



Dom Maklerski BDM S.A.

CREATIVEFORGE GAMES

RAPORT ANALITYCZNY

Decyzje dotyczące gry „Stargate: Timekeepers”, które w ostatnim czasie zapadły na linii Slitherine Software (wydawca) – CFG (producent) oraz komunikacja spółki na temat trwających działań optymalizacji produkcji/ zespołów, które oprócz braku potencjalnych profitów ze sprzedaży gry implikują naszym zdaniem znaczące zmiany w funkcjonowaniu dewelopera. Mając powyższe informacje na uwadze sądzimy, że spółka zamierza odejść w swojej strategii od współpracy z wydawcami oraz ograniczyć ilość prowadzonych jednocześnie projektów. Uważamy, że CFG skupi na mniejszej ilości projektów niż dotychczas, co implikujemy w naszym modelu i co ma duży wpływ na obniżenie naszej wyceny. Ponadto jesteśmy rozczarowani premierą gry „Aircraft Carrier Survival”, która pomimo obiecującego początku (zwrot kosztów w 24h, sprzedaż 20 tys. sztuk w 72h) znacząco odbiega od naszych oczekiwań. Dodatkowo w związku ze spodziewanymi sporymi zmianami w funkcjonowaniu grupy, zakładamy, że większość produkcji uległa opóźnieniu. Mając powyższe na uwadze obniżamy nasze zalecenie z KUPUJ do TRZYMAJ ustalając cenę docelową na poziomie 9,1 PLN/ akcję czyli 0,3% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Utrata „Stargate: Timekeepers”...

Na początku września '22 CFG poinformował o planach zawiązania z Slitherine Software nowej spółki Slitherine Poland (w której obie strony będą posiadały udziały). Będzie ona odpowiedzialna za tytuły „Stargate: Timekeepers” oraz „Ancient Arenas: Chariots”, nad którymi pracował CreativeForge. Planowane działania mają być podjęte do końca 2022r. Uważamy, że oznacza to, brak bezpośrednich wpływów z zaliczek na poczet produkcji jak i sprzedaży najważniejszej gry w grupie CFG. Bezpośrednią korzyścią finansową z tego tytułu może być jedynie wypłata dywidendy przez utworzoną spółkę, bądź sprzedaż udziałów. Z drugiej strony nie spodziewamy, się zwrotu otrzymanych przez CFG zaliczek na poczet produkcji tej gry.

...i jej wpływ na model biznesowy spółki

Uważamy, że powyższe decyzje, które zapadły na linii Slitherine Software (wydawca) – CFG (producent) mogą wynikać z „niedowiezionych” oczekiwań co do jakości gry jak i optymalizacji kosztu dalszej produkcji. Ponadto w ostatnim raporcie spółka komunikowała o trwających działaniach mających zmaksymalizować wydajności zespołów produkcyjnych, zoptymalizować produkcję oraz zarządzanie zespołami. Mając powyższe informacje na uwadze sądzimy, że spółka zamierza odejść w swojej strategii od współpracy z wydawcami oraz ograniczyć ilość prowadzonych jednocześnie projektów. Uważamy, że CFG skupi na mniejszej ilości projektów niż dotychczas co implikujemy w naszym modelu i co ma duży wpływ na obniżenie naszej wyceny (szerzej opisujemy w rozdziale „zmiana założeń”).

Premiera „Aircraft Carrier Survival”, która zostawia wiele do życzenia

Gra zadebiutowała 20 kwietnia 2022r. i była to pierwsza własna premiera nowego zespołu spółki, po tym jak CFG w 2019r. przeszło gruntowną transformację. Pierwsze godziny „ACS” wyglądały obiecująco, gra osiągnęła 24h peak na poziomie 2,3 tys. osób i wspięła się na trzecie miejsce najlepiej sprzedających się gier na Steamie (przy ocenach na poziomie 77% pozytywnych). Kilka dni później spółka poinformowała o zwrocie kosztów wytworzenia, testów, lokalizacji i marketingu w 24h od debiutu (nie przekroczyły 0,4 mln PLN) oraz sprzedaży 20 tys. kopii w 72h. Niestety spadek ocen i mieszane opinie graczy (aktualnie zaledwie 62% pozytywnych, [link](#)) przełożyły się na załamanie sprzedaży „ACS”. Szacujemy, że do końca 3Q'22 sprzedało się ok. 40 tys. kopii, a w rok od premiery prognozujemy 48 tys. sztuk, co jest dalekie od naszych wcześniejszych oczekiwań (99 tys.). Ponadto gra po ok. 6 miesiącach od premiery sprzedawana jest ze zniżką na poziomie 55%.

Dalsza perspektywa tego roku

W związku ze spodziewanymi sporymi zmianami w funkcjonowaniu grupy, zakładamy, że znaczna część produkcji uległa opóźnieniu, tym samym przekładamy większość prognozowanych gier na ten rok na 2023r. Ponadto mając na uwadze redukcję zatrudnienia zakładamy, że część z prowadzonych projektów zostanie wstrzymana. Z drugiej strony liczymy na duże oszczędności związane z prowadzeniem tych projektów. W całym 2022 r. prognozujemy 4,4 mln PLN przychodów, 0,5 mln PLN EBIT oraz 0,4 mln PLN zysku netto.

Perspektywa 2023r.

Spodziewamy się, że na początku 2023r. ukażą się takie gry jak „Handyman Corporation”, „Colonize”, „My Hotel”, a w dalszej części przyszłego roku liczymy na takie tytuły jak: „Builders of Greece”, „House Flipper City”, „Black Gold” czy „Monsters Domain”.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1,6	2,8	5,3	4,4	8,8	12,7
EBITDA [mln PLN]	-0,1	-1,2	-2,7	0,6	3,7	5,6
EBIT [mln PLN]	-0,2	-1,2	-2,7	0,5	3,7	5,5
Wynik brutto [mln PLN]	-0,2	0,0	-2,5	0,4	3,7	5,5
Wynik netto [mln PLN]	-0,2	0,1	-1,9	0,4	3,3	5,0
P/BV	3,4	3,4	2,6	2,8	2,0	1,7
P/E	-	-	-	57,2	7,3	4,9
EV/EBITDA	-	-	-	39,2	5,5	2,8
EV/EBIT	-	-	-	42,7	5,6	2,8
DPS	0	0	0	0	0	0,9
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,2%

Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

TRZYMAJ

(POPZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 9,1 PLN

28 PAŹDZIERNIKA 2022, 11:30 CEST

Wycena końcowa [PLN]	9,1
Potencjał do spadku	0,3%
Koszt kapitału	15,0%
Cena rynkowa [PLN]	9,2
Kapitalizacja [mln PLN]	24,5
Ilość akcji [mln. szt.]	2,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	25,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-49,5%
Stopa zwrotu za 6 mc	-63,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-65,1%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	47,8%
Andrzej Goczoł	10,5%
Capeman Investments Limited	8,4%
Jarosław Dąbrowski	7,3%
Pozostali	26,0%

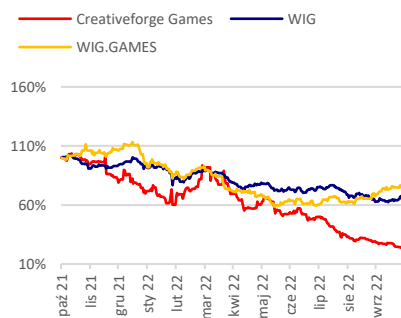
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

