	-13,1%	-13,2%
„Green Hell 2”	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.03.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	115,7	25,8	-77,7%	117,9	100,3	-15,0%	110,3	94,4	-14,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	89,9	4,5	-95,0%	92,8	67,3	-27,5%	82,1	59,3	-27,8%
EBITDA	95,3	5,8	-94,0%	97,9	76,5	-21,9%	87,4	72,1	-17,6%
EBITDA adj.	95,3	10,3	-89,2%	97,9	81,0	-17,3%	87,4	72,1	-17,6%
EBIT	89,9	4,5	-95,0%	92,8	67,3	-27,5%	82,1	59,3	-27,8%
EBIT adj.	89,9	9,0	-89,9%	92,8	71,8	-22,7%	82,1	59,3	-27,8%
Wynik brutto	95,3	8,5	-91,1%	98,3	71,9	-26,9%	87,6	64,9	-25,9%
Wynik netto	86,7	7,7	-91,1%	89,4	65,4	-26,9%	79,7	59,1	-25,9%
Wynik netto adj.	86,7	12,2	-85,9%	89,4	69,9	-21,8%	79,7	59,1	-25,9%
marża brutto	77,7%	17,6%		78,7%	67,1%		74,5%	62,8%	
marża EBITDA	82,4%	22,3%		83,0%	76,3%		79,3%	76,4%	
marża EBITDA adj.	82,4%	39,8%		83,0%	80,8%		79,3%	76,4%	
marża EBIT	77,7%	17,6%		78,7%	67,1%		74,5%	62,8%	
marża EBIT adj.	77,7%	35,0%		78,7%	71,6%		74,5%	62,8%	
marża netto	75,0%	29,9%		75,8%	65,2%		72,3%	62,6%	
marża netto adj.	75,0%	47,4%		75,8%	69,7%		72,3%	62,6%	
USD/ PLN	4,667	3,998	-14,3%	4,629	4,020	-13,2%	4,629	3,957	-14,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	3,2	5,4	9,4	20,0	31,4	34,5	33,4	33,0	45,8
WNiP	0,0	0,9	1,6	1,0	1,0	16,1	14,9	3,4	1,7
Rzeczowe aktywa trwałe	0,7	0,7	0,6	1,5	1,9	2,3	2,8	3,2	3,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	2,4	3,8	7,2	17,5	28,5	16,1	15,8	26,4	40,5
Aktywa obrotowe	34,7	69,0	94,3	86,8	72,5	137,0	159,4	172,4	166,7
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Należności krótkoterminowe	6,6	8,8	8,1	6,7	4,8	11,9	14,1	12,4	9,9
Inwestycje krótkoterminowe	28,0	59,9	86,0	79,1	66,7	124,2	144,3	159,1	155,8
<i>Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne</i>	<i>28,0</i>	<i>59,7</i>	<i>80,6</i>	<i>59,8</i>	<i>47,4</i>	<i>104,8</i>	<i>125,0</i>	<i>139,8</i>	<i>136,5</i>
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Aktywa razem	37,9	74,4	103,7	106,8	103,9	171,6	192,8	205,5	212,5
Kapitał własny	35,5	71,0	100,0	98,5	97,1	158,6	178,5	192,5	201,4
Rezerwy na zobowiązania	0,1	0,6	0,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,2	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	1,8	2,5	3,4	5,1	3,8	9,8	11,3	9,9	7,9
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	37,9	74,4	103,7	106,8	103,9	171,6	192,8	205,5	212,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	37,7	46,1	54,9	37,5	25,8	100,3	94,4	85,8	67,1
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	25,5	30,2	36,3	16,3	4,5	67,3	59,3	48,5	36,9
EBITDA	26,7	31,8	37,1	17,0	5,8	76,5	72,1	61,4	43,8
EBITDA adj.	32,7	38,0	44,2	21,5	10,3	81,0	72,1	61,4	43,8
Amortyzacja	1,1	1,6	1,0	1,3	1,2	9,2	12,8	12,9	6,9
EBIT	25,5	30,2	36,1	15,8	4,5	67,3	59,3	48,5	36,9
EBIT adj.	31,5	36,4	43,1	20,3	9,0	71,8	59,3	48,5	36,9
Saldo działalności finansowej	-1,0	1,2	3,5	5,2	3,9	4,6	5,6	5,9	5,5
Zysk (strata) brutto	24,5	31,4	39,6	20,9	8,5	71,9	64,9	54,4	42,5
