



Dom Maklerski BDM S.A.

Creepy Jar

RAPORT ANALITYCZNY

Spodziewamy się, że dzięki wydanemu na styczeniu'23 kolejnemu rozszerzeniu („Building update”) do gry „GH” oraz jej VRowej wersji początek roku przyniesie zbliżone rezultaty wynikowe r/r i dalszą generację dobrego CF. W związku ze starzejącym się flagowym produktem spółki, liczymy się z jego spadkiem monetyzacji r/r w kolejnych kwartałach. Uważamy jednak, że odsłona „Chimery” wraz z budującą się społecznością gry okaże się katalizatorem do wzrostów notowań CRJ w nadchodzących miesiącach. Oczekujemy, że w najbliższym czasie spółka wykorzysta jedno z nadchodzących wydarzeń branżowych (prawdopodobnie E3 w czerwcu) jako moment rozpoczęcia kampanii marketingowej tego projektu. Zakładamy, że dzięki premierze „Chimery” (2Q'24) i utrzymaniu dobrej sprzedaży „GH” spółka w kolejnych latach wejdzie na nowy poziom wynikowy. Na przestrzeni 2024-25 r. prognozujemy odpowiednio 86,7/89,4 mln PLN skorygowanego zysku netto, co przekłada się na wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 7x. Ponadto zwracamy uwagę na komfortową sytuację finansową spółki (na koniec grudnia'22 posiadała 86,0 mln PLN aktywów finansowych). Tak duża poduszka nie dość, że pozwoli spółce odpowiednio przygotować się do premiery „Chimery” pod kątem produkcyjnym i wydawniczym, to jeszcze umożliwi dystrybucję zysków do akcjonariuszy (oczekiwana wypłata dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto za 2022 r.; DPS = 26,9 PLN). Mając powyższe na uwadze utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ dla spółki Creepy Jar ustalając cenę docelową na poziomie 1 056 PLN, czyli 27% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Pierwsza prezentacja materiałów marketingowych dotyczących „Chimery” pierwotnie miała mieć miejsce pod koniec 2022 roku. Jednak w związku ze zmianą strategii reklamowej, w stronę znacznie szerszej komunikacji z graczem, start kampanii został przesunięty w czasie. Spodziewamy się, że spółka wykorzysta jedno z nadchodzących wydarzeń branżowych (prawdopodobnie E3 w czerwcu) jako moment rozpoczęcia promocji tego projektu. Uważamy, że odsłona ta wraz z budującą się społecznością gry okaże się katalizatorem do wzrostów notowań CRJ w nadchodzących miesiącach.

W związku ze spodziewaną dalszą dobrą sprzedażą gry „Green Hell” jak i zbliżającą się dużymi krokami premierą projektu „Chimera” oczekujemy, że spółka w 2024 r. wejdzie na nowy poziom wynikowy. W omawianym roku prognozujemy 115,7 mln PLN przychodów, z czego za 28% będzie odpowiadało IP „GH”, a za 72% „Chimery” (w naszym modelu zakładamy premierę w 2Q'24). Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 95,3 mln PLN (+214% r/r). Według naszych prognoz na przestrzeni 2024-25 r. spółka wypracuje odpowiednio 86,7/89,4 mln PLN skorygowanego zysku netto, co przełoży się na wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 7x.

Spodziewamy się, że dzięki wydanemu na początku 2023 r. kolejnemu rozszerzeniu („Building update”) do gry „GH” oraz jej VRowej wersji, początek roku przyniesie zbliżone rezultaty wynikowe r/r i dalszą generację dobrego CF. Jednakże, w związku ze starzejącym się flagowym produktem spółki liczymy się z jego spadkiem monetyzacji r/r w kolejnych kwartałach. W całym 2023 r. zakładamy sprzedaż „Green Hell’a” na poziomie ok. 1,2 mln sztuk na PC/konsole oraz 120 tys. na platformy VR, co przełoży się na 44,0 mln PLN przychodów w tym okresie. Pragniemy jednak zwrócić uwagę, że ewentualna implikacja trybu co-op do wersji VR może okazać się obszarem, w którym spółka pozytywnie nas zaskoczy dalszą monetyzacją „GH” na tych platformach. W całym 2023 r. prognozujemy 44,0 mln PLN przychodów, 30,3 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 31,3 mln PLN skoryg. zysku netto.

Przy okazji publikacji szacunkowych wyników za 2022 r., spółka poinformowała o zamiarze rekomendacji wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto za 2022 r. (DPS = 26,9 PLN). Z uwagi na brak planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów, zakładamy w naszym modelu, że spółka w kolejnych latach będzie kontynuowała dzielenie się zyskiem z akcjonariuszami. W 2025 r., w związku z premierą „Chimery” zakładamy wzrost DPS do poziomu 60 PLN.

	2019	2020	2021	2022S	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	7,0	37,7	46,1	54,9	44,0	115,7
EBITDA [mln PLN]	5,1	26,7	31,8	37,2	30,3	95,3
EBITDA adj. [mln PLN]	5,1	32,7	38,0	43,9	30,3	95,3
EBIT [mln PLN]	0,5	25,5	30,2	36,1	29,0	89,9
EBIT adj. [mln PLN]	0,5	31,5	36,4	39,7	29,0	89,9
Wynik brutto [mln PLN]	0,3	24,5	31,4	39,7	34,4	95,3
Zysk netto [mln PLN]	0,1	22,4	29,1	36,5	31,3	86,7
Zysk netto adj. [mln PLN]	0,1	28,4	35,3	40,1	31,3	86,7
P/BV	80,0	15,9	7,9	5,7	5,3	3,3
P/E	4106,7	25,1	19,4	15,4	19,0	6,8
P/E adj.	4106,7	19,8	16,0	14,0	19,0	6,8
EV/EBITDA	110,0	20,1	15,9	12,9	16,7	5,0
EV/EBITDA adj.	110,0	16,4	13,3	10,9	16,7	5,0
EV/EBIT	1217,3	21,0	16,7	13,3	17,4	5,3
EV/EBIT adj.	1217,3	17,0	13,9	12,1	17,4	5,3

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 1 056 PLN

21 MARCA 2023, 14:15 CEST

Wycena DCF [PLN]	942
Wycena końcowa [PLN]	1 056
Potencjał do wzrostu	27%
Koszt kapitału	14,7%
Cena rynkowa [PLN]	829
Kapitalizacja [mln PLN]	563
Ilość akcji [mln. szt.]	0,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	848
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	590
Stopa zwrotu za 3 mc	16,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	37,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	65,8%
Struktura akcjonariatu:	
Venture FIZ	12,9%
Krzysztof Maciej Kwiatek	10,9%
Krzysztof Sałek	10,9%
Tomasz Michał Soból	10,9%
TFI Allianz Polska	7,0%
Pozostali Akcjonariusze	47,5%

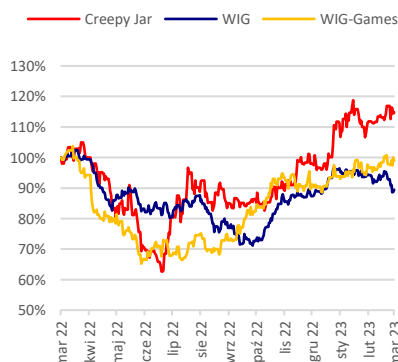
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



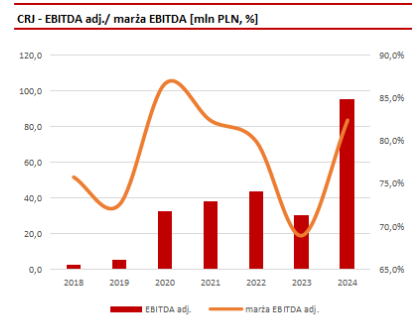
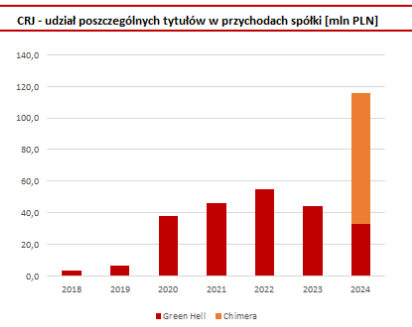
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WRAŻLIWOŚĆ WYCENY NA ZMIANĘ ZAŁOŻEŃ PROGNOZ SPRZEDAŻOWYCH	7
WYCENA DCF	8
WYCENA PORÓWNAWCZA	11
CZYNNIKI RYZYKA	12
OTOCZENIE RYNKOWE	13
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'22 ORAZ PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ	16
OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 4Q'22.....	17
FINANSE I PROGNOZY.....	18
PROGNOZY FINANSOWE NA KOLEJNE OKRESY	18
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	21
DANE FINANSOWE	22

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

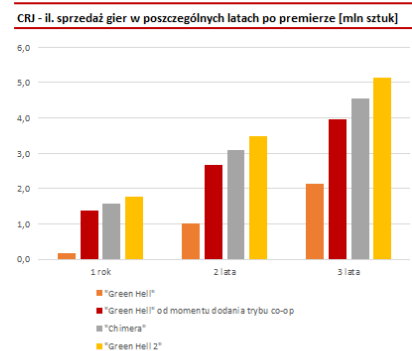
Rachunek wyników [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	7,0	37,7	46,1	54,9	44,0	115,7	117,9
Zysk brutto ze sprzedaży	0,5	25,5	30,2	36,2	29,0	89,9	92,8
EBITDA	5,1	26,7	31,8	37,2	30,3	95,3	97,9
EBITDA adj.	5,1	32,7	38,0	43,9	30,3	95,3	97,9
EBIT	0,5	25,5	30,2	36,1	29,0	89,9	92,8
EBIT adj.	0,5	31,5	36,4	39,7	29,0	89,9	92,8
Zysk brutto	0,3	24,5	31,4	39,7	34,4	95,3	98,3
Zysk netto	0,1	22,4	29,1	36,5	31,3	86,7	89,4
Zysk netto adj.	0,1	28,4	35,3	40,1	31,3	86,7	89,4
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	67,7%	65,5%	66,0%	65,9%	77,7%	78,7%
Marża EBITDA	72,5%	70,7%	68,9%	67,7%	68,9%	82,4%	83,0%
Marża EBITDA adj.	72,5%	86,7%	82,4%	79,9%	68,9%	82,4%	83,0%
Marża EBIT	6,6%	67,7%	65,5%	65,7%	65,9%	77,7%	78,7%
Marża EBIT adj.	6,6%	83,6%	78,9%	72,3%	65,9%	77,7%	78,7%
Marża zysku netto	2,0%	59,5%	63,1%	66,6%	71,2%	75,0%	75,8%
Marża zysku netto adj.	2,0%	75,4%	76,5%	73,1%	71,2%	75,0%	75,8%
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	0,2	3,2	5,4	14,8	19,9	58,6	94,0
WNiP	0,0	0,0	0,9	2,5	2,5	39,4	71,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,2	2,4	3,8	11,6	16,4	18,1	21,3
Aktywa obrotowe	7,4	34,7	69,0	91,2	96,0	132,9	143,0
Należności krótkoterminowe	1,2	6,6	8,8	6,7	6,0	17,3	15,7
Investycje krótkoterminowe	6,2	28,0	59,9	84,3	89,8	115,5	127,2
Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	6,2	28,0	59,7	68,5	73,9	99,6	111,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	7,6	37,9	74,4	106,0	115,8	191,5	237,0
Kapitał własny	7,0	35,5	71,0	98,3	111,4	182,5	228,5
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,1	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	1,8	2,5	5,6	2,4	7,0	6,4
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	7,6	37,9	74,4	106,0	115,8	191,5	237,0
Cash Flow [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,5	25,1	35,5	45,1	30,1	85,5	95,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-3,2	-3,6	-21,6	-6,4	-44,2	-40,4
Przepływy z działalności finansowej	3,2	21,8	31,7	8,7	5,4	25,7	11,7
Przepływy pieniężne netto	3,2	21,8	31,7	8,7	5,4	25,7	11,7
Środki pieniężne na początek okresu	3,0	6,2	28,0	59,7	68,5	73,9	99,6
Środki pieniężne na koniec okresu	6,2	28,0	59,7	68,5	73,9	99,6	111,3
Dynamiki [%]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	101,6%	439,2%	22,5%	19,0%	-19,9%	163,0%	2,0%
EBITDA	93,0%	426,0%	19,3%	16,9%	-18,4%	214,4%	2,7%
EBITDA adj.	93,0%	544,5%	16,4%	15,4%	-30,9%	214,4%	2,7%
EBIT	-81,3%	5471,4%	18,4%	19,5%	-19,7%	210,1%	3,3%
EBIT adj.	-81,3%	6782,0%	15,5%	9,0%	-27,0%	210,1%	3,3%
Zysk netto	-93,8%	16238,3%	29,9%	25,6%	-14,3%	176,9%	3,1%
Zysk netto adj.	-93,8%	20612,9%	24,3%	13,7%	-22,0%	176,9%	3,1%
Wybrane dane i wskaźniki*	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
ROE	1,9%	63,2%	41,0%	37,2%	28,1%	47,5%	39,1%
ROA	1,8%	59,2%	39,1%	34,5%	27,0%	45,3%	37,7%
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	3,2%	2,6%	7,3%
DPS w okresie (PLN)	0,0	0,0	0,0	21,5	26,9	21,9	60,5
Payout ratio	-	-	-	50%	50%	50%	50%
P/E (x)	4106,7	25,1	19,4	15,4	19,0	6,8	6,6
P/E adj. (x)	4106,7	19,8	16,0	14,0	19,0	6,8	6,6
P/BV (x)	80,0	15,9	7,9	5,7	5,3	3,3	2,6
EV/EBIT (x)	1217,3	21,0	16,7	13,3	17,4	5,3	5,0
EV/EBIT adj. (x)	1217,3	17,0	13,9	12,1	17,4	5,3	5,0
EV/EBITDA (x)	110,0	20,1	15,9	12,9	16,7	5,0	4,8
EV/EBITDA adj. (x)	110,0	16,4	13,3	10,9	16,7	5,0	4,8

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 829 PLN.



