



Dom Maklerski BDM S.A.

# CREATIVEFORGE GAMES

## RAPORT ANALITYCZNY

Jesteśmy rozczarowani wynikami za 4Q'22, które okazały się poniżej naszych oczekiwań, a w całym 2022 r. spółka ponownie wygenerowała stratę. Z drugiej strony jednak, w marcu CFG opublikował prolog nowej gry „Beer Factory”, który osiągnął peak na poziomie 1,3 tys., czyli trzeci najwyższy z pośród wszystkich gier grupy PLW, co napawa nas optymizmem co do jego monetyzacji i potencjalnej poprawy wyników w kolejnych okresach. Premiera tego tytułu zaplanowana jest na 2Q'23, a CFG przysługuje 50% zysku z każdej sprzedanej kopii. Sugerując się prologami wydanych już gier i późniejszą ich sprzedażą prognozujemy, że tytuł ten w całym 2023 r. sprzeda się w nakładzie ok. 67 tys. kopii. Mając powyższe na uwadze utrzymujemy naszą rekomendację TRZYMAJ dla spółki CreativeForge Games ustalając cenę docelową na poziomie 11,8 PLN/ akcję czyli 5% poniżej obecnej ceny rynkowej.

### Wyniki za 4Q'22 poniżej naszych oczekiwań

Wyniki spółki za 4Q'22 okazały się poniżej naszych oczekiwań stąd odebraliśmy je negatywnie. Na poziomie przychodów CFG w omawianym okresie wypracował 1,2 mln PLN przychodów (-28,3% r/r, -30,6% q/q). Za 0,9 mln PLN odpowiadały przychody ze sprzedaży (+44,8% r/r, +12,4% q/q), co było odczytem zbliżonym do naszych oczekiwań. Na znaczące obniżenie tej pozycji miała wpływ zamiana stanu produktów, która wyniosła zaledwie 0,2 mln PLN (-75,7% r/r, -72,0% q/q) vs nasza prognoza na poziomie 0,9 mln PLN. W omawianym okresie koszty operacyjne spadły r/r o 32,7%, natomiast q/q urosły o 8,4% do poziomu 1,7 mln PLN, tym samym były wyższe od naszych oczekiwań (1,5 mln PLN). Negatywnie zaskoczyły nas pozostałe koszty operacyjne, które wyniosły 0,4 mln PLN (z czego 0,3 mln PLN stanowiła aktualizacja wartości aktywów niefinansowych). Na poziomie EBITDA spółka wygenerowała w 4Q'22 stratę w wysokości 0,8 mln PLN (vs 1,6 mln PLN w 4Q'21 i 0,2 mln PLN w 3Q'22), EBIT wyniósł -0,9 mln PLN (vs -1,6 mln PLN w 4Q'21, 0,2 mln PLN w 3Q'22). Oczyszczając wyniki spółki o zmianę stanu produktów EBITDA wyniosłaby -1,1 mln PLN vs -0,7 mln PLN nasze prognozy. W 4Q'22 CFG wygenerował 1,0 mln PLN ujemnego salda finansowego. Dodatkowo duży negatywny wpływ na wyniki omawianego okresu miała strata (-0,7 mln PLN) związana ze sprzedażą całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych. W minionym okresie spółka osiągnęła stratę brutto na poziomie 2,5 mln PLN (vs -2,0 mln PLN w 4Q'22, 1,2 mln PLN w 3Q'22). W 4Q'22 strata netto n.j.d. sięgnęła 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21, 1,1 mln PLN w 3Q'22), a strata mniejszości 0,1 mln PLN. Na koniec grudnia'22 spółka dysponowała 0,5 mln PLN środków pieniężnych (-0,3 mln PLN q/q). Aktualnie CFG nie posiada już spółek zależnych, a jedynie stowarzyszone.

### Prolog „Beer Factory” z trzecim najwyższym peakiem z pośród gier grupy PLW

W pierwszej połowie marca spółka wydała prolog gry „Beer Factory”, który osiągnął peak na poziomie 1,3 tys., czyli trzeci najwyższy z pośród wszystkich gier grupy PLW (przed nim znalazły się tylko takie tytuły jak: „The Tenants” oraz „Perseus”). Równie dobrze prezentuje się jego ocena, która obecnie oscyluje w okolicach 90% pozytywnych. CFG przysługuje 50% zysku z każdej sprzedanej kopii z tej gry. Zakładamy premierę tej produkcji w 2Q'23. Sugerując się prologami wydanych już gier i późniejszą ich sprzedażą prognozujemy, że tytuł ten w całym 2023 r. sprzeda się w nakładzie ok. 67 tys. kopii i w istotny sposób wpłynie na osiągnięte przez spółkę wyniki w tym okresie.