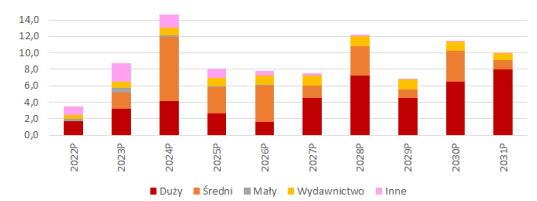
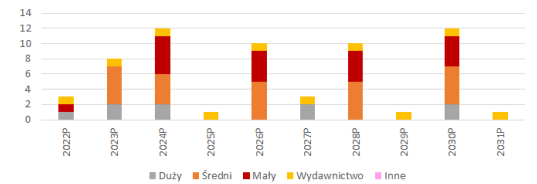
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
WYNIKI ZA 2Q'22.....	8
PROGNOZA NA 3Q'22 I NA KOLEJNE OKRESY	9
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI	13

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	1,6	2,8	5,3	4,4	8,8	12,7	9,5
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	-0,2	-1,9	0,5	3,7	5,5	4,2
SG&A	1,8	3,0	7,2	3,8	5,1	7,1	5,3
PPO/PKO	0,0	-1,0	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-0,1	-1,2	-2,7	0,6	3,7	5,6	4,3
EBIT	-0,2	-1,2	-2,7	0,5	3,7	5,5	4,2
Zysk brutto	-0,2	0,0	-2,5	0,4	3,7	5,5	4,2
Zysk netto	-0,2	0,1	-1,9	0,4	3,3	5,0	3,8
Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Aktywa trwałe	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	10,1	9,0	11,3	9,9	15,0	16,7	16,3
Zapasy	5,6	4,8	6,6	6,5	6,5	4,5	6,0
Należności krótkoterminowe	1,1	1,3	1,6	0,7	4,3	2,7	1,7
Inwestycje krótkoterminowe	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2
środkii pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa razem	10,2	9,1	11,6	10,4	15,5	17,2	16,7
Kapitał własny	7,2	7,2	9,3	8,8	12,1	14,6	14,6
Kapitały mniejszości	0,0	1,8	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3,0	0,1	0,5	0,3	2,1	1,3	0,8
Pasywa razem	10,2	9,1	11,6	10,4	15,5	17,2	16,7
Dług netto	-3,4	-0,6	-3,0	-2,3	-3,7	-9,1	-8,2
Dług netto/ Kapitał własny	-47,9%	-8,4%	-31,9%	-25,7%	-31,0%	-62,1%	-55,9%
Dług netto/ EBITDA	41,2	0,5	1,1	-4,0	-1,0	-1,6	-1,9
Rachunek przepływu [mln PLN]	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,3	-0,2	-4,7	0,2	1,5	7,9	2,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-4,1	-1,2	4,5	0,0	0,0	-2,5	-3,7
Przepływy pieniężne netto	-1,8	-0,6	0,1	0,2	1,5	5,3	-0,9
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	-	-	-	57,2	7,3	4,9	6,5
P/BV	3,4	3,4	2,6	2,8	2,0	1,7	1,7
EV/ EBITDA	-	-	-	39,2	5,5	2,8	3,8
EV/EBIT	-	-	-	42,7	5,6	2,8	3,9
EV/S	12,8	8,5	4,1	5,1	2,4	1,2	1,7
MC/S	14,8	8,7	4,6	5,6	2,8	1,9	2,6
BVPS	2,7	2,7	3,5	3,3	4,5	5,5	5,5
EPS	-	0,0	-	0,2	1,2	1,9	1,4
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	1,4
Wskaźniki	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-55,7%	70,6%	87,7%	-16,7%	99,3%	44,4%	-25,0%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-	560,7%	49,3%	-23,8%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	-	678,8%	49,9%	-24,0%
Marża brutto na sprzedaży	-7,1%	-7,3%	-36,1%	11,2%	42,2%	43,8%	44,4%
Marża EBITDA	-5,1%	-41,1%	-50,6%	12,9%	42,7%	44,1%	44,8%
Marża EBIT	-9,1%	-42,6%	-51,7%	11,8%	42,2%	43,8%	44,4%
Marża netto	-10,0%	2,1%	-35,9%	9,7%	38,0%	39,4%	39,9%
ROE	-2,3%	0,8%	-20,4%	4,9%	27,5%	34,2%	25,9%
ROA	-1,6%	0,6%	-16,4%	4,1%	21,6%	29,1%	22,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 9,18 PLN.

CFG - skum. udział produkcji ze względu na potencjał monetyzacji w przychodach [%]

CFG - skumulowana ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetyzacji


Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	3,5	8,8	14,7	8,0
Najważniejsze tytuły:				
Stargate: Timekeepers	0,0	0,0	0,0	0,0
House Flipper City	0,0	1,0	0,8	0,7
Aircraft Carrier Survival	1,6	0,7	0,5	0,3
Ancient Arenas: Chariots	0,0	0,0	0,0	0,0
Handyman Corporation	0,0	0,4	0,1	0,1
Builders of Greece	0,0	1,5	2,8	1,7
Black Gold	0,0	0,5	0,3	0,2
Postal Brain Damage	0,3	0,1	-0,1	0,0
Phantom Doctrine 2	0,0	0,0	0,0	0,0
Deadwater Saloon	0,4	0,3	0,2	0,1
Colonize	0,0	1,4	0,4	0,2
City of Atlantis	0,0	0,1	0,0	0,0
Gladiators Manager	0,0	0,0	0,8	0,2
Battleships Commander	0,1	0,0	0,0	0,0
Scrap Games	0,0	0,0	0,0	0,0
RPG	0,0	0,0	0,0	0,0
Monsters Domain	0,0	1,0	0,5	0,3
Orc Warchief	0,0	0,0	4,6	1,8
Ronin	0,0	0,0	0,0	0,0
Było sobie życie	0,0	0,0	0,0	0,0
Sędzia Dredd	0,0	0,0	0,0	0,0
USD/PLN	4,468	5,058	5,205	5,109

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów 6) Ryzyko związane z odcieniem konkurencyjnym 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych 9) Ryzyko starzejących się wishlist

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny CreativeForge Games dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, z kolei analizie porównawczej 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 9,1 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 9,3 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 24,4 mln PLN, czyli **9,1 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	24,2	9,1	-1%
B	Wycena porównawcza	24,8	9,3	1%
C = (70%*A + 30%*B) Wycena końcowa		24,4	9,1	-0,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 8,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,4x.