CR1 - dane dotyczące poszczególnych tytułów

Tytuł	Cena (USD)			
	EA	Premiera	Data EA	Data premiery
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19
"Chimera"	29,99	34,99	2Q'24	2Q'25
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'28	2Q'29



Czynnik ryzyka dla naszej rekomendacji

- 1) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier
- 2) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników
- 3) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym
- 4) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami
- 5) Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki
- 6) Ryzyko z różnicowanego 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 942 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 1 149 PLN, a do spółek zagranicznych 1 496 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 756,6 mln PLN, czyli **1 056 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	942
Wycena porównawcza	30%	1 323
Wycena porównawcza Polska	15%	1 149
Wycena porównawcza zagranica	15%	1 496
Wycena 1 akcji Creepy Jar [PLN]		1 056

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Projekt „Chimera”

Zgodnie z pierwotnymi planami spółki odnośnie rozpoczęcia komunikacji z graczami na temat projektu „Chimera”, pierwsze materiały marketingowe miały zostać przedstawione jeszcze w 2022 roku. Jednakże ze względu na zmianę strategii reklamowej, w której zdecydowano się na szerszą komunikację ze społecznością (w tym m.in. uruchomienie karty Steam i strony internetowej gry), start kampanii został opóźniony. Spodziewamy się, że spółka wykorzysta jedno z nadchodzących wydarzeń branżowych (prawdopodobnie E3 w czerwcu) jako moment rozpoczęcia promocji tego projektu. Uważamy, że odsłona ta wraz z budującą się społecznością gry będzie istotnym wsparciem notowań CRJ w nadchodzących miesiącach.

Pod koniec 2022 roku projekt osiągnął fazę „Alfa”, w której zostały zrealizowane kluczowe mechanizmy stanowiące fundament gry. W ostatnich swoich wypowiedziach, władze spółki informowały, że od tego momentu, zespół będzie potrzebował jeszcze około roku pracy aby wydać „Chimerę” w formule wczesnego dostępu. Tym samym mając powyższe na uwadze oczekujemy premiery EA tego projektu w okolicach 2Q’24 (najpierw na PC) przy cenie na poziomie 29,99 USD (vs 19,99 USD „GH” – zakładany przez nas wzrost ceny wynika m.in. ze znacznie większego świata, bogatszych mechanik jakie będzie oferował nowy produkt) i wykorzystaniu własnego pionu wydawniczego. Pomimo iż gra tworzona jest na silniku Unreal Engine 5, który znacząco ułatwia jednoczesną produkcję na PC jak i konsole, zakładamy że „Chimera” zadebiutuje na platformach nowej generacji dopiero w momencie pełnoprawnej premiery (2Q’25). Łączne nakłady na produkcję tego tytułu poniesione przez spółkę do 3Q’22 wyniosły ok. 5,8 mln PLN (z czego 1,2 mln PLN w 3Q’22). Szacujemy, że do momentu premiery w EA koszt ten wzrośnie do poziomu ok. 14 mln PLN.

Od samego początku (EA) „Chimera” będzie pozwalała na grę w trybie kooperacji dla czterech osób, co jest bardzo ważnym i pożądanym aspektem rozgrywki z punktu widzenia gracza. Wykreowany przez CRJ świat będzie ok. 4x większy od tego z „Green Hell’a”. Ponadto zarząd w swoich licznych wypowiedziach podkreślał, że dużym atutem gry będzie łatwiejszy „próg wejścia” oraz ukierunkowanie rozgrywki na bardziej okazjonalnego gracza, co potencjalnie pozwala na dotarcie do większego grona odbiorców. Dodatkowo w porównaniu do konkurencyjnych tytułów, produkcję tą będzie wyróżniać duża dynamika zmian w otoczeniu, atrakcyjne wątki fabularne oraz więcej elementów survivalu, w szczególności walki.

Pragniemy zwrócić uwagę na dynamiczny wzrost rynku gaminowego na przestrzeni ostatnich lat. W momencie premiery „GH” w formule EA, liczba użytkowników platformy Steam kształtowała się na poziomie 18,5 mln, w 2Q’20 (debiut trybu co-op) urosła do 24,5 mln, a aktualnie kształtuje się w okolicach 33,3 mln (wzrost odpowiednio o: 80%/ 36%).

W rok od debiutu (EA) zakładamy sprzedaż na poziomie ok. 1,6 mln sztuk (vs 1,4 mln kopii „GH” od premiery trybu co-op), co powinno przełożyć się na 103,5 mln PLN przychodów.

Poniżej przedstawiamy tabelę, w której pragniemy zwrócić uwagę na dużą popularność gier w niszy, w której pozycjonuje się „Chimera”.

Dane dotyczące poszczególnych tytułów podobnych do gry „Chimera”

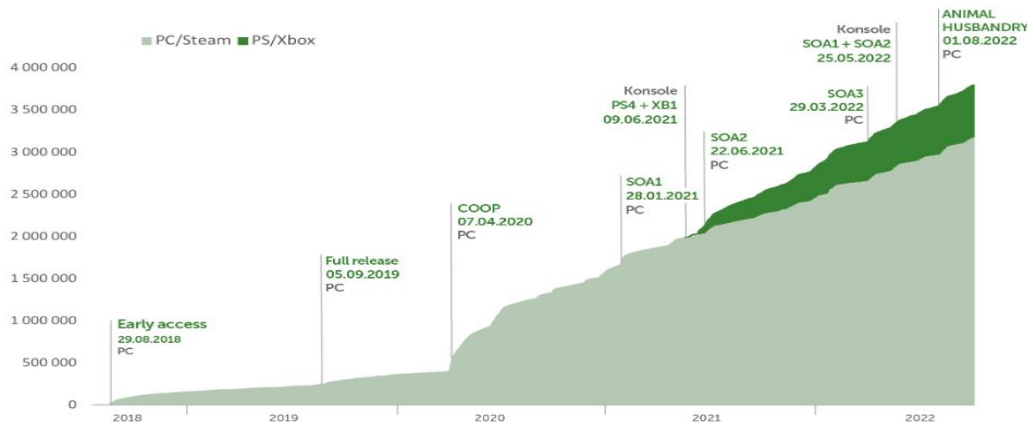
Nazwa	Data wydania	Cena [USD]	Ocena Steam	Grafika	Sprzedaż
„Satisfactory”	19.03.2019 – EA (PC)	29,99	95,8%		- w 3 msc. od premiery EA sprzedaż wyniosła 0,5 mln kopii; - do lipca 2020 r. sprzedaż na poziomie ok. 1,3 mln kopii (z czego 960 tys. na Epic Games, a 370 tys. na Steamie); - do końca 2021r. sprzedaż 3 mln kopii.
„Astroneer”	6.02.2019 – PC, X1 15.11.2019 – PS4 13.01.2022 - NS	19,99	90,4%		- od czasu oficjalnej premiery w lutym 2019 r. do marca 2022 r. sprzedano ok. 4 miliony egzemplarzy gry, a unikalna ilość graczy grająca w tytuł wyniosła ponad 8,1 miliona (aktualnie przekroczyła próg 11 mln); - od momentu pełnej premiery do marca 2022r. wygenerowała ponad 75,7 mln USD przychodu brutto.
„Subnautica”	23.01.2018 – PC 4.12.2018 – X1, PS4 14.05.2021 - NS	24,99	95,4%		- do stycznia 2020 r. na wszystkich platformach sprzedano ponad 5,23 mln egzemplarzy, nie licząc bezpłatnych egzemplarzy rozdawanych w ramach promocji.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Mocna sprzedaż „Green Hell’a” i dalsze dobre perspektywy monetyzacji

Monetyzacja flagowej produkcji CRJ na przestrzeni 2022 r. znacząco przebiła nasze założenia z ostatniej rekomendacji (odchyl. na poziomie ok. +25%). Pozytywnie zaskoczyła nas zarówno wersja VRowa, która według naszych szacunków wygenerowała w minionym roku ok. 6,5 mln PLN przychodów (vs 2,3 mln PLN nasza prognoza) jak i ta na PC/konsole. Warto zauważyć, że pomimo upływu ok. 5 lat od premiery „Green Hell’a” w formule wczesnego dostępu, sprzedaż gry na PC urosła r/r o ok. 6%. Tym samym kolejny rok z rzędu CRJ udowadnia, jak dzięki licznym działaniom wspierającym produkt (dodatkowy контент/mechaniki uwzględniające potrzeby społeczności) jest w stanie bardzo dobrze i długo go monetyzować. W całym 2022 r. wpływy z IP „Green Hell’a” sięgnęły 54,9 mln PLN i były o 19,0% wyższe r/r.

Łączna sprzedaż brutto gry Green Hell na PC/Steam, PlayStation i Xbox narastająco w szt.



Źródło: spółka

Na 2023 r. pod kątem dalszej sprzedaży flagowego IP spółki patrzymy z optymizmem. Oczekujemy, że dzięki wydanemu na początku tego roku kolejnemu rozszerzeniu („Building update”) do gry „GH” oraz jej VRowej wersji 1Q’23 przyniesie zbliżone rezultaty wynikowe r/r i dalszą generację dobrego CF. Creepy Jar cały czas zamierza wspierać „GH” dodając do niego dodatkową porcję kontentu/ nowej zawartości (podobną ilość dodatków względem 2022 r.). W ostatnich swoich wypowiedziach władze spółki podkreślały, że mają wiele pomysłów jak dalej rozwijać ten świat. Dodatkowo warto zauważyć, że Valve w ostatnich miesiącach przekazało deweloperom nowe wytyczne dotyczące ustalania cen na Steamie, w których chodzi przede wszystkim o zmianę przelicznika z USD na 39 innych walut. Podążając za zalecaniami platformy, Creepy Jar dokonał rewizji w górę cennika gry „GH” (np. w EUR z 20,99 EUR do 24,5 EUR), co również powinno wspierać monetyzację tego tytułu w kolejnych miesiącach.

Roadmapa gry „Green Hell” na 2023 rok



Źródło: spółka

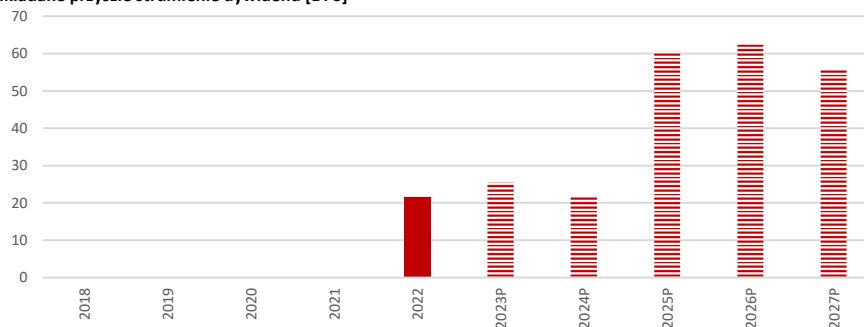
Pomimo iż spółka regularnie przebija nasze oczekiwania wynikowe oraz zważając na fakt wielu wydarzeń na przestrzeni tego roku, które będą wspierać monetyzację tego IP, pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach na 2023 rok. W omawianym okresie zakładamy sprzedaż „Green Hell’a” na poziomie ok. 1,2 mln sztuk na PC/konsole oraz 120 tys. na platformy VR (vs 208,5 tys. w 2022 r.), co przełoży się na 44,0 mln PLN przychodów w tym okresie. Pragniemy jednak zwrócić uwagę, że ewentualna implikacja trybu co-op do wersji VR może okazać się obszarem, w którym spółka przebije nasze prognozy dotyczące monetyzacji IP „GH” w kolejnych kwartałach.