### Dalsza perspektywa tego roku

W tym roku oprócz wyżej wspomnianej gry „Beer Factory” oczekujemy najbardziej na takie tytuły jak: „Colonize” czy „Builders of Greece”. W całym 2023 r. prognozujemy 9,9 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN EBIT oraz 3,3 mln PLN zysku netto. Liczymy, że po zeszłorocznej rozczarowującej premierze „ACS” oraz perturbacjach związanych z grą „Stargate: Timekeepers” jak i zespołami produkcyjnymi, premiery przewidziane na 2023 r. pozwolą spółce wzmocnić bilans i wypracować „poduszkę bezpieczeństwa” do tworzenia kolejnych tytułów. Nie oczekujemy jednak, że któraś z przewidzianych na ten rok premier okaże się game-changerem. Liczymy natomiast, że wygenerują one satysfakcjonujący strumień pieniędzy.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	2,8	5,3	4,9	9,9	10,5	10,3
EBITDA [mln PLN]	-1,2	-2,7	-0,9	3,3	2,9	3,7
EBIT [mln PLN]	-1,2	-2,7	-1,0	3,3	2,8	3,7
Wynik brutto [mln PLN]	0,0	-2,5	-1,8	3,3	2,8	3,7
Wynik netto [mln PLN]	0,1	-1,9	-1,8	3,3	2,6	3,3
P/BV	4,6	3,6	5,9	3,7	2,9	2,2
P/E	-	-	-	10,0	12,6	10,0
EV/EBITDA	-	-	-	8,7	9,2	6,4
EV/EBIT	-	-	-	8,8	9,2	6,4
DPS	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

## TRZYMAJ

(POPZEDNIO: TRZYMAJ)

WYCENA 11,8 PLN

13 KWIETNIA 2023, 08:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	11,8
Potencjał do spadku	5%
Koszt kapitału	16,8%
Cena rynkowa [PLN]	12,5
Kapitalizacja [mln PLN]	33,3
Ilość akcji [mln. szt.]	2,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	13,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	8,5
Stopa zwrotu za 3 mc	20,8%
Stopa zwrotu za 6 mc	26,5%
Stopa zwrotu za 9 mc	-33,0%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	47,8%
Andrzej Goczoł	10,5%
Capeman Investments Limited	8,4%
Jarosław Dąbrowski	7,3%
Pozostali	26,0%

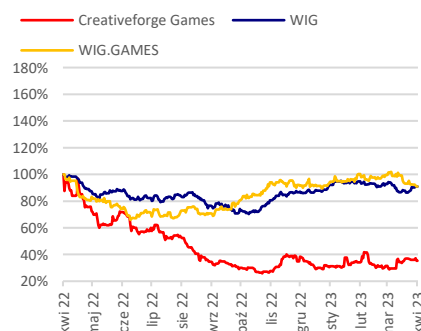
Krzysztof Kocz

krzysztof.kocz@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.

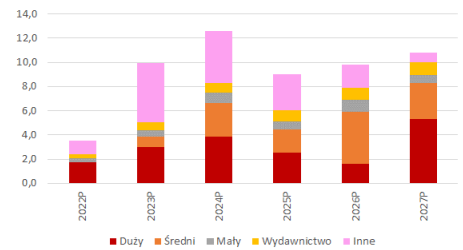
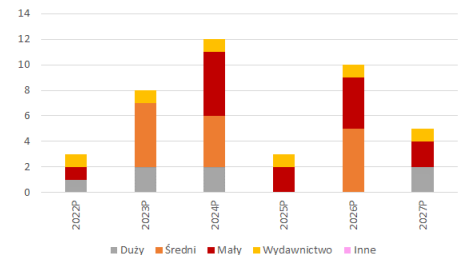
**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE .....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
WYNIKI ZA 4Q'22.....	8
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	10
ZMIANA ZAŁOŻEŃ .....	11
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	12