Główne założenia modelu:

- Szacujemy, że „ACS” do tej pory sprzedał się w nakładzie ok. 40 tys. kopii, a w rok od premiery prognozujemy 48 tys. sztuk i 1,8 mln PLN przychodów, co jest dalekie od naszych wcześniejszych oczekiwań, które kształtowały się na poziomie 99 tys./ 3,4 mln PLN. Tytuł ten po kilku miesiącach od premiery sprzedawany jest ze zniżką na poziomie 55%, co również ma wpływ na obniżenie naszych prognoz. Dodatkowo mając na uwadze to jak długo spółka pracowała nad tym projektem i ile czasu zabrało jej dopracowanie „ACS”, obawiamy się, że „dowiezienie” jakości przy kolejnych tytułach nie będzie jej najsilniejszą stroną. W związku z powyższym implikujemy w naszym modelu ryzyko niższych niż 70-80% pozytywnych ocen przy kolejnych tytułach, co przekłada się na spadek ilości sprzedanych kopii i skrócenie ogona sprzedażowego.
- „Stargate: Timekeepers” oraz „Ancient Arenas: Chariots” –w związku z ostatnimi decyzjami na linii Slitherine Software (wydawca) – CFG (producent) przestajemy uwzględniać te tytuły w naszym modelu.
- Zakładamy zmianę modelu biznesowego spółki, w tym m.in. odejście od współpracy z takimi wydawcami jak Slitherine Software, co uwzględniamy w naszym prognozach i co ma wpływ na obniżenie naszych szacunków.
- Zakładamy, że aktualnie w realizowanych projektach spółki zaangażowanych jest ok. 50 osób (vs 70-80 wcześniej), spodziewamy się utrzymania poziomu załogi na zbliżonym poziomie w kolejnych latach.
- W związku ze spodziewanymi sporymi zmianami w funkcjonowaniu grupy, zakładamy, że część produkcji uległa „zamrożeniu” (szerzej opisane w rozdziale „zmiana założeń”), a większość projektów uległa opóźnieniu. Mając powyższe na uwadze przekładamy większość prognozowanych gier na ten rok na 2023r. Spodziewamy się, że na początku przyszłego roku ukażą się takie gry jak „Handyman Corporation”, „Colonize”, „My Hotel”, a w dalszej jego części liczymy na takie tytuły jak: „Builders of Greece”, „House Flipper City”, „Black Gold” czy „Monsters Domain”.
- W całym 2022r. prognozujemy 4,4 mln PLN przychodów, 0,6 mln PLN EBITDA oraz 0,4 mln zysku netto.
- Zakładamy, że średni cykl produkcji gry z większym budżetem (od 1 do 2 mln PLN) i o większym potencjale monetyzacji wynosi ok. 30-36 msc., tym samym prognozujemy premiery tego typu gier co 3 lata.
- Jeżeli chodzi o gry ze średnim i niskim budżetem (od ok. 0,2 mln do ok. 0,5 mln PLN) oraz potencjałem monetyzacji, zakładamy w naszym modelu, że średni cykl produkcji wynosi odpowiednio 18-24 msc. W związku z istotnymi redukcjami zespołów szacujemy, że spółka jest w stanie wydawać ok. 5 gier śr. budżetu co 2 lata oraz 5 mn. również co 2 lata vs (odpowiednio 6-7/ 7-10 w poprzedniej rekomendacji).
- Zakładamy, że w związku z pojawieniem się zysków w kolejnych okresach spółka będzie rozliczała stratę z poprzednich kwartałów. Po wykorzystaniu tej puli prognozujemy, że CFG będzie korzystał z ulgi IP BOX.
- W okresie rezydualnym ponoszony CAPEX będzie równy amortyzacji z 2031 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 2,7 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 28.10.2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki CreativeForge Games na poziomie 24,4 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 9,1 PLN.

Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	4,4	8,8	12,7	9,5	7,6	8,0	11,9	9,3	8,7	12,9
EBIT [mln PLN]	0,5	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Stopa podatkowa	15,2%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,1	0,4	0,6	0,4	0,2	0,3	0,5	0,3	0,1	0,6
NOPLAT [mln PLN]	0,4	3,3	5,0	3,8	1,8	2,3	4,5	3,1	1,2	5,2
Amortyzacja: [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,7	-1,8	2,8	-0,9	0,2	-0,5	-0,3	-1,8	1,8	-2,1
FCF [mln PLN]	1,2	1,5	7,8	2,9	2,0	1,8	4,2	1,3	3,0	3,1
DFCF [mln PLN]	1,2	1,3	5,8	1,8	1,1	0,9	1,8	0,5	1,0	0,9
Suma DFCF [mln PLN]	16,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	18,6									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	5,2									
Wartość firmy EV [mln PLN]	21,3									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-3,0									
Wartość kapitału własnego [mln PLN]	24,2									
Ilość akcji [tys.]	2,7									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	9,1									

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

Przychody zmiana r/r	-16,7%	99,3%	44,4%	-25,0%	-19,7%	4,3%	48,8%	-21,7%	-6,8%	49,5%
EBIT zmiana r/r	-	610,7%	49,9%	-24,0%	-52,8%	29,2%	94,1%	-29,9%	-61,3%	324,8%
FCF zmiana r/r	-	25,3%	423,8%	-63,2%	-31,4%	-10,3%	139,2%	-68,2%	124,0%	3,4%
Marża EBITDA	12,9%	42,7%	44,1%	44,8%	26,6%	32,8%	42,5%	38,2%	16,2%	44,8%
Marża EBIT	11,8%	42,2%	43,8%	44,4%	26,1%	32,3%	42,1%	37,7%	15,7%	44,5%
Marża NOPLAT	10,0%	38,0%	39,4%	39,9%	23,5%	29,1%	37,9%	33,9%	14,1%	40,0%
CAPEX / Przychody	0,7%	0,5%	0,3%	0,5%	0,6%	0,5%	0,4%	0,5%	0,5%	0,4%
CAPEX / Amortyzacja	67,8%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	100,1%	103,1%	103,1%
Zmiana KO / Przychody	-16,7%	21,0%	-22,3%	9,7%	-2,3%	6,9%	2,2%	19,5%	-20,7%	16,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	83,3%	42,1%	-72,4%	-29,1%	9,6%	165,5%	6,8%	-70,2%	285,7%	48,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40
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	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	8,1%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	1,1	9,4	9,5	9,6	9,7	9,8	9,9	10,1	10,2	10,4
	1,2	9,2	9,2	9,3	9,4	9,5	9,6	9,8	9,9	10,0
	1,3	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,3	9,5	9,6	9,7
	1,4	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4
	1,5	8,5	8,6	8,6	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1
	1,6	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5	8,6	8,7	8,8	8,9
	1,7	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	8,4	8,5	8,5	8,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / Wzrost/spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
premia za ryzyko	3%	10,2	10,3	10,4	10,6	10,7	10,9	11,1	11,3	11,6
	4%	9,4	9,5	9,5	9,6	9,8	9,9	10,0	10,2	10,3
	5%	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4
	6%	8,2	8,2	8,3	8,3	8,4	8,4	8,5	8,6	8,7
	7%	7,7	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	8,0	8,1
	8%	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,6
	9%	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	7,1	7,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		beta								
		1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
premia za ryzyko	3%	11,2	11,1	11,0	10,9	10,8	10,7	10,6	10,5	10,5
	4%	10,2	10,1	10,0	9,9	9,8	9,7	9,6	9,6	9,5
	5%	9,4	9,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,7
	6%	8,7	8,6	8,5	8,4	8,4	8,3	8,3	8,2	8,2
	7%	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7	7,7	7,7
	8%	7,6	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,2
	9%	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0	6,9	6,9	6,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

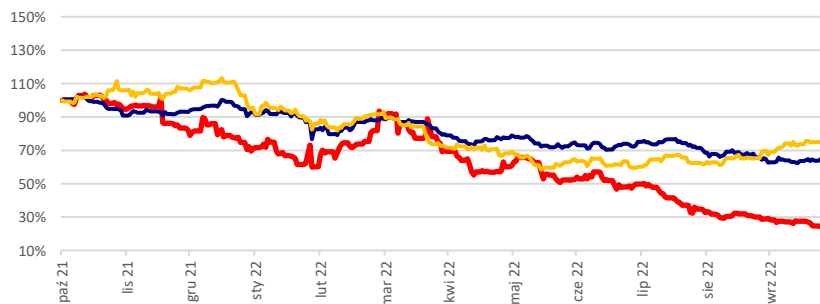
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CreativeForge Games metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **9,3 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 30%.