Jednocześnie w związku z licznymi pozytywnymi zaskoczeniami vs nasze poprzednie prognozy, podnosimy nasze założenia co do dalszej sprzedaży flagowego produktu CRJ na kolejne lata.

Kontynuacja dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami

Przy okazji publikacji szacunkowych wyników za 2022 r., spółka poinformowała o zamiarze rekomendacji wypłaty dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto za 2022 r. (DPS = 26,9 PLN). 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 2024 r. będzie kształtował się na niższym poziomie r/r = ok. 21,9 PLN (50% zysku netto za 2023 r.). W kolejnych latach natomiast, w związku z premierą „Chimery” zakładamy wzrost DPS do poziomu 60 PLN.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wejście na wyższy poziom wyników w 2024 r.

Spodziewamy się, że również w kolejnych latach spółka będzie czuwała nad dalszym rozwojem IP „GH”, rozszerzając bazową wersję o kolejne nowe mechaniki/ wątki fabularne, co w istotny sposób będzie utrzymywało wysokie zainteresowanie grą, jak i wydłużało jej ogon sprzedażowy. W naszym modelu zakładamy, że w związku z naturalnym powolnym nasyceniem rynku, jak i głębszymi przecenami, przychody na przestrzeni 2024 r. spadną o ok. 21% r/r do poziomu 32,7 mln PLN. Biorąc jednak pod uwagę oczekiwaną przez nas premierę „Chimery” w 2Q'24, która według naszych prognoz na przestrzeni omawianego roku sprzeda się w nakładzie ok. 1,3 mln sztuk, jak i sumując strumienie pieniężne z obu IP oczekujemy, że Creepy Jar wejdzie w 2024 r. na nowy znacząco wyższy poziom wyników. Zakładamy, że w tym okresie przychody wygenerowane przez „Green Hell’a” i „Chimerę” będą stanowiły odpowiednio 28% i 72%. Na poziomie EBITDA prognozujemy 95,3 mln PLN czyli wzrost o 214% r/r. Oczekujemy, że zysk netto spółki wzrośnie r/r o 177% do 86,7 mln PLN.

„Green Hell 2”

Realne prace produkcyjne nad sequelem „Green Hell’a” zaczną się nie wcześniej niż po wydaniu „Chimery”. W związku ze stworzonymi fundamentami tego IP przy odświeżeniu pierwszej części, prace nad wieloma elementami nowej produkcji mogą potrwać krócej. Zakładamy jednak, 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 2028 r.

Premiera „Sons Of The Forest”

Zwracamy uwagę, na ostatnią premierę (PC, EA - 23.02.2023 r.) konkurencyjnej gry „Sons Of The Forest”, która zaskoczyła branżę znacząco przebijając zainteresowanie jak i sprzedaż pierwszej odsłony z tego IP czyli „The Forest” (peak na poziomie 415 tys. vs 76 tys. „The Forest” vs 365 tys. GTA V). Naszym zdaniem był to duży sprawdzian dla całej niszy jaką są gry survivalowe, a debiut ten utwierdził nas w przekonaniu o sporym popycie na tego typu rozrywkę, co jest istotne w kontekście nadchodzącej premiery „Chimery” jak i kontynuacji IP „Green Hell”. Co ważne, według naszych obserwacji premiera ta nie wpłynęła negatywnie na sprzedaż „GH”. W dłuższym terminie natomiast może ona zadziałać korzystnie na biznes spółki i przełożyć się na większe zainteresowanie produktami od CRJ. Naszym zdaniem potencjalny pozytywny wpływ, może wynikać z faktu przyciągnięcia przez „Sons Of The Forest” do niszy survivalowej nowego grona graczy, wcześniej niezainteresowanego tego typu rozrywką.

Pragniemy zauważyć, że pierwsza część, czyli „The Forest”, która debiutowała w EA w 2014 r. (pełnoprawna premiera 04.2018 – PC, 11.2018 – PS4) sprzedała się na poziomie ok. 5 mln kopii do końca 2018 r. (PC + PS4). Natomiast sequel tego IP w 24h od premiery rozszedł się w nakładzie ponad 2 mln kopii (tylko na PC). Największe wprowadzone zmiany vs „jedyńka” to m.in. dynamiczne pory roku, towarzysze AI, 4x większa mapa, usunięcie wskaźnika zdrowia psychicznego przy jednoczesnym dodaniu zaawansowanych opcji budowania i rzemiosła czy zaawansowany system sztucznej inteligencji. Uważamy, że wyżej wspomniana premiera jest kolejnym dobrym przykładem tego, jak dalszy rozwój stworzonego IP poprzez ewolucję, rozszerzenie koncepcji/ świata, ulepszanie mechanik, uwzględnienie potrzeb zbudowanej już społeczności, może przełożyć się na jeszcze lepszy produkt, tym samym na znacznie wyższą popularność/sprzedaż sequela.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Uważamy że, aktualna cena jest niedowartościowana, w związku z tym wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 1 056 PLN/akcję**, czyli 27% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Wrażliwość wyceny na zmianę założeń prognoz sprzedażowych

Scenariusz 1 - sprzedaż Chimery na poziomie „Green Hell’a” od momentu dodania trybu co-op, sequel (GH2) na poziomie pierwszej części:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 774
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Green Hell" od momentu dodatnia trybu co-op	1,4	2,7	4,0	
"Chimera"	1,4	2,7	4,0	
"Green Hell 2"	1,4	2,7	4,0	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 2 - sprzedaż Chimery 15% wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 15% wyższa:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 882
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Chimera"	1,6	3,1	4,6	
"Green Hell 2"	1,6	3,1	4,6	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 3 (bazowy) - sprzedaż Chimery 15% wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 30% wyższe od pierwszych części:

	Cena EA (USD)	Cena premiery (USD)	Data EA	Data premiery	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 942
					1 rok	2 lata	3 lata	
"Green Hell" EA	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19	0,2	1,0	2,0	
"Green Hell" od pełnoprawnej premiery	-	24,99	-	3Q'19	0,8	2,0	3,2	
"Green Hell" od momentu dodatnia trybu co-op	-	24,99	-	2Q'20	1,4	2,7	4,0	
"Chimera"	29,99	34,99	2Q'24	2Q'25	1,6	3,1	4,6	
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'28	2Q'29	1,8	3,5	5,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 4 - sprzedaż Chimery 30% wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 30% wyższa:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 991
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Chimera"	1,8	3,5	5,1	
"Green Hell 2"	1,8	3,5	5,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 5 - sprzedaż Chimery 50% wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 30% wyższa:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 1 064
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Chimera"	2,1	4,0	5,9	
"Green Hell 2"	1,8	3,5	5,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 6 - sprzedaż Chimery 2x wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 30% wyższa:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 1 263
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Chimera"	2,7	5,4	7,9	
"Green Hell 2"	1,8	3,5	5,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz 7 - sprzedaż Chimery 3x wyższa od „GH” od momentu dodania trybu co-op, sprzedaż sequela „GH” 30% wyższa:

	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)			Wycena DCF [PLN] 1 666
	1 rok	2 lata	3 lata	
"Chimera"	4,1	8,0	11,9	
"Green Hell 2"	1,8	3,5	5,1	

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 6,0%, premia za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5%, a współczynnik beta = 1,1. 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:

- Szacujemy, że rok 2022 spółka zakończyła z wynikiem 54,9 mln PLN przychodów, 43,9 mln PLN adj. EBITDA oraz 40,1 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- W 2023 roku zakładamy kontynuację dobrej monetyzacji IP „Green Hell’a” dzięki nowym dodatkom i wersji VRowej. W obecnym roku szacujemy 44,0 mln PLN przychodów, 30,3 mln PLN adj. EBITDA oraz 31,3 mln PLN oczyszczonego zysku netto.
- Oczekujemy premiery projektu „Chimera” w formule early access w 2Q’24 (najpierw na 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 momencie pełnoprawnej premiery (2Q’25). Spodziewamy się, że budżet tego projektu do debiutu w formule wczesnego dostępu sięgnie ok. 14 mln PLN. Ponadto zakładamy, że to Creepy Jar będzie jedynym wydawcą tego tytułu. Szacujemy, że w rok od premiery (EA) sprzeda się ok. 1,6 mln sztuk „Chimery” co przeloży się na 103,5 mln PLN przychodów.
- W naszym modelu przyjmujemy założenie stopniowego podnoszenia budżetów kolejnych gier. Spodziewamy się, że CRJ wykorzysta stworzone IP przy produkcji nowych projektów. Tym samym następną produkcją, która zadebiutuje po „Chimerze”, będzie „Green Hell 2”. Przyjmując, że pierwsze prace nad „GH2” ruszą po premierze „Chimery” oczekujemy, że produkcja tego tytułu potrwa ok. 4 lat, tym samym w naszym prognozach zakładamy jej debiut w 2028 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 do końca 2023 r. spółka zatrudni ok. 5 dodatkowych osób do projektu „Chimera”, a na koniec roku jej zespoły będą liczyły łącznie 45 osób. Oczekujemy, że w kolejnych latach liczba zatrudnionych będzie rosła organicznie.
- Program Motywacyjny – czas trwania 2020-2022 rok, w jego ramach uprawnionym będzie mogło być przyznane do 37 tys. nowych akcji w podwyższonym kapitale zakładowym spółki. Cele: 1) pozostawanie przez pracownika lub współpracownika spółki w relacji prawnej wynikającej z określonych umów (np. umowa o świadczenie usług, umowa o pracę), co najmniej od dnia zawarcia Umowy Uczestnictwa do 31 grudnia 2022 roku włącznie (Transza 1); 2) osiągnięcie przez spółkę średniorocznego zysku brutto w latach 2020-2022 w wysokości 20 mln PLN (Transza 2). - uwzględniamy w wycenie, gdyż według szacunków został 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%.
- Spółka wypłaciła swoją pierwszą dywidendę w 2022 r. (50% z zysku netto za 2021 r., DPS = 21,5 PLN). Ostatnio CRJ poinformował, że zamierza rekomendować walnemu zgromadzeniu wypłatę dywidendy na poziomie co najmniej 50% zysku netto za 2022 r. (DPS = 26,9 PLN). Z uwagi na brak planów odnośnie rozbudowy studia o kolejne zespoły i prowadzenia jednocześnie większej ilości projektów spodziewamy się, że również w kolejnych latach spółka będzie kontynuowała dzielenie się zyskiem ze swoimi akcjonariuszami. Przyjęliśmy, że DPS w 2024 r. będzie kształtował się na poziomie ok. 21,9 PLN (50% zysku netto za 2023 r.), natomiast w związku z premierą projektu „Chimera” w kolejnych latach urośnie do poziomu 60 PLN.
- W naszych prognozach przyjmujemy USD/PLN dla poszczególnych lat 2023/2024/2025+ odpowiednio na poziomach: 4,505/ 4,667/ 4,629 – 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 FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 0,7 mln akcji (679,4 tys. + 37 tys. warrantów z PM).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 czerwca 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 674,7 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 942 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	44,0	115,7	117,9	110,3	98,7	186,2	188,6	175,1	150,3	123,4
EBIT [mln PLN]	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1	144,9	147,5	128,6	97,8	64,0
Stopa podatkowa	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	2,6	8,1	8,4	7,4	6,0	13,0	13,3	11,6	8,8	5,8
NOPLAT [mln PLN]	26,4	81,8	84,5	74,7	61,0	131,9	134,3	117,1	89,0	58,3
Amortyzacja [mln PLN]	1,3	5,4	5,1	5,3	5,7	6,0	4,6	5,0	5,4	5,8
CAPEX [mln PLN]	-6,4	-7,3	-8,4	-9,7	-11,0	-12,3	-13,7	-15,6	-17,7	-19,2
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-2,6	-6,6	1,0	-2,1	3,8	4,9	-15,3	0,5	3,5	6,4
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]	18,7	73,3	82,1	68,3	59,4	130,4	109,8	107,0	80,2	51,3
DFCF [mln PLN]	17,5	59,6	58,3	42,3	32,1	61,4	45,1	38,3	25,1	14,0
Suma DFCF [mln PLN]	393,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	724,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	197,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	591,1									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-83,7									
Wartość kapitału [mln PLN]	674,7									
Ilość akcji [mln szt.]	0,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	942									