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>2,8</b>	<b>5,3</b>	<b>4,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,5</b>	<b>10,3</b>	<b>9,5</b>
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>
SG&A	3,0	7,2	5,5	6,6	7,7	6,6	6,8
PPO/PKO	-1,0	-0,8	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>
EBIT	-1,2	-2,7	-1,0	3,3	2,8	3,7	2,7
Zysk brutto	0,0	-2,5	-1,8	3,3	2,8	3,7	2,7
<b>Zysk netto</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>3,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>
<b>Bilans [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>	<b>6,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,9</b>	<b>15,8</b>	<b>16,7</b>
Zapasy	4,8	6,6	4,7	4,7	2,7	3,9	3,7
Należności krótkoterminowe	1,3	1,6	0,5	2,5	2,8	1,9	2,3
Inwestycje krótkoterminowe	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>5,7</b>	<b>9,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	0,1	0,5	0,4	2,7	1,4	1,0	1,1
<b>Pasywa razem</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,9</b>
Dług netto	-0,6	-3,0	-0,5	-4,1	-7,1	-9,6	-10,5
Dług netto/ Kapitał własny	-8,4%	-31,9%	-8,6%	-46,1%	-61,3%	-64,3%	-66,6%
Dług netto/ EBITDA	0,5	1,1	0,5	-1,2	-2,5	-2,6	-3,8
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przepływy z działalności operacyjnej	-0,2	-4,7	-1,3	3,7	3,0	2,5	2,6
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,8	0,3	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-1,2	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7
Przepływy pieniężne netto	-0,6	0,1	-2,5	3,7	3,0	2,5	0,9
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
P/E	-	-	-	10,0	12,6	10,0	13,6
P/BV	4,6	3,6	5,9	3,7	2,9	2,2	2,1
EV/ EBITDA	-	-	-	8,7	9,2	6,4	8,3
EV/EBIT	-	-	-	8,8	9,2	6,4	8,4
EV/S	11,6	5,7	6,7	3,0	2,5	2,3	2,4
MC/S	11,8	6,3	6,8	3,4	3,2	3,3	3,5
BVPS	2,7	3,5	2,1	3,4	4,4	5,6	5,9
EPS	0,0	-0,7	-0,7	1,2	1,0	1,2	0,9
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6
<b>Wskaźniki</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Przychody zmiana r/r	70,6%	87,7%	-7,8%	103,2%	6,2%	-2,4%	-7,1%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-	-14,5%	29,6%	-25,9%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	-	-20,7%	25,6%	-26,2%
Marża brutto na sprzedaży	-7,3%	-36,1%	-12,2%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%
Marża EBITDA	-41,1%	-50,6%	-19,1%	33,8%	27,2%	36,2%	28,8%
Marża EBIT	-42,6%	-51,7%	-19,8%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%
Marża netto	2,1%	-35,9%	-36,1%	33,7%	25,2%	32,4%	25,7%
ROE	0,8%	-20,4%	-31,1%	37,0%	22,7%	22,2%	15,6%
ROA	0,6%	-16,4%	-28,9%	28,4%	20,3%	20,9%	14,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 12,5 PLN.

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

**CFG - skum. ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetyzacji**


Główne założenia	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>9,9</b>	<b>12,6</b>	<b>9,0</b>	<b>9,8</b>
<b>Najważniejsze tytuły:</b>				
Stargate: Timekeepers	0,0	0,0	0,0	0,0
House Flipper City	0,9	0,7	0,6	0,4
Aircraft Carrier Survival	0,6	0,5	0,2	0,2
Builders of Greece	1,5	2,7	1,7	1,1
Black Gold	0,4	0,3	0,3	0,2
Colonize	1,2	0,4	0,3	0,2
City of Atlantis	0,1	0,0	0,0	0,0
Beer Factory	2,8	2,7	1,9	1,2
Reszta gier	2,5	5,3	4,0	6,6
<b>USD/PLN</b>	<b>4,341</b>	<b>4,479</b>	<b>4,453</b>	<b>4,453</b>

**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 otoczeniem 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 11,9 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 11,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 31,6 mln PLN, czyli **11,8 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	31,6	11,9	-5%
B	Wycena porównawcza	31,5	11,8	-5%
<b>C = (70%*A + 30%*B)</b>	<b>Wycena końcowa</b>	<b>31,6</b>	<b>11,8</b>	<b>-5%</b>

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 6,0%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 6,5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,2x. Finalny koszt kapitału własnego uwzględnia dodatkową premię w wysokości 3,0% wymaganą przez nas w inwestycję w podmiot o niższej kapitalizacji i ograniczonej płynności jakim jest CreativeForge Games.