Zysk (strata) netto	22,4	29,1	36,5	18,3	7,7	65,4	59,1	49,5	38,6
Zysk (strata) netto adj.	28,4	35,3	43,5	22,8	12,2	69,9	59,1	49,5	38,6
CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	25,1	35,5	45,4	24,9	9,5	73,6	71,1	62,8	46,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-3,2	-3,6	-84,9	54,9	-12,7	-12,3	-11,7	-12,5	-19,7
Przepływy z działalności finansowej	-0,1	-0,2	-14,8	-25,5	-9,1	-3,9	-39,2	-35,4	-29,7
Przepływy pieniężne netto	21,8	31,7	-54,3	54,3	-12,4	57,4	20,2	14,8	-3,3
Środki pieniężne na początek okresu	6,2	28,0	59,7	5,5	59,8	47,4	104,8	125,0	139,8
Środki pieniężne na koniec okresu	28,0	59,7	5,5	59,8	47,4	104,8	125,0	139,8	136,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	439,2%	22,5%	19,0%	-31,8%	-31,1%	288,7%	-5,9%	-9,1%	-21,8%
EBITDA zmiana r/r	426,0%	19,3%	16,7%	-54,0%	-66,2%	1228,4%	-5,8%	-14,8%	-28,6%
EBITDA adj. zmiana r/r	544,5%	16,4%	16,3%	-51,2%	-52,4%	689,6%	-11,0%	-14,8%	-28,6%
EBIT zmiana r/r	5471,4%	18,4%	19,4%	-56,3%	-71,3%	1383,9%	-11,8%	-18,2%	-23,9%
EBIT adj. zmiana r/r	6782,0%	15,5%	18,3%	-52,9%	-55,4%	694,5%	-17,4%	-18,2%	-23,9%
Zysk netto zmiana r/r	16238,3%	29,9%	25,3%	-49,8%	-57,8%	747,4%	-9,7%	-16,3%	-21,9%
Zysk netto adj. zmiana r/r	20612,9%	24,3%	23,1%	-47,6%	-46,4%	472,1%	-15,5%	-16,3%	-21,9%
Marża brutto ze sprzedaży	67,7%	65,5%	66,0%	43,4%	17,6%	67,1%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża EBITDA	70,7%	68,9%	67,6%	45,5%	22,3%	76,3%	76,4%	71,6%	65,3%
Marża EBITDA adj.	86,7%	82,4%	80,5%	57,5%	39,8%	80,8%	76,4%	71,6%	65,3%
Marża EBIT	67,7%	65,5%	65,7%	42,1%	17,6%	67,1%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża EBIT adj.	83,6%	78,9%	78,4%	54,1%	35,0%	71,6%	62,8%	56,5%	55,1%
Marża netto	59,5%	63,1%	66,4%	48,8%	29,9%	65,2%	62,6%	57,7%	57,6%
Marża netto adj.	75,4%	76,5%	79,1%	60,9%	47,4%	69,7%	62,6%	57,7%	57,6%
ROE	63,2%	41,0%	36,5%	18,6%	7,9%	41,2%	33,1%	25,7%	19,2%
ROE adj.	80,1%	49,7%	43,4%	23,1%	12,6%	44,1%	33,1%	25,7%	19,2%
ROA	59,2%	39,1%	35,1%	17,1%	7,4%	38,1%	30,6%	24,1%	18,2%
ROA adj.	75,0%	47,5%	41,9%	21,4%	11,8%	40,7%	30,6%	24,1%	18,2%
Dług netto	-27,6	-59,2	-160,2	-77,7	-65,7	-120,7	-140,8	-156,0	-153,4
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,8	-1,6	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Dług netto / EBITDA	-1,0	-1,9	-4,3	-4,6	-11,4	-1,6	-2,0	-2,5	-3,5
Dług netto / EBITDA adj.	-0,8	-1,6	-3,6	-3,6	-6,4	-1,5	-2,0	-2,5	-3,5
Dług netto / EBIT	-1,1	-2,0	-4,4	-4,9	-14,5	-1,8	-2,4	-3,2	-4,2
Dług netto / EBIT adj.	-0,9	-1,6	-3,7	-3,8	-7,3	-1,7	-2,4	-3,2	-4,2
EV	400,4	368,9	267,8	362,9	374,9	319,9	323,1	307,9	310,5
CAPEX / Przychody	8,8%	8,0%	11,2%	32,8%	42,8%	12,1%	11,0%	12,9%	21,6%
CAPEX / Amortyzacja	287,8%	229,7%	592,5%	930,7%	901,6%	131,3%	81,1%	85,9%	210,1%
Amortyzacja / Przychody	3,0%	3,5%	1,9%	3,5%	4,8%	9,2%	13,5%	15,0%	10,3%