Wycena porównawcza [PLN]

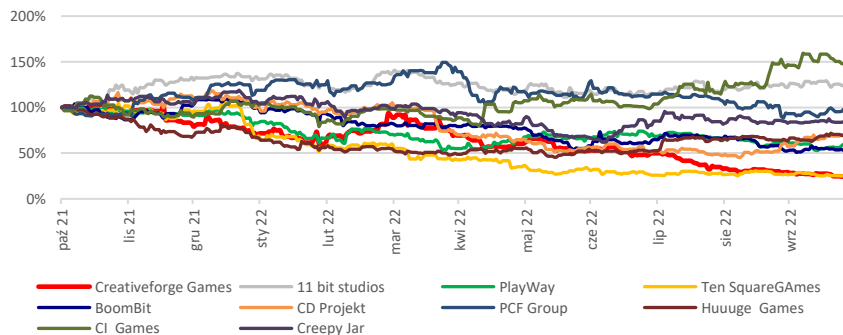
	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	67,7	9,5	9,1	43,5	7,6	5,4
Artufex Mundi	8,9	5,8	6,8	3,1	2,5	1,8
Big Cheese Studio	9,4	5,9	5,7	7,4	4,1	3,7
BoomBit	13,9	6,3	5,2	3,8	2,3	2,0
CD Projekt	43,7	35,6	47,2	28,5	23,9	29,9
Creepy Jar	10,9	17,4	6,7	7,9	11,6	3,5
Huuuge Games	11,5	10,6	10,9	4,2	3,3	2,6
PCF Group	23,1	22,6	18,3	19,8	17,6	10,8
PlayWay	13,9	12,1	12,2	10,0	8,3	8,4
Ten Square Games	8,0	8,8	8,5	5,1	4,8	4,7
Mediana grupy	12,7	10,0	8,8	7,6	6,2	4,2
CreativeForge Games	57,2	7,3	4,9	39,2	5,5	2,8
Premia/dyskonto	451,3%	73,2%	55,8%	513,6%	89,0%	66,0%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	2,0	12,5	16,4	2,5	10,1	12,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		10,3			8,3	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]			9,3			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Zachowanie kursów od października 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

WYNIKI ZA 2Q'22

Komentarz BDM: Wyniki spółki za 2Q'22 okazały się poniżej oczekiwań stąd odbieraliśmy je negatywnie. Pomimo premiery pierwszej własnej gry („Aircraft Carrier Survival”) wydanej w „nowym składzie” spółka zanotowała kolejny słaby pod kątem wynikowym kwartał. Na poziomie przychodów CFG w omawianym okresie wypracował 1,2 mln PLN przychodów (+110,5% r/r), z czego 1,3 mln PLN z przychodów ze sprzedaży, m.in. w związku z premierą „ACS” pozycję to obniżała zamiana stanu produktów, która wyniosła -0,1 mln PLN (vs +0,5 mln PLN w 1Q'22). W naszych prognozach spodziewaliśmy się sprzedaży „ACS” na poziomie ok. 30 tys. kopii w 2Q'22 i trzymamy się tej liczby, jednak szacujemy, że przychód na kopię jest niższy od naszych wcześniejszych prognoz. W omawianym okresie koszty operacyjne spadły r/r o 1,7% i wzrosły q/q o 31,6% do poziomu 1,5 mln PLN. Największy koszt jak zwykle wiąże się z produkcją gier – koszty usług obcych urosły r/r o 18,2% i q/q o 45,5% do 0,6 mln PLN, a wynagrodzenia spadły r/r o ok. 16,4%, i urosły q/q o 22,3% do 0,6 mln PLN. Na poziomie EBITDA spółka wypracowała stratę w wysokości 0,2 mln PLN (vs 0,9 mln PLN straty rok temu), EBIT wyniósł -0,2 mln PLN, a strata netto sięgnęła 0,3 mln PLN (vs 0,4 mln PLN straty w 2Q'21). W 2Q'22 przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły -0,5 mln PLN. Na koniec czerwca'22 spółka posiadała 0,9 mln PLN środków pieniężnych, czyli 0,6 mln PLN mniej q/q. Spółka w 2022r. planuje wydać takie gry jak: „Deadwater Saloon”, „HandymanCorporation”, czy „Colonize”. Finalna wersja gry „House Flipper City” będzie gotowa w kolejnym roku (liczyliśmy na debiut jeszcze w 2022r. w EA). **Uwagę zwraca data, która widnieje przy grze „Stargate Timekeepers” czyli 2022/23 co może wskazywać na to, że gra nie pojawi się tak jak wcześniej zapowiadano, latem'22 i zadebiutuje dopiero w 2023r., co odebraliśmy negatywnie.**

Wyniki za 2Q'2022 [mln PLN]