### Główne założenia modelu:

- Oczekujemy premiery gry „Beer Factory” w 2Q’23. CFG będzie wydawcą tego tytułu, stąd całość przychodów ze sprzedaży będzie rozpoznawana w spółce, natomiast 50% z wygenerowanych środków będzie trafiała do dewelopera (w pozycji usługi obce). W naszym modelu zakładamy cenę jednego egzemplarza na poziomie ok. 17 USD. Sugerując się prologami wydanych już gier i późniejszą ich sprzedażą prognozujemy, że tytuł ten w całym 2023 r. sprzeda się w nakładzie ok. 67 tys. kopii co przełoży się na 2,8 mln PLN przychodów w tym okresie.
- Oprócz wyżej wspomnianego debiutu „BF” w 2023 r. spodziewamy się m.in. takich premier jak: „Colonize”, „Builders of Greece” czy „Music Store Simulator”.
- W całym 2023 r. prognozujemy 9,9 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN EBITDA oraz 3,3 mln zysku netto.
- Szacujemy, że aktualnie w realizowanych projektach spółki zaangażowanych jest ok. 50 osób, spodziewamy się utrzymania poziomu załogi na zbliżonym poziomie w kolejnych latach.
- 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.
- 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 2032 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2022 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 2,7 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 31.08.2023 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki CreativeForge Games na poziomie 31,6 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 11,9 PLN.**

## Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	9,9	10,5	10,3	9,5	11,0	15,7	12,4	13,6	16,6	14,5
EBIT [mln PLN]	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4	7,7	5,5	5,4	8,2	6,7
Stopa podatkowa	0,0%	7,1%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	0,2	0,4	0,3	0,4	0,8	0,5	0,5	0,8	0,7
NOPLAT [mln PLN]	3,3	2,6	3,3	2,5	3,9	6,9	4,9	4,9	7,4	6,0
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]	0,4	0,3	-0,8	0,1	-0,4	-0,3	-1,1	0,9	-0,7	-0,4
FCF [mln PLN]	3,8	3,0	2,5	2,5	3,5	6,6	3,8	5,8	6,6	5,6
DFCF [mln PLN]	3,6	2,4	1,7	1,5	1,8	2,9	1,4	1,8	1,8	1,3
Suma DFCF [mln PLN]	20,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]	40,3									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	9,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	29,8									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-0,5									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]	1,3									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>31,6</b>									
Ilość akcji [tys.]	2,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>11,9</b>									

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

Przychody zmiana r/r	87,3%	6,2%	-2,4%	-7,1%	16,0%	41,9%	-20,8%	9,9%	21,5%	-12,3%
EBIT zmiana r/r	-	-14,6%	29,6%	-26,2%	60,8%	75,8%	-29,1%	-0,9%	51,9%	-18,7%
FCF zmiana r/r	-	-20,4%	-17,1%	2,5%	38,4%	88,6%	-42,1%	50,1%	15,4%	-15,2%
Marża EBITDA	33,8%	27,2%	36,2%	28,8%	39,9%	49,3%	44,3%	39,8%	49,5%	45,9%
Marża EBIT	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%	39,6%	49,1%	44,0%	39,6%	49,5%	45,9%
Marża NOPLAT	33,7%	25,2%	32,4%	25,7%	35,7%	44,2%	39,6%	35,6%	44,5%	41,3%
CAPEX / Przychody	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%
CAPEX / Amortyzacja	111,1%	111,1%	111,1%	111,1%	111,1%	111,1%	111,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Zmiana KO / Przychody	-4,3%	-3,3%	8,2%	-1,0%	3,8%	1,9%	8,6%	-6,4%	4,5%	2,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-9,2%	-56,8%	-331,3%	12,6%	27,9%	6,5%	-32,8%	-71,0%	25,5%	-18,4%

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	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
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	7,5%	7,0%	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	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	12,8	12,9	13,1	13,3	13,5	13,7	14,0	14,2	14,5
	1	12,2	12,4	12,5	12,7	12,8	13,0	13,2	13,5	13,7
	1,1	11,7	11,8	12,0	12,1	12,3	12,4	12,6	12,8	13,0
	1,2	11,2	11,3	11,5	11,6	11,7	11,9	12,0	12,2	12,3
	1,3	10,8	10,9	11,0	11,1	11,2	11,3	11,5	11,6	11,8
	1,4	10,4	10,5	10,6	10,7	10,8	10,9	11,0	11,1	11,3
	1,5	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5	10,6	10,7	10,8