Zmiana KO / Przychody	-9,7%	-3,8%	2,8%	8,1%	2,0%	-1,0%	-0,8%	0,5%	0,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-11,9%	-20,8%	17,3%	-17,4%	-4,4%	-1,4%	13,0%	-4,6%	-3,0%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	11,2	9,1	7,7	11,6	16,8	4,3	4,8	5,3	6,8
P/E*	18,8	14,5	11,6	23,7	56,2	6,6	7,7	9,2	11,8
P/E adj.*	14,8	11,9	9,7	19,0	35,5	6,2	7,7	9,2	11,8
P/BV*	11,9	5,9	4,2	4,4	4,5	2,7	2,6	2,4	2,3
P/CE*	496,6	302,2	280,6	189,7	100,9	386,8	293,1	219,4	175,5
EV/EBITDA*	14,8	11,4	7,0	20,9	63,9	4,1	4,4	4,9	6,9
EV/EBITDA adj.*	12,1	9,5	5,9	16,5	35,9	3,9	4,4	4,9	6,9
EV/EBIT*	15,4	12,0	7,2	22,6	81,1	4,7	5,3	6,2	8,2
EV/EBIT adj.*	12,5	9,9	6,1	17,6	40,7	4,4	5,3	6,2	8,2
EV/S*	10,4	7,8	4,8	9,5	14,3	3,1	3,3	3,5	4,5
BVPS	52,2	104,6	147,2	140,9	138,8	226,8	242,4	261,4	273,6
EPS	33,0	42,8	53,7	26,2	11,0	93,5	80,2	67,2	52,5
EPS adj.	41,8	52,0	64,0	32,6	17,5	99,9	80,2	67,2	52,5
CEPS	1,2	2,1	2,2	3,3	6,1	1,6	2,1	2,8	3,5
CEPS adj.	1,0	1,7	1,9	2,6	3,9	1,5	2,1	2,8	3,5
Dywidenda	0,0	0,0	14,6	28,0	9,1	3,9	39,2	35,4	29,7
DPS	0,0	0,0	21,5	40,0	13,1	5,5	53,3	48,1	40,3
Dyield	0,0%	0,0%	3,5%	6,5%	2,1%	0,9%	8,6%	7,8%	6,5%
Payout ratio	0,0%	0,0%	50,2%	76,7%	50,0%	50,0%	60,0%	60,0%	60,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 620 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

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

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Krzysztof Tkocz

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

Anna Tobiasz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

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

Piotr Dedećus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	760	kupuj	1 056	27.02.2024	09:50 CET	620	82 870
kupuj	1 056	kupuj	1 200	21.03.2023	14:15 CET	829	57 488
kupuj	1 200	kupuj	1 175	16.02.2022	07:00 CEST	808	67 532
kupuj	1 175	-	-	26.05.2021	08:00 CEST	823	64 055

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).

DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).

Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'24*:	, 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	7	50%	0	0%
Akumuluj	3	21%	0	0%
Trzymaj	2	14%	0	0%
Redukuj	2	14%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie:

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

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

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-02-27.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-02-27 (09:50 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-03-05 (09:50 CET).

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił 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 jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

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

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

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

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

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2024-02-27:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.