	2Q'21	2Q'22	zmiana r/r	2Q'22P BDM	odchyl.	1H'21	1H'22	zmiana r/r
Przychody	0,6	1,2	110,5%	1,8	-33,1%	1,6	2,1	37,5%
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,9	-0,3	-	0,4	-	-1,1	-0,4	-
PPO/PKO	0,0	0,0	-	0,0	-	0,0	0,0	-
EBITDA	-0,9	-0,2	-	0,4	-	-1,1	-0,4	-
EBIT	-0,9	-0,2	-	0,4	-	-1,1	-0,4	-
Saldo finansowe	0,4	-0,1	-	0,0	-	0,4	0,0	-
Zysk brutto	-0,5	-0,3	-	0,4	-	-0,8	-0,5	-
Zysk netto	-0,4	-0,3	-	0,4	-	-0,5	-0,4	-
Marżę brutto ze sprzedaży	-160,6%	-21,7%		23,6%		-72,3%	-20,1%	
Marża EBITDA	-158,8%	-19,4%		24,3%		-70,6%	-18,3%	
Marża EBIT	-160,7%	-20,5%		23,6%		-72,4%	-19,4%	
Marża zysku netto	-62,4%	-23,3%		23,2%		-34,0%	-19,4%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Spółka w 2Q'22 wypracowała 1,2 mln PLN przychodów (+110,5% r/r), z czego 1,3 mln PLN z przychodów ze sprzedaży, m.in. w związku z premierą „ACS” pozycję to obniżała zamiana stanu produktów, która wyniosła -0,1 mln PLN (vs 0,5 mln PLN w 1Q'22).
- W omawianym okresie koszty operacyjne spadły r/r o 1,7% i wzrosły q/q o 31,6% do poziomu 1,5 mln PLN. Największy koszt jak zwykle wiąże się z produkcją gier – koszty usług obcych urosły r/r o 18,2% i q/q o 45,5% do 0,6 mln PLN, a wynagrodzenia spadły r/r o ok. 16,4%, i urosły q/q o 22,3% do 0,6 mln PLN.
- Na poziomie EBITDA spółka wypracowała stratę w wysokości 0,2 mln PLN (vs 0,9 mln PLN straty rok temu), EBIT wyniósł -0,2 mln PLN, a strata netto sięgnęła 0,3 mln PLN (vs 0,4 mln PLN straty w 2Q'21).
- Na przestrzeni minionego kwartału „produkty i półprodukty w toku” spadły q/q o 0,1 mln PLN do poziomu 4,7 mln PLN, a „produkty gotowe” spadły o 0,4 mln PLN do 1,7 mln PLN.
- W 2Q'22 przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły -0,5 mln PLN. Na koniec czerwca'22 spółka posiadała 0,9 mln PLN środków pieniężnych, czyli 0,6 mln PLN mniej q/q.
- Na koniec czerwca'22 w CreativeForge Games, w przeliczeniu na pełne etaty, nie było osób zatrudnionych na podstawie umowy o pracę, natomiast zatrudniła 9 osób na podstawie umów cywilnoprawnych oraz jedną osobę z zarządu zatrudnioną z tyt. powołania. łącznie w grupie, w przeliczeniu na pełne etaty, nie zatrudniano osób na podstawie umowy o pracę, 2 osoby zatrudniano z tyt. powołania oraz 42 osoby na podstawie umów cywilnoprawnych.
- Na początku 2Q'22 spółka przedstawiła graczom wersję demo gry „House Flipper City”. Finalna wersja gry gotowa będzie prawdopodobnie w kolejnym roku. Drugie demo, które udało się przygotować CFG dotyczyło gry Deadwater Saloon. Planowane jest również wydanie prologu tej gry, w połowie 3Q'22. Będzie to wprowadzenie graczy do finalnego produktu. Pełna wersja gry pojawi się na Steamie jeszcze w tym roku.
- „HandymanCorporation” - obecnie trwa etap produkcyjny oraz bieżące testowanie gry pod kątem optymalizacji. Planowana data wydania to 4Q'22. Zanim to jednak nastąpi, spółka planuje jeszcze w tym kwartale wydać wersję demonstracyjną, by zebrać darmowe opinie graczy oraz ewentualne pomysły na usprawnienie rozgrywki.
- „MyHotel” - zakończono etap pre-produkcji i CFG przeszło do etapu produkcji. Na bieżąco usuwane są błędy oraz elementy zaniżające wydajność. Produkcja nie jest zagrożona, obecnie trwają analizy badające kierunek, w którym powinien pójść marketing gry oraz szukane jest odpowiednie okno wydawnicze, by zmaksymalizować zyski premierowe.
- Oprócz wersji demonstracyjnych gracze mieli możliwość zapoznania się z trailerem gry „Colonize”. Pełną wersję gry CFG planuje wydać w 4Q'22.
- Spółka w tym kwartale skupia się na zmaksymalizowaniu wydajności zespołu produkcyjnego, optymalizowane są etapy produkcji oraz zarządzanie zespołem. Utworzono odpowiednie procedury mające na celu szybsze identyfikowanie potencjalnych błędów związanych z dodawaniem do gier nowych funkcji oraz mechanik, przy czym jednocześnie usprawniono system raportowania błędów oraz ich identyfikacji, a co za tym idzie, szybsze usuwanie przez zespoły testerskie.

PROGNOZA NA 3Q'22 I NA KOLEJNE OKRESY

Komentarz BDM: Neutralny. 3Q'22 w CFG stał pod dalszą monetyzacją starszych produkcji jak i kontrybucją do wyników niedawno wydanej gry „Aircraft Carrier Survival”. Szacujemy, że w omawianym okresie tytuł ten dołożył od siebie ok. 0,3 mln PLN przychodów. W 3Q'22 spodziewamy się znaczącego spadku kosztów działalności operacyjnej (z 1,5 mln PLN w 2Q'22 do 0,7 mln PLN), co wynika z ogłaszanej przez spółkę optymalizacji produkcji oraz zarządzania zespołami. W całym 3Q'22 prognozujemy 1,2 mln PLN przychodów ze sprzedaży (z czego ok. 0,2 mln PLN zmiany stanu produktów), 0,5 mln PLN EBITDA (vs 0,1 mln PLN w 3Q'21), oraz 0,5 mln PLN zysku netto (vs 0,3 mln PLN w 3Q'21).

Spółka w 3Q'22 skupiała się na zmaksymalizowaniu wydajności zespołu produkcyjnego, optymalizowaniu etapów produkcji oraz zarządzaniu zespołem. Utworzono odpowiednie procedury mające na celu szybsze identyfikowanie potencjalnych błędów związanych z dodawaniem do gier nowych funkcji oraz mechanik, przy czym jednocześnie usprawniono system raportowania błędów oraz ich identyfikacji, a co za tym idzie, szybsze usuwanie przez zespoły testerskie.

Najważniejsze informacje o produkcja spółki:

- „**Aircraft Carrier Survival**” – spółka dorzuca poprawki, ulepsza tytuł, możliwe, że rozpocznie produkcję DLC, wersja na Xbox i Switch jest w produkcji. W lipcu gra była sprzedawana z promocją 41%, natomiast we wrześniu promocje sięgnęły już 55%.
- „**Stargate**” – daty wydania są uzależnione od wydawcy, więc spółka nie może dołączyć gry do jakiegokolwiek daty w harmonogramie premier. CFG wspólnie ze Slitherine Software, planuje zawiązać nową spółkę pod firmą Slitherine Poland, która przejmie produkcje związane z tytułami Stargate: Timekeepers oraz Ancient Arenas: Chariots.
- „**Deadwater Sallon**” – premiera gry miała miejsce 13 września'22, osiągnęła peak na poziomie 405 graczy, ocena gry kształtuje się obecnie na poziomie 75% pozytywów. Podczas premiery w swoim szczycie gra wspięła się na 100 miejsce najlepiej sprzedających się gier na Steamie.
- „**Handyman Corporation**” – premiera gry będzie miała miejsce pod koniec listopada'22, demo gry osiągnęło peak na poziomie 239.
- „**Postal Brain Damaged**” – w sierpniu spółka informowała, że spodziewa się zysków w kolejnych miesiącach, ponieważ jest blisko rozliczeń, które powinny już być widoczne.
- „**My Hotel**” – zakończono etap pre-produkcji i CFG przeszło do etapu produkcji. Na bieżąco usuwane są błędy oraz elementy zaniżające wydajność. Produkcja nie jest zagrożona, obecnie trwają analizy badające kierunek, w którym powinien pójść marketing gry oraz szukane jest odpowiednie okno wydawnicze, by zmaksymalizować zyski premierowe.
- „**Builders of Greece**” – gra jest w fazie testowej, pod koniec 2022r. spółka będzie miała grywalną wersję tej produkcji. CFG posiada główny udział w tej grze.
- „**Colonize**” – wydanie gry planowane jest w 1Q'23 w formule EA, ponad 40k wishlisty. Prolog gry osiągnął peak na poziomie 475, a jego ocena kształtuje się na poziomie 70% pozytywów.
- „**House Flipper City**” – finalna wersja gry będzie gotowa w 2023r.