Przychody zmiana r/r	-19,9%	163,0%	2,0%	-6,5%	-10,5%	88,6%	1,3%	-7,2%	-14,2%	-17,9%
EBIT zmiana r/r	-19,7%	210,1%	3,3%	-11,5%	-18,3%	116,1%	1,8%	-12,8%	-24,0%	-34,5%
FCF zmiana r/r	-44,4%	290,9%	12,1%	-16,9%	-12,9%	119,5%	-15,8%	-2,6%	-25,0%	-36,0%
Marża EBITDA	68,9%	82,4%	83,0%	79,3%	73,7%	81,1%	80,7%	76,3%	68,7%	56,6%
Marża EBIT	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%	77,8%	78,2%	73,5%	65,1%	51,9%
Marża NOPLAT	59,9%	70,7%	71,6%	67,8%	61,8%	70,8%	71,2%	66,8%	59,2%	47,2%
CAPEX / Przychody	14,5%	6,3%	7,2%	8,8%	11,2%	6,6%	7,3%	8,9%	11,8%	15,5%
CAPEX / Amortyzacja	476,6%	134,7%	166,1%	181,7%	195,0%	204,8%	298,5%	313,1%	327,8%	328,3%
Zmiana KO / Przychody	5,9%	5,7%	-0,8%	1,9%	-3,8%	-2,6%	8,1%	-0,3%	-2,3%	-5,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-23,7%	9,2%	-43,1%	-27,9%	32,7%	-5,5%	631,6%	3,8%	14,0%	23,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
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	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%
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	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%

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	0,8	1 014	1 028	1 044	1 061	1 080	1 101	1 124	1 150	1 179
	0,9	968	980	993	1 008	1 024	1 042	1 061	1 082	1 106
	1,0	926	936	948	960	974	989	1 005	1 023	1 043
	1,1	888	897	907	918	929	942	956	971	987
	1,2	853	861	869	879	889	900	911	924	938
	1,3	821	828	835	843	852	861	872	882	894
	1,4	792	798	804	811	819	827	836	845	855

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%	1 033	1 048	1 065	1 084	1 104	1 126	1 151	1 179	1 210
	5,5%	954	966	979	993	1 008	1 025	1 043	1 063	1 086
	6,5%	888	897	907	918	929	942	956	971	987
	7,5%	830	838	846	854	863	873	883	895	907
	8,5%	781	787	793	800	807	814	823	832	841
	9,5%	737	742	747	753	758	764	771	778	785
	10,5%	699	703	707	712	716	721	726	732	738

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6
Premia za ryzyko	4,5%	1 194	1 169	1 147	1 126	1 108	1 091	1 075	1 061	1 048
	5,5%	1 086	1 063	1 043	1 025	1 008	993	980	967	956
	6,5%	997	976	958	942	927	914	902	891	882
	7,5%	922	903	887	873	860	849	838	829	821
	8,5%	858	841	827	814	803	793	784	776	769
	9,5%	803	788	776	764	755	746	738	731	725
	10,5%	755	742	731	721	712	705	698	692	687

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **1 149 PLN**, natomiast do globalnych **1 496 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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 BIT STUDIOS	18,0	10,3	9,6	14,8	7,4	5,9
BIG CHEESE STUDIO	10,1	6,9	-	7,9	5,0	-
CD PROJEKT SA	30,5	46,3	53,4	20,2	28,1	24,1
CI GAMES	6,0	21,8	-	2,8	7,8	-
PCF GROUP	26,0	13,8	-	19,2	7,3	-
PLAYWAY	16,2	15,5	11,2	11,1	10,5	7,5
Mediana	17,1	14,6	11,2	13,0	7,6	7,5
Creepy Jar	19,0	6,8	6,6	16,7	5,0	4,8
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	11,1%	-53,2%	-40,5%	28,4%	-33,7%	-36,2%
Wycena wg wskaźnika *	746,1	1772,2	1393,1	652,0	1149,9	1179,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 304			994	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		1 149				

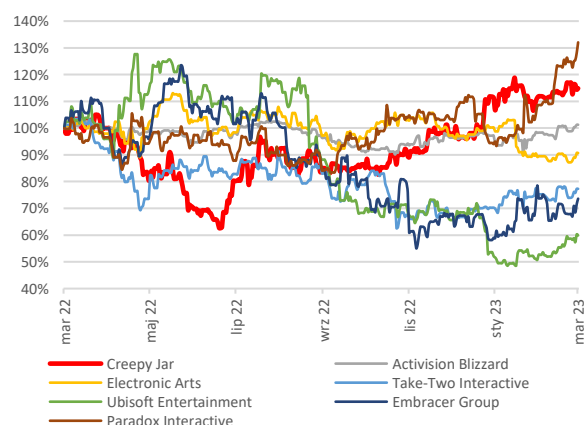
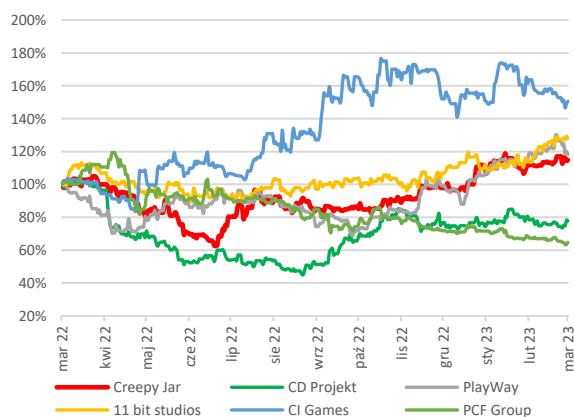
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *- oczyszczone o PM

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
ACTIVISION BLIZZARD INC	20,3	18,7	17,0	16,1	14,0	11,8
ELECTRONIC ARTS INC	18,6	17,3	15,6	12,9	12,1	10,4
FRONTIER DEVELOPMENTS PLC	40,2	31,1	19,7	5,1	5,0	4,3
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	34,1	21,9	15,1	22,1	16,4	10,3
UBISOFT ENTERTAINMENT	-8,1	14,5	11,5	4,5	3,7	2,9
EMBRACER GROUP AB	7,3	8,5	7,2	9,5	6,1	4,9
CAPCOM CO LTD	33,6	30,4	27,4	20,5	17,9	15,8
PARADOX INTERACTIVE AB	32,9	30,4	27,6	15,7	14,1	12,3
NETEASE INC	18,7	16,7	15,0	13,8	11,4	10,5
SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	16,7	16,1	16,6	10,0	6,9	6,3
Mediana	19,5	18,0	16,1	13,4	11,7	10,4
Creepy Jar	19,0	6,8	6,6	16,7	5,0	4,8
Premia/dyskonto dla Creepy Jar	-2,6%	-61,9%	-58,7%	24,7%	-57,1%	-53,8%
Wycena wg wskaźnika *	851,2	2176,9	2009,2	668,2	1701,3	1571,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 679			1 314	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]		1 496				

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

Zachowanie kursów od marca 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

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

2. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

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

3. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

4. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

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

5. Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki

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

6. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty

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

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

Ze względu na fakt, iż spółka ponosi koszty wytworzenia w PLN, natomiast zdecydowana większość przychodów realizowana jest w walutach obcych, czynnikiem ryzyka, z jakim ma do czynienia, jest ryzyko wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walutowych. Ryzyko to dotyczy szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

8. Ryzyko płynności

Ryzyko związane z płynnością spółki jest ograniczone z związku z generowanymi przez Creepy Jar i zakumulowanymi znaczącymi stanami środków pieniężnych. Na koniec lat obrotowych wynosiły one 6,2 mln PLN na 31.12.2019, 28,0 mln PLN na 31.12.2020 oraz 59,7 mln PLN na 31.12.2021.

9. Ryzyko związane z obrotem wtórnym gramami spółki

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

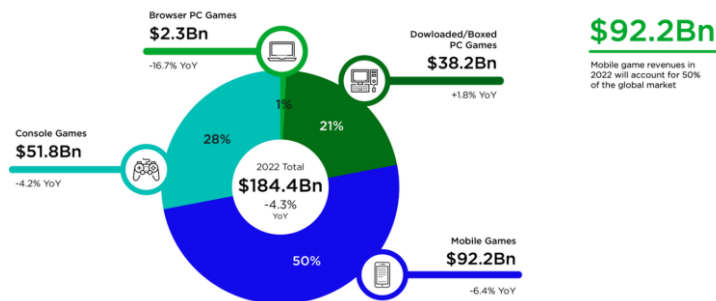
OTOCZENIE RYNKOWE

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

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

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

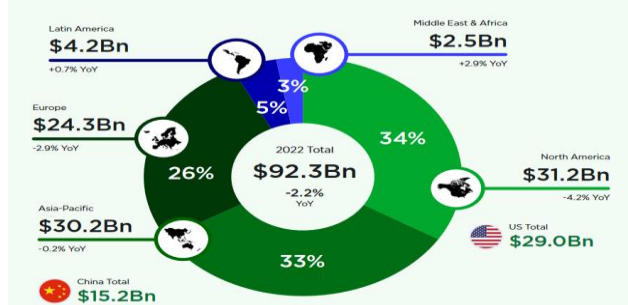
Podział rynku gamingowego w 2022 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



Źródło: Newzoo

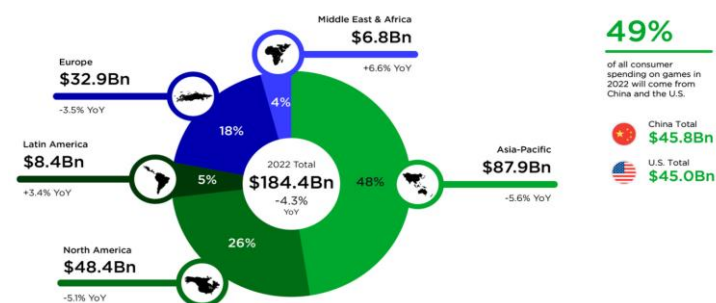
Gry komputerowe i konsolowe są zwykle bardziej popularne na rynkach rozwiniętych, takich jak Europa, Ameryka Północna, Japonia, Korea Południowa i Chiny. Rynki wschodzące, takie jak Bliski Wschód i Afryka oraz Ameryka Łacińska zdominowane są przez gry mobilne, chociaż w tym roku zanotowano niewielki wzrost w grach komputerowych i konsolowych. Wzrost w branży gier wynika z dostępu do sprzętu, lokalnych metod płatności, wzrostu populacji online i większej liczby graczy klasy średniej. Ciągły wzrost, który jest obserwowany na rynkach wschodzących, wynika z faktu, że coraz więcej osób może grać w gry komputerowe i konsolowe, a niekoniecznie od premier nowych tytułów.

Podział rynku PC i konsol w 2022 r. pod kątem wydatków w poszczególnych regionach świata



Źródło: Newzoo

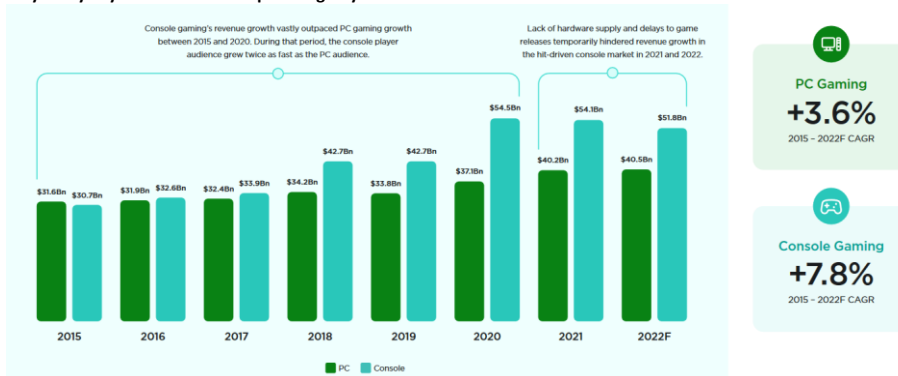
Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



Źródło: Newzoo

Rynek gier na PC i konsole rósł średnio o +5,8% (CAGR) między 2015 a 2022 rokiem. Miniony rok był okresem korekty na rynku gier po intensywnym wzroście tego sektora w czasie globalnej pandemii.