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	4,5%	13,2	13,4	13,6	13,8	14,0	14,2	14,5	14,8	15,1
	5,5%	12,1	12,3	12,4	12,6	12,7	12,9	13,1	13,3	13,6
	6,5%	11,2	11,3	11,5	11,6	11,7	11,9	12,0	12,2	12,3
	7,5%	10,5	10,6	10,6	10,7	10,8	11,0	11,1	11,2	11,3
	8,5%	9,8	9,9	9,9	10,0	10,1	10,2	10,3	10,4	10,5
	9,5%	9,2	9,3	9,3	9,4	9,5	9,5	9,6	9,7	9,8
	10,5%	8,7	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,0	9,1	9,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		beta								
		0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
premia za ryzyko	4,5%	14,9	14,7	14,5	14,2	14,0	13,9	13,7	13,5	13,4
	5,5%	13,6	13,3	13,1	12,9	12,8	12,6	12,4	12,3	12,2
	6,5%	12,4	12,2	12,0	11,9	11,7	11,5	11,4	11,3	11,2
	7,5%	11,5	11,3	11,1	11,0	10,8	10,7	10,6	10,5	10,4
	8,5%	10,7	10,5	10,3	10,2	10,1	9,9	9,8	9,8	9,7
	9,5%	9,9	9,8	9,6	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,1
	10,5%	9,3	9,2	9,1	9,0	8,9	8,8	8,7	8,6	8,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

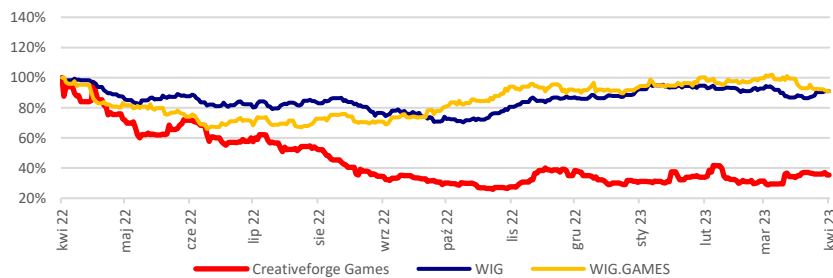
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CreativeForge Games metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **11,8 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		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 bit studios	29,2	8,1	7,9	20,0	5,0	5,1
Artufex Mundi	13,9	13,0	-	7,1	5,2	-
Big Cheese Studio	11,3	7,7	-	8,9	5,7	-
BoomBit	13,5	9,0	-	5,0	3,5	-
CD Projekt	25,9	42,1	66,8	16,6	25,0	26,8
Creepy Jar	21,0	8,6	7,5	16,1	5,4	4,4
Huuuge Games	10,2	10,7	10,9	3,4	2,9	3,1
PCF Group	44,5	20,6	5,9	21,3	10,7	-
PlayWay	16,0	16,1	11,5	11,1	11,0	7,8
Ten Square Games	6,5	7,0	7,5	3,8	4,1	3,7
<b>Mediana grupy</b>	<b>14,9</b>	<b>9,8</b>	<b>7,9</b>	<b>10,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>
CreativeForge Games	10,0	12,6	10,0	8,7	9,2	6,4
Premia/dyskonto	-33,1%	28,2%	27,9%	-12,8%	72,5%	33,8%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>18,7</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>14,1</b>	<b>8,4</b>	<b>10,3</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>	<b>12,7</b>			<b>10,9</b>		
Waga wskaźnika	50%			50%		
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>	<b>11,8</b>					

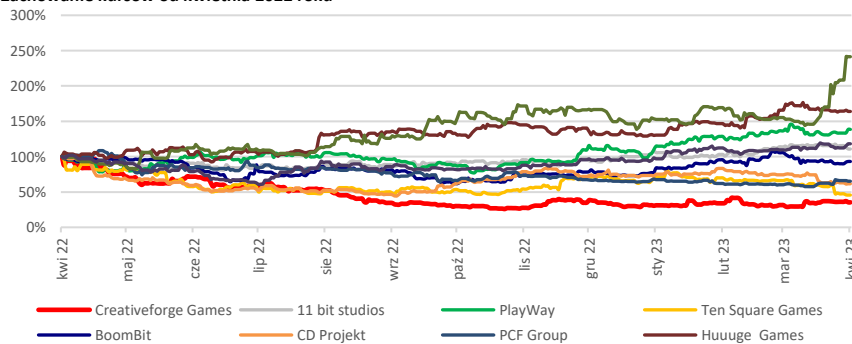
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursu na tle WIG i WIG.GAMES