Prognozy wyników na 3Q'2022 [mln PLN]

	3Q'21	3Q'22P	zmiana r/r
Przychody	2,1	1,2	-39,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	0,0	0,5	1230,2%
EBITDA	0,1	0,5	912,4%
EBIT	0,0	0,5	1275,3%
Zysk brutto	0,2	0,5	113,8%
Zysk netto	0,3	0,5	65,3%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	1,9%	41,3%	
Marża EBITDA	2,6%	43,3%	
Marża EBIT	1,9%	42,4%	
Marża zysku netto	13,9%	38,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	1,3	0,6	0,5	1,0	0,6	2,1	1,7	0,9	1,2	1,2	1,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	-0,2	-0,3	0,5	0,4
EBITDA	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-1,5	-0,2	-0,9	0,1	-1,6	-0,2	-0,2	0,5	0,4
EBIT	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-1,5	-0,2	-0,9	0,0	-1,6	-0,2	-0,2	0,5	0,4
Wynik brutto	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,7	-0,2	-0,5	0,2	-2,0	-0,1	-0,3	0,5	0,4
Wynik netto	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,6	-0,2	-0,4	0,3	-1,7	-0,1	-0,3	0,5	0,4
marża brutto	-17,4%	-18,4%	-10,8%	17,3%	-34,2%	40,8%	-15,1%	-100,4%	-21,2%	-160,6%	1,9%	-49,3%	-18,0%	-21,7%	41,3%	40,7%
marża EBITDA	-13,6%	8,4%	-2,2%	-2,7%	-32,9%	41,5%	-13,7%	-288,2%	-19,6%	-158,8%	2,6%	-98,0%	-16,9%	-19,4%	43,3%	41,8%
marża EBIT	-16,7%	0,8%	-8,9%	-4,0%	-35,7%	40,8%	-15,1%	-290,7%	-21,4%	-160,7%	1,9%	-98,8%	-18,1%	-20,5%	42,4%	40,7%
marża netto	-8,2%	-45,9%	-2,8%	3,1%	-35,0%	39,6%	48,8%	-122,2%	-17,5%	-62,4%	13,9%	-99,7%	-14,5%	-23,3%	38,2%	36,6%

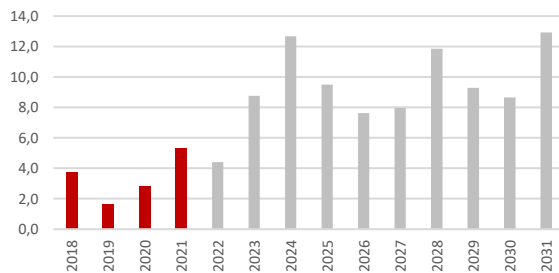
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	3,7	1,6	2,8	5,3	4,4	8,8	12,7	9,5	7,6	8,0	11,9	9,3	8,7	12,9
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,5	-0,1	-0,2	-1,9	0,5	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
EBITDA	-0,6	-0,1	-1,2	-2,7	0,6	3,7	5,6	4,3	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
EBIT	-0,7	-0,2	-1,2	-2,7	0,5	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Wynik brutto	-0,9	-0,2	0,0	-2,5	0,4	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Wynik netto	-0,9	-0,2	0,1	-1,9	0,4	3,3	5,0	3,8	1,8	2,3	4,5	3,1	1,2	5,2
marża brutto	-13,4%	-7,1%	-7,3%	-36,1%	11,2%	42,2%	43,8%	44,4%	26,1%	32,3%	42,1%	37,7%	15,7%	44,5%
marża EBITDA	-15,1%	-5,1%	-41,1%	-50,6%	12,9%	42,7%	44,1%	44,8%	26,6%	32,8%	42,5%	38,2%	16,2%	44,8%
marża EBIT	-18,0%	-9,1%	-42,6%	-51,7%	11,8%	42,2%	43,8%	44,4%	26,1%	32,3%	42,1%	37,7%	15,7%	44,5%
marża netto	-23,4%	-10,0%	2,1%	-35,9%	9,7%	38,0%	39,4%	39,9%	23,5%	29,1%	37,9%	33,9%	14,1%	40,0%

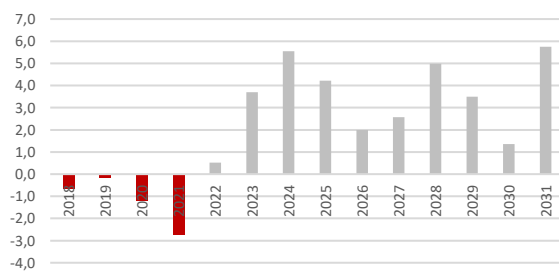
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]



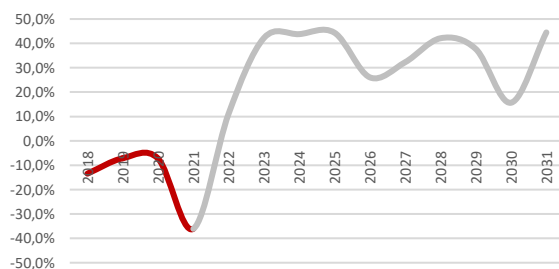
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



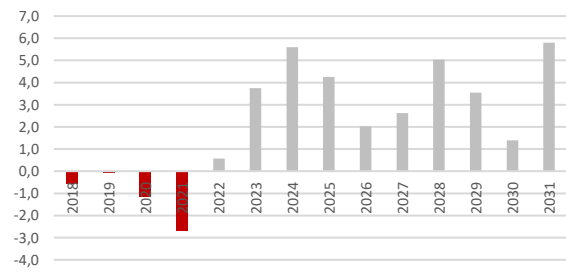
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża brutto [%]



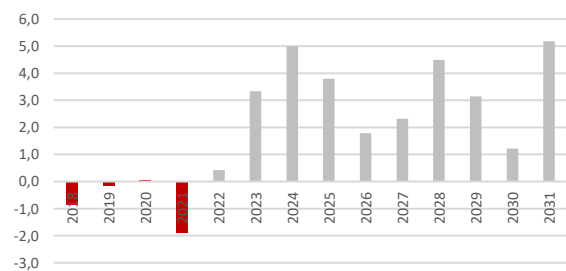
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



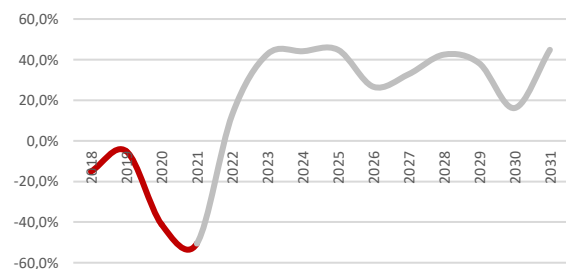
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



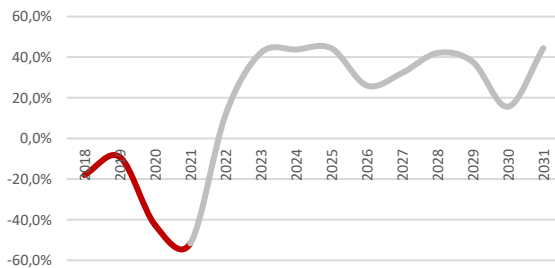
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBITDA [%]



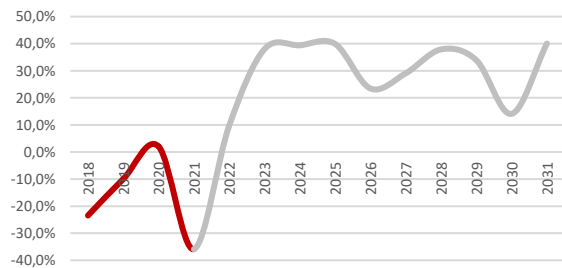
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża EBIT [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Marża netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Decyzje dotyczące gry „Stargate: Timekeepers”, które w ostatnim czasie zapadły na linii Slitherine Software wydawca) – CFG (producent) oraz komunikacja spółki o trwających działaniach optymalizacji produkcji/zespołów, które oprócz braku potencjalnych profitów ze sprzedaży gry implikują naszym zdaniem znaczące zmiany w funkcjonowaniu dewelopera.