Przychody z rynku PC i konsol w poszczególnych latach



Źródło: Newzoo

Według Newzoo więcej wydawców gier AAA i AA zmieni swoje główne marki na modele oparte na usługach. Gry typu GAAS dominują na rynku gier. Oceniając tytuły według średniej liczby aktywnych użytkowników miesięcznie w 2022 roku, aż 8 z 10 najpopularniejszych gier zostało wydanych przed 2022 rokiem, w tym Fortnite, Minecraft i ROBLOX. Wymagania co do jakości, głębi rozgrywki i dostępnej zawartości podniosły poprzeczkę dla gier jednoosobowych z fabułą, a model GAAS pozwala deweloperom na udoskonalanie gier po premierze, jednak niesie ze sobą oczekiwanie ciągłego wsparcia i dodawania nowych treści.

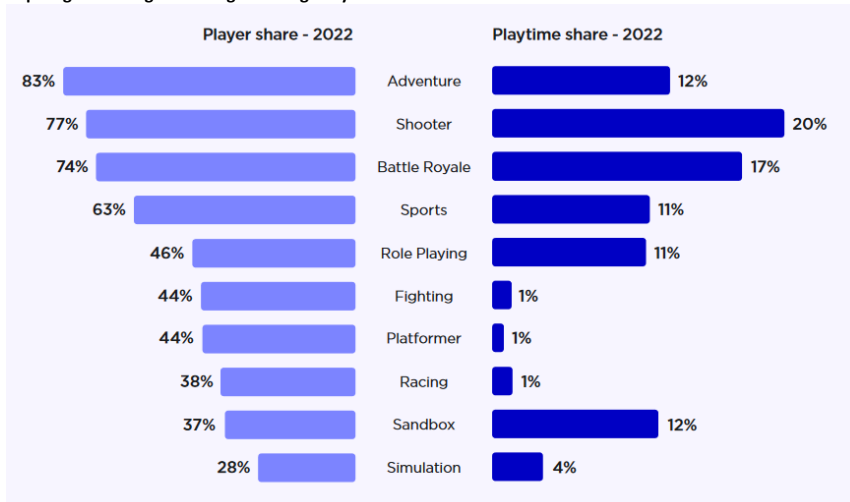
10 najlepszych gier według średniej liczby MAU w 2022 r. w podziale na platformę

PC	Xbox	PlayStation	Nintendo Switch
1 ROBLOX	1 Fortnite	1 Fortnite	1 Pokémon Scarlet/Violet
2 Call of Duty Modern Warfare II/ Warzone 2.0	2 Call of Duty Modern Warfare II/ Warzone 2.0	2 Call of Duty Modern Warfare II/ Warzone 2.0	2 Fortnite
3 Fortnite	3 Grand Theft Auto V	3 Grand Theft Auto V	3 Fall Guys
4 Minecraft	4 Minecraft	4 Call of Duty Modern Warfare/Warzone	4 Mario Kart 8
5 Apex Legends	5 Call of Duty Modern Warfare/Warzone	5 Apex Legends	5 Minecraft
6 Call of Duty Modern Warfare/Warzone	6 High on Life	6 NBA 2K23	6 Pokémon Legends: Arceus
7 The Sims 4	7 ROBLOX	7 NBA 2K22	7 Rocket League
8 Overwatch 1 & 2	8 Apex Legends	8 God of War: Ragnarok	8 Animal Crossing: New Horizons
9 Valorant	9 Fall Guys	9 Minecraft	9 Nintendo Switch Sports
10 Counter-Strike: Global Offensive	10 NBA 2K22	10 Call of Duty: Black Ops Cold War	10 Splatoon 3

Źródło: Newzoo

W zeszłym roku najpopularniejszymi gatunkami gier pod względem udziału graczy były: strzelanki, gry przygodowe i gry typu battle royale.

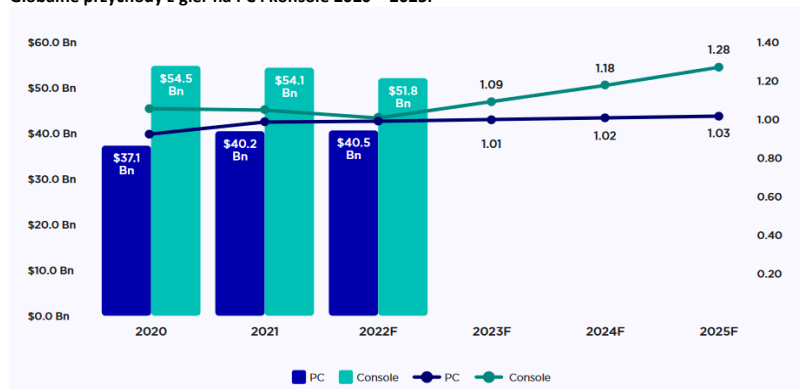
Top 10 gatunków gier według udziału graczy



Źródło: Newzoo

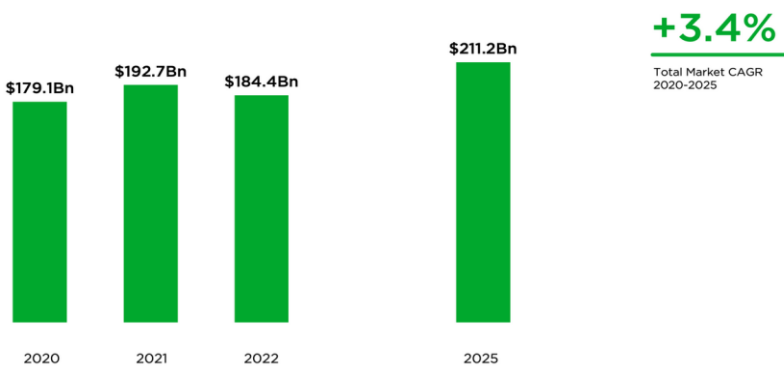
Według analitycznej firmy Newzoo rok 2023 będzie okresem silnego wzrostu na rynku PC i konsol. W tym roku powinno pojawić się wielu nowych właścicieli konsol nowej generacji (PlayStation i Xbox), a nadchodzące premiery gier dadzą im wiele okazji do wydania pieniędzy na gry. Rosnąca baza i dodatkowe treści pomogą również we wzroście przychodów z konsol w ciągu najbliższych trzech lat. Przychody z PC również będą rosły w tym okresie, choć w wolniejszym tempie.

Globalne przychody z gier na PC i konsole 2020 – 2025P



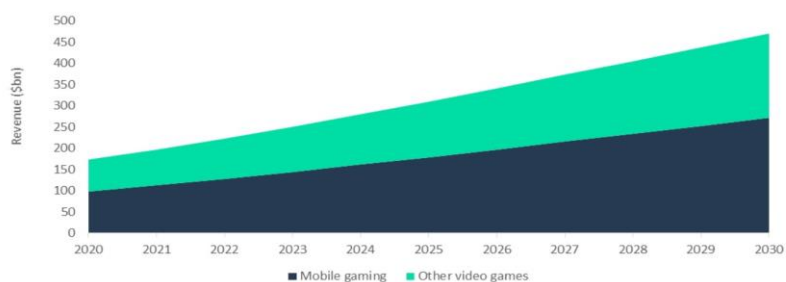
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2020-2025



Źródło: Newzoo

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



Źródło: GlobalData Thematic Research

W marcu '23 platforma Steam pobiła kolejny rekord wszechczasów. Jak pokazano na stronie SteamDB, platforma od Valve osiągnęła kolejny szczyt liczby graczy na poziomie z 33,3 mln.

Liczba aktywnych użytkowników platformy Steam [mln]



Źródło: steamdb.com

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'22 ORAZ PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ

Finalne wyniki za 3Q'22

	3Q'21	3Q'22	zmiana r/r	3Q'22P BDM	odchyl.
Przychody	14,1	15,0	6,4%	13,5	10,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	9,9	10,1	1,8%	8,7	16,8%
EBITDA	10,1	10,4	3,2%	8,9	16,7%
EBITDA adj.	11,6	12,5	8,0%	10,4	20,1%
EBIT	9,9	10,1	1,7%	8,7	16,7%
EBIT adj.	11,4	12,2	6,7%	10,2	20,2%
Zysk brutto	10,4	11,6	11,0%	8,7	32,3%
Zysk (strata) netto	9,1	10,8	18,5%	8,0	34,4%
Zysk (strata) netto adj.	10,6	12,9	21,6%	9,5	35,3%
Marża brutto na sprzedaży	70,6%	67,6%		64,1%	
Marża EBITDA	71,8%	69,7%		66,1%	
Marża EBITDA adj.	82,5%	83,7%		77,2%	
Marża EBIT	70,6%	67,5%		64,1%	
Marża EBIT adj.	81,3%	81,5%		75,2%	
Marża zysku netto	64,6%	71,9%		59,3%	
Marża zysku netto adj.	75,2%	86,0%		70,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Dzięki licznym akcjom wspierającym sprzedaż flagowej produkcji CRJ oraz jej VRowej wersji, spółka na przestrzeni 3Q'22 poprawiła swoje wyniki r/r. W omawianym okresie przychody wzrosły r/r o 6,4% do poziomu 15,0 mln PLN i okazały się wyższe od naszych oczekiwań. Na przestrzeni tego kwartału łączna sprzedaż „GH” na PC i konsole kształtowała się na poziomie 319 tys. egzemplarzy (250 tys. PC, 69 tys. PS, Xbox). Jak zwykle największymi pozycjami kosztowymi były te związane z tworzeniem gier. Wynagrodzenia urosły r/r o 20% do poziomu 3,0 mln PLN, w ramach których ujęto 2,1 mln PLN kosztów związanych z realizacją Programu Motywacyjnego na lata 2020-2022. Usługi obce wyniosły 1,3 mln PLN, a pozycja ta obejmowała m.in. koszty produkcji Animal Husbandry na PC oraz innych aktualizacji gry GH. Na poziomie adj. EBITDA CRJ wypracował 12,5 mln PLN (+8,0% r/r), natomiast adj. zysk netto wyniósł 12,9 mln PLN (+21,6% r/r). Poprawa rentowności netto to m.in. efekt wzrostu przychodów z działalności finansowej oraz zastosowania niższej szacowanej stopy opodatkowania r/r. Na koniec września'22 krótkoterminowe aktywa finansowe spółki o 16,8 mln PLN q/q do poziomu 78,0 mln PLN. W 1Q'23 spółka zdecyduje kiedy ruszy z kampanią marketingową gry „Chimera”.

Podsumowanie konferencji po wynikach za 3Q'22 (24.11.2022) + podsumowanie czatu inwestorskiego:

„Green Hell”:

- spółka kończy produkcję rozszerzenia „Building update”. Na początku grudnia zrobi testy tej wersji. Są duże oczekiwania społeczności graczy co do tego dodatku. CRJ będzie testowała nowy model prowadzenia testów (testy wewnętrzne ale i zewnętrzne). Z premierą tego rozszerzenia celuje na styczeń'23;

- So3 na konsole jest w trakcie ostatnich testów, na przełomie listopada/grudnia trafi do certyfikacji a w grudniu zadebiutuje na konsolach;

„Chimera”:

- prace nad „Chimerą” idą zgodnie z planem, spółka zbliża się do wersji alpha build gry, który jest planowany na grudzień;

- na początku 2023r. CRJ zastanowi się nad scopem „Chimery” do early access;

- po odsłonięciu materiałów promocyjnych chcą aby gracz, mógł więcej się dowiedzieć o grze;

- decyzyja kiedy nastąpi publikacja materiałów marketingowych zapadnie w 1Q'23;

Q&A:

- **budżet Chimery** – budżet produkcyjny tego projektu do etapu early access to nadal 10 mln PLN. Na ten moment spółka nie robiła przeszacowania tego budżetu. Mając wersję alpha, spółka będzie weryfikować swoje założenia;

- **odsłona materiałów promocyjnych „Chimery”** – spółka bierze pod uwagę odsłonę na jednym z branżowych eventów;

- **sprzedaż „GH” w 4Q'22** – spółka jest zadowolona ze sprzedaży;

- **dywidenda** – zgodnie z dobrym praktykami chciałaby kontynuować „te dobre praktyki”;

- **DLC na konsole** – nowe dodatki takie jak „Animal Husbandry” pojawią się również na konsole;

- **opóźnienie materiałów promocyjnych** – związane ze zmianą koncepcji marketingowej, spółka uważa, że gracze powinni mieć możliwość znalezienia większej ilości informacji o grze;

- **testowanie „Chimery”** – spółka nie zamierza korzystać z pomocy zewnętrznych firm przy testowaniu tej produkcji;

- **beta testy „Chimery” z udziałem graczy** – spółce jest jeszcze ciężko mówić, kiedy to może nastąpić;

- **kolejne kroki po wersji alpha „Chimery”** – sprawdzenie buildu, stworzenie planu co dokładnie wejdzie do EA, w 1Q'23 spółka ustali te kroki i przekaże jak chce sobie tą produkcję pouklądać;

- **start prac koncepcyjnych do GH2 w 2023r.** – spółka nie chce rozpraszać sił, zespołu;

- **budżetowanie 2023r.** – CRJ nie ma jeszcze ustalonego budżetu na przyszły rok, będzie to robić „na dniach”. Jednak trzeba mieć na uwadze, że „GH” cały czas bardzo dobrze się sprzedaje;

- **dodatki do „GH” w 2023r.** – spółka planuje w 2023r. podobną ilość nowego kontentu do „GH” jak w 2022r. Na początku 2023r. pokaże roadmapę.