Dokonane zmiany założeń vs rekomendacja z dnia 13.04.2022:

- 1) **„Stargate: Timekeepers” oraz „Ancient Arenas: Chariots”** – uważamy, że w związku z ostatnimi decyzjami na linii Slitherine Software (wydawca) – CFG (producent) bezpośrednią korzyścią finansową dla spółki z tego tytułu może być jedynie wypłata dywidendy przez utworzoną spółkę (Slitherine Poland), bądź sprzedaż udziałów.
- 2) **Powyższa informacja implikuje naszym zdaniem również zmianę modelu biznesowego spółki, w tym m.in.** odejście od współpracy z takimi wydawcami jak Slitherine Software, co uwzględniamy w naszym modelu i co ma wpływ na obniżenie naszych prognoz na kolejne lata (liczyliśmy na prowadzenie jednego dużego projektu wydawniczego cyklicznie co kilka lat).
- 3) **Komunikacja spółki o trwających działaniach mających zmaksymalizować wydajności zespołów produkcyjnych, zoptymalizować produkcję oraz zarządzanie zespołami** – implikujemy w naszym modelu redukcję zatrudnienia i zamrożenie części projektów. Wcześniej zakładaliśmy, że skład osobowy zaangażowany w projekty grupy kształtuje się na poziomie 70-80 osób, aktualnie zakładamy 50.
- 4) **Zamrożenie części projektów** – kierując się informacjami przekazywanymi w aktualnościach i raportach spółki, uważamy, że w związku z redukcją kadry wstrzymaniu uległy projekty wymienione w poniższej tabelce.
- 5) **Zmiana ilości wydawanych gier** – w związku z przewidywanym przez nas ograniczeniem załogi, zakładamy mniejszą ilość prowadzonych projektów vs poprzednia rekomendacja.
- 6) **Spadek kosztów osobowych (usługi obce + wynagrodzenia)** – w związku z powyższym spodziewamy się znacząco niższych kosztów osobowych.
- 7) **Premiera „Aircraft Carrier Survival” i słabe oceny** – mając na uwadze to jak długo spółka pracowała nad tym projektem i ile czasu zabrało jej dopracowanie „ACS”, obawiamy się, że „dowiezienie” jakości przy kolejnych tytułach nie będzie jej najsilniejszą stroną (szczególnie mając na uwadze niski koszt produkcji większości tytułów). W związku z powyższym implikujemy w naszym modelu ryzyko niższych niż 70-80% pozytywnych ocen przy kolejnych tytułach, co przekłada się na spadek ilości sprzedanych kopii i skrócenie ogona sprzedażowego (zmiany pokazane w poniższej tabelce).
- 8) **Opóźnienia w produkcji** - w związku ze spodziewanymi sporymi zmianami w funkcjonowaniu grupy, zakładamy, że większość produkcji uległa opóźnieniu, tym samym przekładamy większość prognozowanych gier na ten rok na 2023r. Spodziewamy się, że na początku przyszłego roku ukażą się takie gry jak „Handyman Corporation”, „Colonize”, „My Hotel”, a w dalszej jego części liczymy na takie tytuły jak: „Builders of Greece”, „House Flipper City”, „Black Gold” czy „Monsters Domain”.

Zmiana założeń vs rekomendacja z dnia 13.04.2022

	Aktualna rekomendacja	Poprzednia rekomendacja z dnia 13.04.2022
Osoby zaangażowane w projekty	ok. 50	ok. 70-80
Ilość wydawanych gier o potencjale:		
większym	2 co 3 lata	3 co 3 lata
średnim	5 co 2 lata	6-7 co 2 lata
małym	5 co 2 lata	7-10 co 2 lata

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń vs rekomendacja z dnia 13.04.2022

Poszczególne projekty:	Aktualna rekomendacja		Poprzednia rekomendacja z dnia 13.04.2022		Zmiana przychodów w roku premiery
	Przychód w roku premiery [mln PLN]	premiery	Przychód w roku premiery [mln PLN]	premiery	
Stargate: Timekeepers	zwieszona		4,4	2022	-
House Flipper City	1,0	2023	2,8	2022	-63%
Aircraft Carrier Survival	1,6	2022	3,4	2022	-51%
Ancient Arenas: Chariots	zwieszona		1,4	2022	-
Handyman Corporation	0,4	2023	0,7	2022	-38%
Builders of Greece	1,5	2023	2,3	2022	-33%
Black Gold	0,5	2023	0,7	2022	-17%
Postal Brain Damage	0,3	2022	0,3	2022	-12%
Deadwater Saloon	0,4	2022	1,2	2022	-66%
Colonize	1,4	2023	2,8	2022	-51%
City of Atlantis	zwieszona		0,9	2022	-
Gladiators Manager	0,8	2024	1,2	2023	-34%
Battleships Commander	0,1	2022	0,7	2022	-84%
Scrap Games	zwieszona		0,6	2023	-
RPG	zwieszona		1,3	2023	-
Monsters Domain	1,0	2023	1,5	2023	-36%
Orc Warchief	4,6	2024	10,2	2023	-54%
Ronin	zwieszona		2,1	2023	-
Było sobie życie	0,0	2023	0,0	2023	-
Sędzia Dredd	zwieszona		2,0	2023	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 13.04.2022 [mln PLN]