Podsumowanie czatu inwestorskiego:

- CRJ zdecydował się na wydanie „Chimery” w pierwszej kolejności w wersji na PC;

- spółka nie planuje skupu akcji własnych;

- CRJ obserwuje sytuację na poszczególnych platformach i możliwe, że na wybranych pojawią się większe przeceny na „GH”;

- Obecnie CRJ nie ma otwartych transakcji walutowych;

- Spółka planuje kolejny program motywacyjny, natomiast jest jeszcze za wcześnie na szczegółowe założenia;

- Zwiększone koszty PM - wzrost wynikał z aktualizacji listy uczestników programu motywacyjnego. CRJ zakłada, że w Q4'22 poziom kosztów powinien być zbliżony do Q2.

OMÓWIENIE SZACUNKOWYCH WYNIKÓW ZA 4Q'22

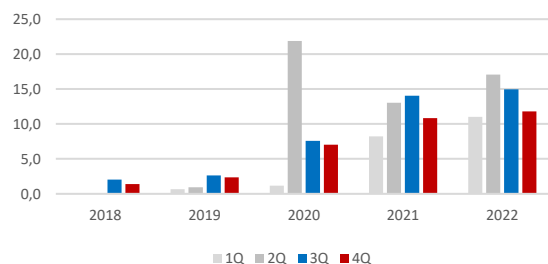
Szacunkowe wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22S	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	4Q'22P kons.	odchyl.	2021	2022S	zmiana r/r
Przychody	10,8	11,8	9,0%	11,6	2,0%	12,5	-5,6%	46,1	54,9	19,0%
EBIT	6,9	6,9	-0,4%	6,7	3,5%	7,6	-9,2%	30,2	36,1	19,6%
Zysk (strata) netto	8,0	7,2	-9,6%	7,0	2,8%	8,3	-13,3%	29,1	36,5	25,4%
Marża EBIT	64,0%	58,5%		57,6%		60,4%		65,5%	65,8%	
Marża zysku netto	73,6%	61,0%		60,5%		64,9%		63,1%	66,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

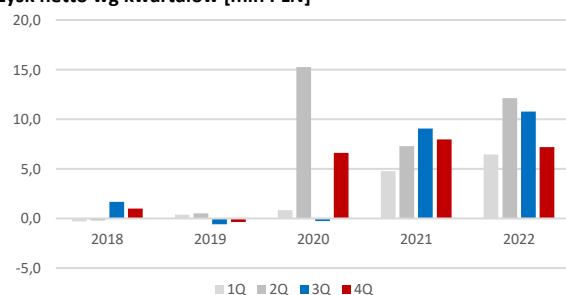
Wstępne dane za 4Q'22 okazały się być zgodne z naszymi oczekiwaniami, jednak były poniżej konsensusu. Na przestrzeni omawianego okresu spółka wypracowała 11,8 mln PLN przychodów (+9,0% r/r). W analizowanym kwartale CRJ sprzedał 312 tys. kopii gry „GH”, z czego 68 tys. na konsolach vs nasze założenia na poziomie 290,5 tys. (222 tys. PC/ 68,5 tys. konsole). EBIT dewelopera gier wyniósł 6,9 mln PLN (-0,4% r/r), a na przestrzeni całego 2022 r. urosł o 19,6% do poziomu 36,1 mln PLN. Na poziomie zysku netto spółka wypracowała 7,2 mln PLN (-9,6% r/r), natomiast w całym zeszłym roku 36,5 mln PLN (+25,4% r/r). Wygenerowane w 2022 r. wyniki są efektem wysokiej sprzedaży gry „Green Hell” na wszystkich kluczowych platformach, w szczególności wzrostu przychodów z PC/Steam. Dodatkowo na osiągnięte rezultaty pozytywnie wpłynęła premiera „Green Hell” w wersjach na platformy VR, za których wydanie odpowiada Incuvo. 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 1,28 mln kopii, z czego 327 tys. kopii na konsolach PlayStation i Xbox. Krótkoterminowe aktywa finansowe CRJ na koniec grudnia'22 wyniosły 86,0 mln PLN wobec 78,0 mln PLN na koniec września'22, co stanowi wzrost q/q o 8,0 mln PLN. Ponadto pozytywnie odebraliśmy utrzymującą się dobrą sprzedaż GH w 1Q'23, która aktualnie kształtuje się na poziomie 203 tys. kopii (152 tys. PC, 51 tys. konsole) vs 305 tys. w 1Q'22 (203 tys. PC, 102 tys. konsole). Dodatkowo zarząd CRJ zamierza rekomendować walnemu zgromadzeniu podjęcie uchwały o przeznaczeniu na wypłatę dywidendy co najmniej 50% zysku netto spółki za rok 2022, czyli 18,3 mln PLN, co daje DPS na poziomie 26,9 PLN. Ostateczne wyniki finansowe Creepy Jar za 2022 r. zostaną przekazane w raporcie okresowym, który zostanie opublikowany 19 kwietnia 2023 r.

Przychody wg kwartałów [mln PLN]



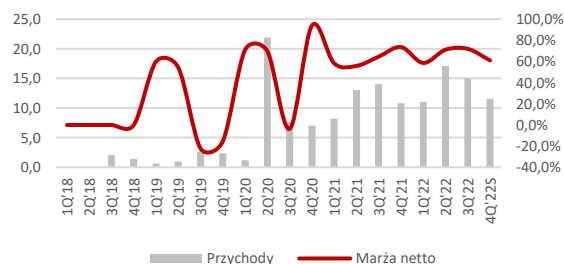
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zysk netto wg kwartałów [mln PLN]



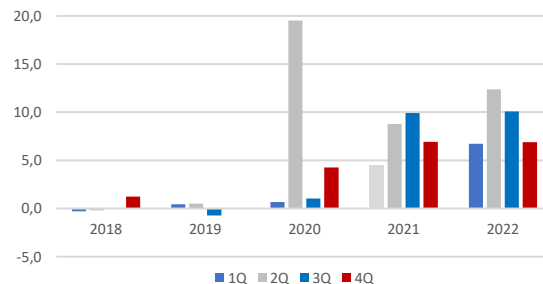
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Marża netto [%]



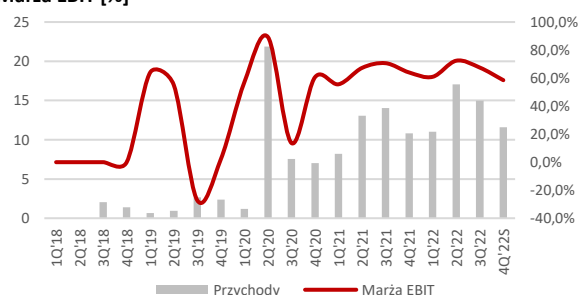
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

EBIT wg kwartałów [mln PLN]



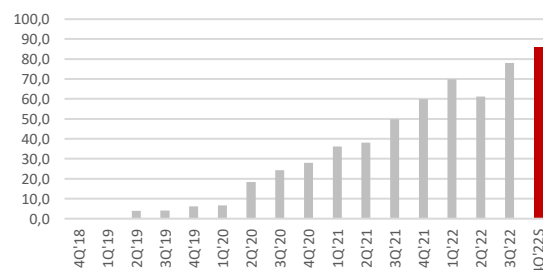
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22S	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	8,2	13,0	14,1	10,8	11,0	17,1	15,0	11,8	11,3	11,2	10,7	10,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	4,6	8,8	9,9	6,9	6,8	12,4	10,1	6,9	7,7	7,6	7,0	6,6
EBITDA	5,4	9,2	10,1	7,1	6,9	12,6	10,4	7,2	8,1	7,9	7,4	7,0
EBITDA adj.	6,9	10,9	11,6	8,6	8,5	14,1	12,5	8,7	8,1	7,9	7,4	7,0
EBIT	4,6	8,8	9,9	6,9	6,7	12,4	10,1	6,9	7,7	7,6	7,0	6,6
EBIT adj.	6,1	10,5	11,4	8,4	8,3	10,8	12,2	8,4	7,7	7,6	7,0	6,6
Zysk brutto	5,2	8,5	10,4	7,3	7,2	13,0	11,6	7,9	9,1	9,0	8,4	8,0
Zysk netto	4,8	7,3	9,1	8,0	6,5	12,1	10,8	7,2	8,3	8,1	7,6	7,3
Zysk netto adj.	6,3	9,0	10,6	9,5	8,1	10,5	12,9	8,7	8,3	8,1	7,6	7,3
Marża brutto	55,6%	67,3%	70,6%	64,1%	62,1%	72,6%	67,6%	58,3%	68,3%	67,5%	65,5%	61,9%
Marża EBITDA	65,5%	70,7%	71,8%	65,6%	63,0%	73,6%	69,7%	61,2%	71,2%	70,5%	68,6%	65,2%
Marża EBITDA adj.	83,8%	83,7%	82,5%	79,4%	77,5%	82,3%	83,7%	73,9%	71,2%	70,5%	68,6%	65,2%
Marża EBIT	55,6%	67,3%	70,6%	64,0%	60,9%	72,4%	67,5%	58,3%	68,3%	67,5%	65,5%	61,9%
Marża EBIT adj.	73,9%	80,3%	81,3%	77,9%	75,4%	63,0%	81,5%	71,0%	68,3%	67,5%	65,5%	61,9%
Marża zysku netto	58,3%	55,8%	64,6%	73,6%	58,6%	71,1%	71,9%	60,8%	73,1%	72,5%	71,1%	68,0%
Marża zysku netto adj.	76,5%	68,9%	75,2%	87,5%	73,1%	61,7%	86,0%	73,4%	73,1%	72,5%	71,1%	68,0%

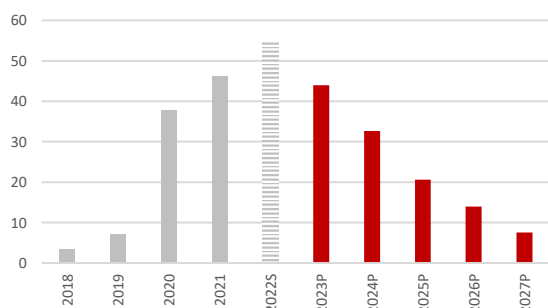
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

„Green Hell” – pomimo upływu ok. 5 lat od premiery „Green Hell’a” w formule EA, patrzymy z optymizmem na dalszą monetyzację flagowego IP spółki. Liczymy, że dzięki dalszym działaniom wspierającym produkt, CRJ będzie w stanie dobrze i długo go monetyzować. Pragniemy zauważyć, że w ostatnim czasie spółka dokonała rewizji w górę cennika gry „GH” na platformie Steam w wybranych walutach (np. w EUR z 20,99 EUR do 24,5 EUR), co również powinno wspierać przychody generowane z tego tytułu w kolejnych miesiącach.

Dodatkowo, w związku z obserwowanymi przez nas statystykami (m.in. pozycjonowanie się gry w rankingu „top sellers”), uważamy, że ryzyko związane z debiutem konkurencyjnej gry „Sons Of The Forest” i jej potencjalnie negatywnym efektem na sprzedaż „GH” się zdematerializowało. W dłuższym terminie natomiast może ona zadziałać korzystnie i przełożyć się na większe zainteresowanie produktami od CRJ.

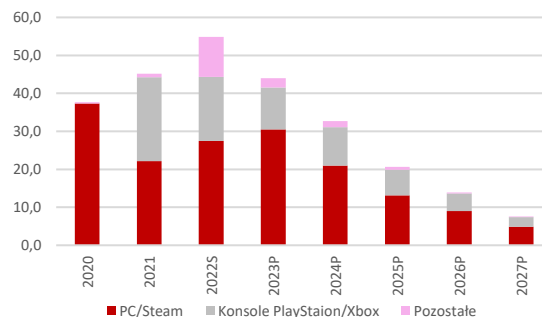
Pomimo iż spółka regularnie przebija nasze oczekiwania wynikowe pozostajemy konserwatywni w naszych założeniach na 2023 rok. W omawianym okresie zakładamy sprzedaż „Green Hell’a” na poziomie ok. 1,2 mln sztuk na PC/konsole oraz 120 tys. na platformy VR (vs 208,5 tys. w 2022 r.), co przełoży się na 44,0 mln PLN przychodów. Pragniemy zwrócić uwagę, że ewentualna implikacja trybu co-op do wersji VR może okazać się obszarem, w którym spółka przebieje nasze prognozy dotyczące monetyzacji IP „GH” w kolejnych kwartałach. Jednocześnie w związku z licznymi pozytywnymi zaskoczeniami, podnosimy nasze założenia co do dalszej sprzedaży flagowego produktu CRJ na kolejne lata.

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.

„Chimera” – zakładamy premierę tego projektu w formule wczesnego dostępu w okolicach 2Q'24 (najpierw na PC) przy cenie na poziomie 29,99 USD i wykorzystaniu własnego pionu wydawniczego. Pomimo iż gra tworzona jest na silniku UE 5, który znacząco ułatwia jednoczesną produkcję na PC jak i konsole, spodziewamy się, że „Chimera” zadebiutuje na platformach nowej generacji dopiero w momencie pełnoprawnej premiery (2Q'25). Szacujemy, że w momencie debiutu w EA koszt tej produkcji wyniesie ok. 14 mln PLN. W roku premiery (EA) zakładamy sprzedaż na poziomie ok. 1,3 mln sztuk, co powinno przełożyć się na 83,0 mln PLN przychodów.

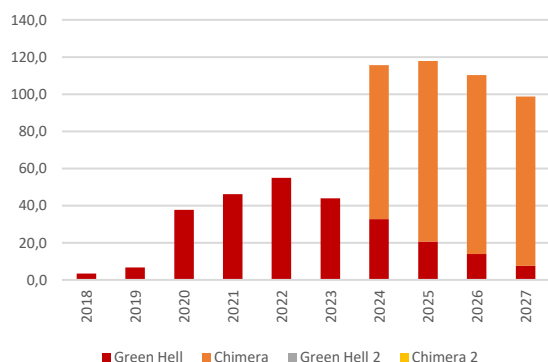
„Green Hell 2” - realne prace produkcyjne nad sequelem „Green Hell’a” zaczną się nie wcześniej niż po wydaniu „Chimery”. W związku ze stworzonymi fundamentami tego IP przy odślonie pierwszej części, prace nad wieloma elementami nowej produkcji mogą potrwać krócej. Zakładamy jednak, że w nowej odsłonie znacząco zostanie rozszerzony świat, fabuła jak i dodane nowe mechaniki, które przyciągną uwagę szerszej grupy graczy. Tym samym spodziewamy się, że prace nad drugą częścią „Green Hell’a” potrwać ok. 4 lat, a jej premiera (EA) będzie miała miejsce w 2028 r. W naszych prognozach uwzględniamy wyższą ceną jednostkową vs „GH1” na poziomie 34,99 mln USD. W modelu zakładamy ok. 30% lepszą sprzedaż vs „jedynka”. Jednocześnie pragniemy zwrócić uwagę, na ostatnią premierę „Sons Of The Forest” (sequel konkurencyjnej gry „The Forest”), która kilkakrotnie przebiła sukces pierwszej odsłony.

Dane dotyczące poszczególnych tytułów

	Cena EA (USD)	Cena premiera (USD)	Data EA	Data premiery	sprzedaż od pojawienia się na rynku (mln sztuk)		
					1 rok	2 lata	3 lata
"Green Hell"	19,99	24,99	3Q'18	3Q'19	0,2	1,0	2,1
"Green Hell" od momentu dodania trybu co-op	-	24,99	-	2Q'20	1,4	2,7	4,0
"Chimera"	29,99	34,99	2Q'24	2Q'25	1,6	3,1	4,6
"Green Hell 2"	34,99	39,99	2Q'28	2Q'29	1,8	3,5	5,1

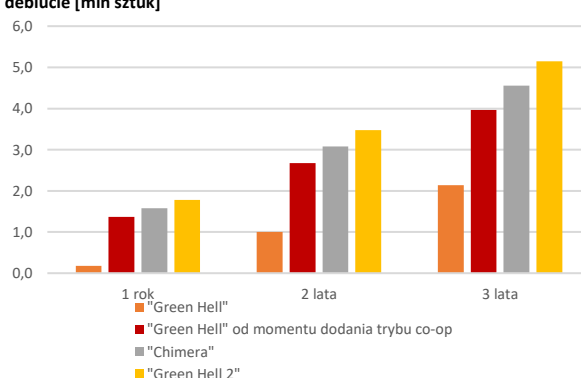
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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]



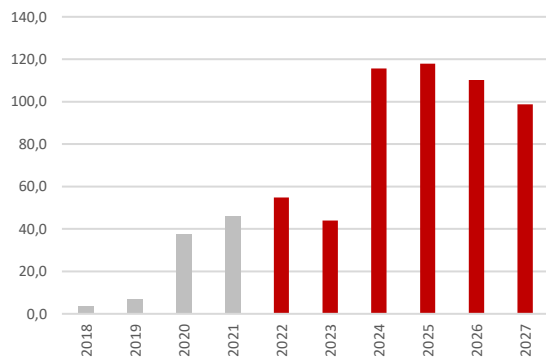
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

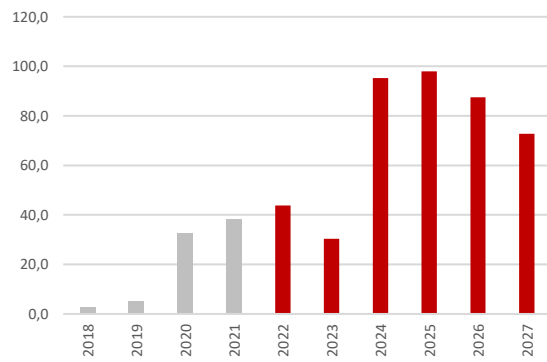
	2018	2019	2020	2021	2022S	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	3,5	7,0	37,7	46,1	54,9	44,0	115,7	117,9	110,3	98,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	2,6	0,5	25,5	30,2	36,2	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
EBITDA	2,6	5,1	26,7	31,8	37,2	30,3	95,3	97,9	87,4	72,7
EBITDA adj.	2,6	5,1	32,7	38,0	43,9	30,3	95,3	97,9	87,4	72,7
EBIT	2,4	0,5	25,5	30,2	36,1	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
EBIT adj.	2,4	0,5	31,5	36,4	39,7	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
Zysk brutto	2,5	0,3	24,5	31,4	39,7	34,4	95,3	98,3	87,6	72,5
Zysk netto	2,2	0,1	22,4	29,1	36,5	31,3	86,7	89,4	79,7	66,0
Zysk netto adj.	2,2	0,1	28,4	35,3	40,1	31,3	86,7	89,4	79,7	66,0
Marża brutto	73,9%	6,6%	67,7%	65,5%	66,0%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża EBITDA	75,7%	72,5%	70,7%	68,9%	67,7%	68,9%	82,4%	83,0%	79,3%	73,7%
Marża EBITDA adj.	75,7%	72,5%	86,7%	82,4%	79,9%	68,9%	82,4%	83,0%	79,3%	73,7%
Marża EBIT	70,5%	6,6%	67,7%	65,5%	65,7%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża EBIT adj.	70,5%	6,6%	83,6%	78,9%	72,3%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża zysku netto	63,6%	2,0%	59,5%	63,1%	66,6%	71,2%	75,0%	75,8%	72,3%	66,8%
Marża zysku netto adj.	63,6%	2,0%	75,4%	76,5%	73,1%	71,2%	75,0%	75,8%	72,3%	66,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

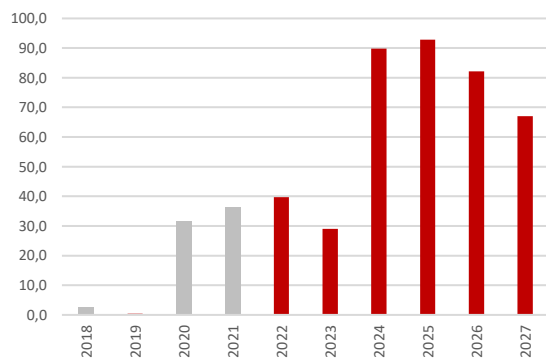
Przychody [mln PLN]



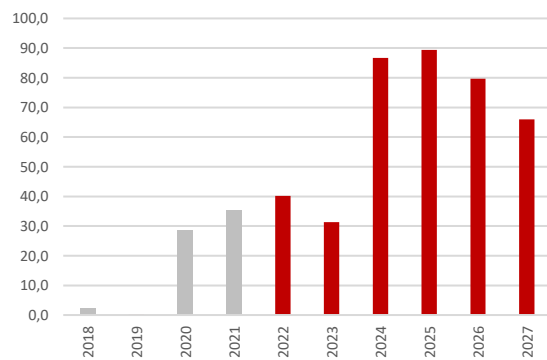
EBITDA adj. [mln PLN]



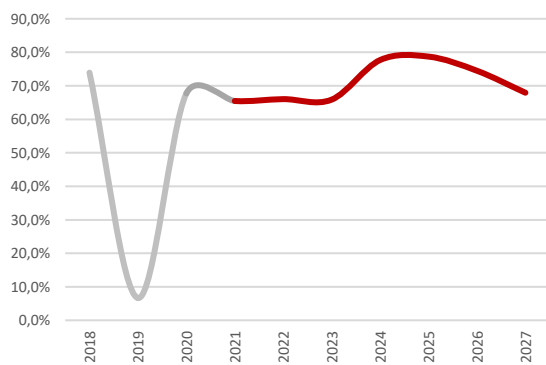
EBIT adj. [mln PLN]



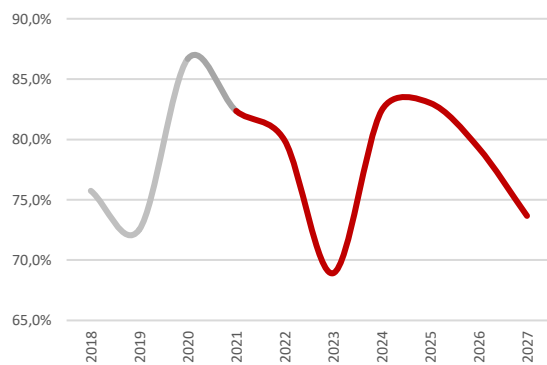
Zysk netto adj. [mln PLN]



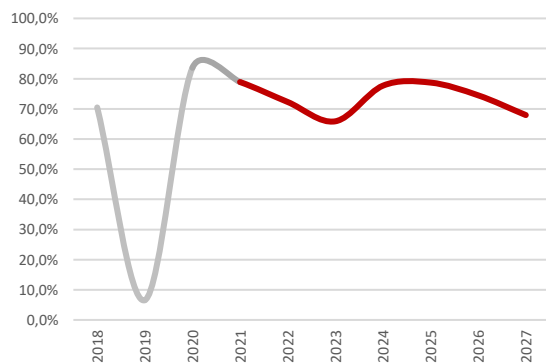
Rentowność brutto ze sprzedaży [%]



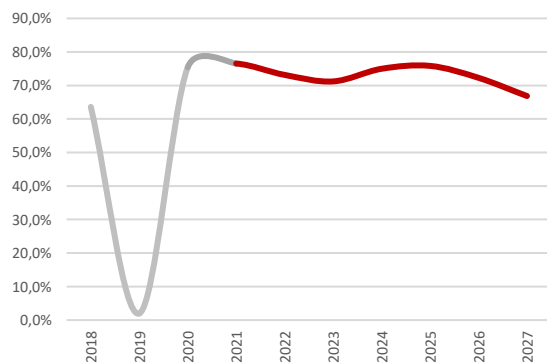
Rentowność EBITDA adj. [%]



Rentowność EBIT adj. [%]



Rentowność netto adj. [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W związku z lepszą od naszych oczekiwań sprzedażą gry „Green Hell” w ostatnich okresach, podwyższamy w naszym modelu przychody z tego tytułu zarówno na PC, konsolach jak i platformach VR. Zmiany te przekładają się również, na poprawę ogona sprzedażowego kolejnych prognozowanych przez nas produkcji spółki. Estymujemy sprzedaż „Chimery” na podstawie gry „Green Hell’a” od momentu wydania trybu co-op vs od jej premiery w EA. Ponadto przesuwamy w naszym modelu premierę (EA) projektu „Chimera” na 2Q’24 r., zakładając jej debiut w tym okresie jedynie na PC (vs PC + konsole w poprzedniej rekomendacji). Jednocześnie oczekujemy dostępności tej gry na konsolach w momencie pełnoprawnej premiery (2Q’25). W związku z przesunięciem „Chimery” spodziewamy się rozpoczęcia prac nad „Green Hell 2” w 2024 r., jak i debiutu tego sequela dopiero w 2028 r. Ponadto w naszych aktualnych prognozach nie uwzględniamy „Chimery 2”.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 16.02.2022 [mln PLN]