	2022P			2023P			2024P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	26,0	4,4	-83,1%	40,3	8,8	-78,2%	39,8	12,7	-68,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	9,6	0,5	-94,9%	18,1	3,7	-79,5%	15,9	5,5	-65,1%
EBITDA	9,6	0,6	-94,1%	18,1	3,7	-79,3%	15,9	5,6	-64,8%
EBIT	9,6	0,5	-94,6%	18,1	3,7	-79,5%	15,9	5,5	-65,1%
Wynik brutto	9,5	0,4	-95,4%	18	3,7	-79,4%	15,9	5,5	-65,1%
Wynik netto	9,1	0,4	-95,3%	16,2	3,3	-79,4%	14,3	5,0	-65,1%
marża brutto	36,9%	11,2%		44,9%	42,2%		40,0%	43,8%	
marża EBITDA	36,9%	12,9%		44,9%	42,7%		40,0%	44,1%	
marża EBIT	36,8%	11,8%		44,9%	42,2%		39,9%	43,8%	
marża netto	35,0%	9,7%		40,3%	38,0%		35,8%	39,4%	
USD/PLN	4,283	4,468	4,3%	4,481	5,058	12,9%	4,567	5,205	14,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bilans [mln PLN]													
Aktywa trwałe	0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa obrotowe	10,1	9,0	11,3	9,9	15,0	16,7	16,3	14,2	14,8	17,6	15,6	14,3	18,0
Zapasy	5,6	4,8	6,6	6,5	6,5	4,5	6,0	5,8	6,3	6,0	8,4	5,6	8,5
Należności krótkoterminowe	1,1	1,3	1,6	0,7	4,3	2,7	1,7	1,7	1,8	3,0	1,7	3,3	2,3
Inwestycje krótkoterminowe	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2	6,4	6,3	8,3	5,1	5,0	6,9
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2	6,4	6,3	8,3	5,1	5,0	6,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Aktywa razem	10,2	9,1	11,6	10,4	15,5	17,2	16,7	14,7	15,3	18,0	16,1	14,7	18,5
Kapitał własny	7,2	7,2	9,3	8,8	12,1	14,6	14,6	12,6	13,2	15,3	14,0	12,1	16,0
Kapitały mniejszości	0,0	1,8	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	3,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3,0	0,1	0,5	0,3	2,1	1,3	0,8	0,8	0,9	1,4	0,8	1,4	1,2
Pasywa razem	10,2	9,1	11,6	10,4	15,5	17,2	16,7	14,7	15,3	18,0	16,1	14,7	18,5
Rachunek zysków i strat [mln PLN]													
Przychody ze sprzedaży	1,6	2,8	5,3	4,4	8,8	12,7	9,5	7,6	8,0	11,9	9,3	8,7	12,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-0,1	-0,2	-1,9	0,5	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
EBITDA	-0,1	-1,2	-2,7	0,6	3,7	5,6	4,3	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Amortyzacja	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,2	-1,2	-2,7	0,5	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Wynik brutto	-0,2	0,0	-2,5	0,4	3,7	5,5	4,2	2,0	2,6	5,0	3,5	1,4	5,8
Wynik netto	-0,2	0,1	-1,9	0,4	3,3	5,0	3,8	1,8	2,3	4,5	3,1	1,2	5,2
Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]													
CF operacyjny	2,3	-0,2	-4,7	0,2	1,5	7,9	2,9	2,0	1,8	4,3	1,4	3,1	3,2
CF inwestycyjny	0,0	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF finansowy	-4,1	-1,2	4,5	0,0	0,0	-2,5	-3,7	-3,8	-1,8	-2,3	-4,5	-3,1	-1,2
CF netto	-1,8	-0,6	0,1	0,2	1,5	5,3	-0,9	-1,8	0,0	1,9	-3,1	-0,1	1,9
Środki pieniężne na początek okresu	5,2	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2	6,4	6,3	8,3	5,1	5,0
Środki pieniężne na koniec okresu	3,4	2,8	3,0	2,3	3,7	9,1	8,2	6,4	6,3	8,3	5,1	5,0	6,9
Dynamiki / marże / wskaźniki													
Przychody zmiana r/r	-55,7%	70,6%	87,7%	-16,7%	99,3%	44,4%	-25,0%	-19,7%	4,3%	48,8%	-21,7%	-6,8%	49,5%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-	560,7%	49,3%	-23,8%	-52,3%	28,6%	92,5%	-29,6%	-60,5%	314,7%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-	610,7%	49,9%	-24,0%	-52,8%	29,2%	94,1%	-29,9%	-61,3%	324,8%
Wynik netto zmiana r/r	-	-	-	-	678,8%	49,9%	-24,0%	-52,8%	29,2%	94,1%	-29,9%	-61,3%	324,8%
Marża brutto na sprzedaży	-7,1%	-7,3%	-36,1%	11,2%	42,2%	43,8%	44,4%	26,1%	32,3%	42,1%	37,7%	15,7%	44,5%
Marża EBITDA	-5,1%	-41,1%	-50,6%	12,9%	42,7%	44,1%	44,8%	26,6%	32,8%	42,5%	38,2%	16,2%	44,8%
Marża EBIT	-9,1%	-42,6%	-51,7%	11,8%	42,2%	43,8%	44,4%	26,1%	32,3%	42,1%	37,7%	15,7%	44,5%
Marża netto	-10,0%	2,1%	-35,9%	9,7%	38,0%	39,4%	39,9%	23,5%	29,1%	37,9%	33,9%	14,1%	40,0%
ROE	-2,3%	0,8%	-20,4%	4,9%	27,5%	34,2%	25,9%	14,2%	17,6%	29,3%	22,5%	10,1%	32,3%
ROA	-1,6%	0,6%	-16,4%	4,1%	21,6%	29,1%	22,7%	12,2%	15,1%	24,9%	19,6%	8,3%	28,0%
Dług netto [mln PLN]	-3,4	-0,6	-3,0	-2,3	-3,7	-9,1	-8,2	-6,4	-6,3	-8,3	-5,1	-5,0	-6,9
Dług netto/Kapitał własny	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Dług netto/EBITDA	41,2	0,5	1,1	-4,0	-1,0	-1,6	-1,9	-3,1	-2,4	-1,6	-1,4	-3,6	-1,2
Dług netto/EBIT	22,9	0,5	1,1	-4,3	-1,0	-1,6	-1,9	-3,2	-2,5	-1,7	-1,5	-3,7	-1,2
EV [mln PLN]	20,3	23,1	20,8	21,5	20,0	14,7	15,6	17,4	17,4	15,5	18,6	18,8	16,9
CAPEX/Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja/Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Przychody	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-0,4	0,7	0,3	-0,1	-1,7	-0,1	0,7	-2,9	-0,5
MC/S	14,8	8,7	4,6	5,6	2,8	1,9	2,6	3,2	3,1	2,1	2,6	2,8	1,9
P/E	-	421,0	-	57,2	7,3	4,9	6,5	13,7	10,6	5,5	7,8	20,1	4,7
P/BV	3,4	3,4	2,6	2,8	2,0	1,7	1,7	1,9	1,9	1,6	1,7	2,0	1,5
P/CE	-	0,2	-	1,7	8,2	5,1	4,3	2,6	3,4	5,0	5,7	2,3	6,9
EV/EBITDA	-	-	-	39,2	5,5	2,8	3,8	8,9	6,9	3,2	5,5	14,0	3,0
EV/EBIT	-	-	-	42,7	5,6	2,8	3,9	9,1	7,1	3,3	5,5	14,4	3,1
EV/S	12,8	8,5	4,1	5,1	2,4	1,2	1,7	2,4	2,3	1,4	2,1	2,3	1,4
BVPS	2,7	2,7	3,5	3,3	4,5	5,5	5,5	4,7	4,9	5,8	5,2	4,5	6,0
EPS	-	0,0	-	0,2	1,2	1,9	1,4	0,7	0,9	1,7	1,2	0,5	1,9
CEPS	-	48,9	-	5,3	1,1	1,8	2,2	3,6	2,7	1,8	1,6	4,1	1,3
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	0	2,5	3,7	3,8	1,8	2,3	4,5	3,1	1,2
DPS	0	0	0	0	0	0,9	1,4	1,4	0,7	0,9	1,7	1,2	0,5
Dywid	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	10,2%	15,3%	15,5%	7,3%	9,5%	18,3%	12,9%	5,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 9,18 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

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

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

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

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

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	9,1	kupuj	33,7	28.10.2022	11:30 CEST	9,18	48 970
kupuj	33,7	kupuj	39,0	13.04.2022	07:00 CEST	29,0	63 863
kupuj	39,0	-	-	17.08.2021	08:00 CEST	33,5	68 812

*Materiał został opracowany przez Dom Maklerski BDM na zlecenie GPW w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego

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

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).

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.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	5	50%	1	100%
Akumuluj	2	20%	0	0%
Trzymaj	2	20%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	10%	0	0%

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

Nota prawna:

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

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

Niniejszy raport został przygotowany przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM) w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>). BDM jest stroną „Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych” zawartej z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), na podstawie której świadczy usługę pokrycia analitycznego Emitenta przez okres obowiązywania umowy. Z tytułu usług świadczonych w ramach umowy BDM otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane przez BDM w ramach współpracy dostępne są pod adresem: <https://www.bdm.pl/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

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. 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.

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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM.

Osoby, które otrzymują 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 odpowiednio dla danego inwestora.

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

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

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

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 28.10.2022 roku (11:30 CEST). Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 28.10.2022 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem 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.
- 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

*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.