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
POPRZEDNIA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	46,2	43,7	72,5	71,4	55,1
„Green Hell”	46,2	41,4	29,3	21,2	15,0
„Chimera”	0,0	0,0	55,3	46,1	37,9
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AKTUALNA REKOMENDACJA					
Przychody [mln PLN]	46,1	54,9	44,0	115,7	117,9
„Green Hell”	46,1	54,9	44,0	32,7	20,6
„Chimera”	0,0	0,0	0,0	83,0	97,3
„Green Hell 2”	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ZMIANA %					
Przychody [mln PLN]	-0,2%	25,6%	-39,3%	62,0%	114,0%
„Green Hell”	-0,2%	32,6%	50,1%	54,1%	37,6%
„Chimera”	-	-	-100,0%	80,1%	156,7%
„Green Hell 2”	-	-	-	-	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 16.02.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	43,7	54,9	25,6%	72,5	44,0	-39,3%	71,4	115,7	62,0%
Wynik brutto ze sprzedaży	27,3	36,2	32,7%	49,5	29,0	-41,5%	49,2	89,9	82,6%
EBITDA	28,7	37,2	29,5%	59,5	30,3	-49,1%	56,4	95,3	69,0%
EBITDA adj.	34,7	43,9	26,4%	59,5	30,3	-49,1%	56,4	95,3	69,0%
EBIT	27,3	36,1	32,1%	49,5	29,0	-41,5%	49,2	89,9	82,6%
EBIT adj.	33,3	39,7	19,1%	49,5	29,0	-41,5%	49,2	89,9	82,6%
Wynik brutto	27,3	39,7	45,4%	49,5	34,4	-30,5%	49,2	95,3	93,7%
Wynik netto	25,0	36,5	46,2%	45,3	31,3	-30,9%	45,0	86,7	92,7%
Wynik netto adj.	31,0	40,1	29,5%	45,3	31,3	-30,9%	45,0	86,7	92,7%
marża brutto	62,3%	66,0%		68,3%	65,9%		68,9%	77,7%	
marża EBITDA	65,5%	67,7%		82,0%	68,9%		79,0%	82,4%	
marża EBITDA adj.	79,3%	79,9%		82,0%	68,9%		79,0%	82,4%	
marża EBIT	62,3%	65,7%		68,3%	65,9%		68,9%	77,7%	
marża EBIT adj.	76,0%	72,3%		68,3%	65,9%		68,9%	77,7%	
marża netto	57,1%	66,6%		62,5%	71,2%		63,1%	75,0%	
marża netto adj.	70,8%	73,1%		62,5%	71,2%		63,1%	75,0%	
USD/ PLN	4,034	4,395	9,0%	4,227	4,505	6,6%	4,164	4,667	12,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Aktywa trwałe	0,2	3,2	5,4	14,8	19,9	58,6	94,0	110,6	116,0
WNIp	0,0	0,0	0,9	2,5	2,5	39,4	71,4	83,7	83,7
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3	1,5	1,8
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,2	2,4	3,8	11,6	16,4	18,1	21,3	25,4	30,6
Aktywa obrotowe	7,4	34,7	69,0	91,2	96,0	132,9	143,0	158,7	181,1
Należności krótkoterminowe	1,2	6,6	8,8	6,7	6,0	17,3	15,7	15,2	13,1
Inwestycje krótkoterminowe	6,2	28,0	59,9	84,3	89,8	115,5	127,2	143,4	167,9
<i>Środki pieniężne i inne aktywa pieniężne</i>	<i>6,2</i>	<i>28,0</i>	<i>59,7</i>	<i>68,5</i>	<i>73,9</i>	<i>99,6</i>	<i>111,3</i>	<i>127,5</i>	<i>152,0</i>
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Aktywa razem	7,6	37,9	74,4	106,0	115,8	191,5	237,0	269,4	297,1
Kapitał własny	7,0	35,5	71,0	98,3	111,4	182,5	228,5	263,5	289,7
Rezerwy na zobowiązania	0,0	0,1	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zobowiązania krótkoterminowe	0,5	1,8	2,5	5,6	2,4	7,0	6,4	3,8	5,4
Rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasywa razem	7,6	37,9	74,4	106,0	115,8	191,5	237,0	269,4	297,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021	2022S	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	7,0	37,7	46,1	54,9	44,0	115,7	117,9	110,3	98,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,5	25,5	30,2	36,2	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
EBITDA	5,1	26,7	31,8	37,2	30,3	95,3	97,9	87,4	72,7
EBITDA adj.	5,1	32,7	38,0	43,9	30,3	95,3	97,9	87,4	72,7
Amortyzacja	4,6	1,1	1,6	1,1	1,3	5,4	5,1	5,3	5,7
EBIT	0,5	25,5	30,2	36,1	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
EBIT adj.	0,5	31,5	36,4	39,7	29,0	89,9	92,8	82,1	67,1
Saldo działalności finansowej	-0,1	-1,0	1,2	3,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4
Zysk (strata) brutto	0,3	24,5	31,4	39,7	34,4	95,3	98,3	87,6	72,5
Zysk (strata) netto	0,1	22,4	29,1	36,5	31,3	86,7	89,4	79,7	66,0
Zysk (strata) netto adj.	0,1	28,4	35,3	40,1	31,3	86,7	89,4	79,7	66,0

CF [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy z działalności operacyjnej	5,5	25,1	35,5	45,1	30,1	85,5	95,5	82,9	75,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-2,3	-3,2	-3,6	-21,6	-6,4	-44,2	-40,4	-22,0	-11,0
Przepływy z działalności finansowej	3,2	21,8	31,7	8,7	5,4	25,7	11,7	16,2	24,5
Przepływy pieniężne netto	3,2	21,8	31,7	8,7	5,4	25,7	11,7	16,2	24,5
Środki pieniężne na początek okresu	3,0	6,2	28,0	59,7	68,5	73,9	99,6	111,3	127,5
Środki pieniężne na koniec okresu	6,2	28,0	59,7	68,5	73,9	99,6	111,3	127,5	152,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody zmiana r/r	101,6%	439,2%	22,5%	19,0%	-19,9%	163,0%	2,0%	-6,5%	-10,5%
EBITDA zmiana r/r	93,0%	426,0%	19,3%	16,9%	-18,4%	214,4%	2,7%	-10,7%	-16,8%
EBITDA adj. zmiana r/r	93,0%	544,5%	16,4%	15,4%	-30,9%	214,4%	2,7%	-10,7%	-16,8%
EBIT zmiana r/r	-81,3%	5471,4%	18,4%	19,5%	-19,7%	210,1%	3,3%	-11,5%	-18,3%
EBIT adj. zmiana r/r	-81,3%	6782,0%	15,5%	9,0%	-27,0%	210,1%	3,3%	-11,5%	-18,3%
Zysk netto zmiana r/r	-93,8%	16238,3%	29,9%	25,6%	-14,3%	176,9%	3,1%	-10,9%	-17,2%
Zysk netto adj. zmiana r/r	-93,8%	20612,9%	24,3%	13,7%	-22,0%	176,9%	3,1%	-10,9%	-17,2%
Marża brutto ze sprzedaży	6,6%	67,7%	65,5%	66,0%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża EBITDA	72,5%	70,7%	68,9%	67,7%	68,9%	82,4%	83,0%	79,3%	73,7%
Marża EBITDA adj.	72,5%	86,7%	82,4%	79,9%	68,9%	82,4%	83,0%	79,3%	73,7%
Marża EBIT	6,6%	67,7%	65,5%	65,7%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża EBIT adj.	6,6%	83,6%	78,9%	72,3%	65,9%	77,7%	78,7%	74,5%	67,9%
Marża netto	2,0%	59,5%	63,1%	66,6%	71,2%	75,0%	75,8%	72,3%	66,8%
Marża netto adj.	2,0%	75,4%	76,5%	73,1%	71,2%	75,0%	75,8%	72,3%	66,8%
ROE	1,9%	63,2%	41,0%	37,2%	28,1%	47,5%	39,1%	30,2%	22,8%
ROE adj.	1,9%	80,1%	49,7%	40,8%	28,1%	47,5%	39,1%	30,2%	22,8%
ROA	1,8%	59,2%	39,1%	34,5%	27,0%	45,3%	37,7%	29,6%	22,2%
ROA adj.	1,8%	75,0%	47,5%	37,9%	27,0%	45,3%	37,7%	29,6%	22,2%
Dług netto	-6,0	-27,6	-59,2	-83,7	-89,2	-113,6	-125,5	-141,8	-166,5
Dług netto / kapitał własny	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6
Dług netto / EBITDA	-1,2	-1,0	-1,9	-2,3	-2,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,3
Dług netto / EBITDA adj.	-1,2	-0,8	-1,6	-1,9	-2,9	-1,2	-1,3	-1,6	-2,3
Dług netto / EBIT	-13,0	-1,1	-2,0	-2,3	-3,1	-1,3	-1,4	-1,7	-2,5
Dług netto / EBIT adj.	-13,0	-0,9	-1,6	-2,1	-3,1	-1,3	-1,4	-1,7	-2,5
EV	554,6	532,9	501,4	476,9	501,9	477,4	465,6	449,3	424,5
CAPEX / Przychody	25,2%	8,8%	8,0%	10,3%	14,5%	6,3%	7,2%	8,8%	11,2%
CAPEX / Amortyzacja	38,3%	287,8%	229,7%	550,4%	476,6%	134,7%	166,1%	181,7%	195,0%
Amortyzacja / Przychody	66,0%	3,0%	3,5%	1,9%	3,0%	4,7%	4,3%	4,8%	5,7%
Zmiana KO / Przychody	0,0%	-9,7%	-3,8%	9,4%	-5,9%	-5,7%	0,8%	-1,9%	3,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	0,0%	-11,9%	-20,8%	58,7%	23,7%	-9,2%	43,1%	27,9%	-32,7%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
MC/S*	80,6	15,0	12,2	10,3	13,5	5,1	5,0	5,4	6,0
P/E*	4106,7	25,1	19,4	15,4	19,0	6,8	6,6	7,5	9,0
P/E adj.*	4106,7	19,8	16,0	14,0	19,0	6,8	6,6	7,5	9,0
P/BV*	80,0	15,9	7,9	5,7	5,3	3,3	2,6	2,3	2,1
P/CE*	18,4	664,0	404,1	442,4	351,2	721,9	666,1	518,2	359,8
EV/EBITDA*	110,0	20,1	15,9	12,9	16,7	5,0	4,8	5,2	5,9
EV/EBITDA adj.*	110,0	16,4	13,3	10,9	16,7	5,0	4,8	5,2	5,9
EV/EBIT*	1217,3	21,0	16,7	13,3	17,4	5,3	5,0	5,5	6,4
EV/EBIT adj.*	1217,3	17,0	13,9	12,1	17,4	5,3	5,0	5,5	6,4
EV/S*	79,8	14,2	10,9	8,7	11,5	4,2	4,0	4,1	4,3
BVPS	10,4	52,2	104,6	144,7	155,5	254,7	319,0	367,8	404,3
EPS	0,2	33,0	42,8	53,8	43,7	121,0	124,8	111,2	92,1
EPS adj.	0,2	41,8	52,0	59,1	43,7	121,0	124,8	111,2	92,1
CEPS	45,0	1,2	2,1	1,9	2,4	1,1	1,2	1,6	2,3
CEPS adj.	45,0	1,0	1,7	1,7	2,4	1,1	1,2	1,6	2,3
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	14,6	18,3	15,7	43,4	44,7	39,8
DPS	0,0	0,0	0,0	21,5	26,9	21,9	60,5	62,4	55,6
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	2,6%	3,2%	2,6%	7,3%	7,5%	6,7%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	50,2%	49,9%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 829 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 35
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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Piotr Komorowski

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	1 056	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 (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'23*:	, 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	6	67%	0	0%
Akumuluj	2	22%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	11%	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: 2023-03-21.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-03-21 (14:15 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-03-28 (14:15 CET).

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

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

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

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona 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 portfela 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 portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane 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 zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu. Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2023-03-21:

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

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.