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

### Zachowanie kursów od kwietnia 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## WYNIKI ZA 4Q'22

**Komentarz BDM:** Wyniki spółki za 4Q'22 okazały się poniżej naszych oczekiwań stąd **odebraliśmy je negatywnie**. Na poziomie przychodów CFG w omawianym okresie wypracował 1,2 mln PLN przychodów (-28,3% r/r, -30,6% q/q). Za 0,9 mln PLN odpowiadały przychody ze sprzedaży (+44,8% r/r, +12,4% q/q), co jest poziomem zbliżonym do naszych oczekiwań. Na znaczące obniżenie tej pozycji miała wpływ zamiana stanu produktów, która wyniosła zaledwie 0,2 mln PLN (-75,7% r/r, -72,0% q/q) vs nasza prognoza na poziomie 0,9 mln PLN. W omawianym okresie koszty operacyjne spadły r/r o 32,7%, natomiast q/q urosły o 8,4% do poziomu 1,7 mln PLN, co było poziomem wyższym od naszych oczekiwań (1,5 mln PLN). Największy koszt jak zwykle wiązał się z produkcją gier – koszty usług obcych spadły r/r i q/q odpowiednio o -58,2% / -59,3% do 0,5 mln PLN, a wynagrodzenia spadły r/r o ok. 8,1% i urosły o 252,6% q/q o do 1,1 mln PLN. Negatywnie zaskoczyły nas pozostałe koszty operacyjne, które wyniosły 0,4 mln PLN (z czego 0,3 mln PLN stanowiła aktualizacja wartości aktywów niefinansowych). Na poziomie EBITDA spółka wygenerowała w 4Q'22 stratę w wysokości 0,8 mln PLN (vs 1,6 mln PLN w 4Q'21 i 0,2 mln PLN w 3Q'22), EBIT wyniósł -0,9 mln PLN (vs -1,6 mln PLN w 4Q'21, 0,2 mln PLN w 3Q'22). Oczyszczając wyniki spółki o zmianę stanu produktów EBITDA wyniosłaby -1,1 mln PLN vs -0,7 mln PLN nasze prognozy. W 4Q'22 CFG wygenerował 1,0 mln PLN ujemnego salda finansowego. Dodatkowo duży negatywny wpływ na wyniki omawianego okresu miała strata (-0,7 mln PLN) związana ze sprzedażą całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych. W minionym okresie spółka osiągnęła stratę brutto na poziomie 2,5 mln PLN (vs -2,0 mln PLN w 4Q'22, 1,2 mln PLN w 3Q'22). W 4Q'22 strata netto n.j.d. sięgnęła 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21, 1,1 mln PLN w 3Q'22), a strata mniejszości 0,1 mln PLN. W 4Q'22 przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły -0,6 mln PLN, CF inwestycyjny wyniósł -1,2 mln PLN (z czego większość dotyczyła innych wydatków inwestycyjnych), CF finansowy natomiast kształtował się na poziomie 34 tys. PLN. Na koniec grudnia'22 spółka posiadała 0,5 mln PLN środków pieniężnych, czyli 0,3 mln PLN mniej q/q. Na koniec 2022 r. CFG nie posiada już spółek zależnych, a jedynie stowarzyszone. Począwszy od raportu okresowego za 1Q'23, z uwagi na brak spółek zależnych, CFG będzie przekazywać wyłącznie raporty jednostkowe. Z gier znajdujących się w produkcji najbliższej premiery jest „Colonize”.

## Wyniki za 4Q'2022 [mln PLN]

	4Q'21	4Q'22	zmiana r/r	4Q'22P BDM	odchyl.	2021	2022	zmiana r/r
Przychody	1,7	1,2	-28,3%	1,7	-30,4%	5,3	4,9	-7,8%
Przychody ze sprzedaży produktów	0,7	0,9	44,8%	0,9	10,9%	2,7	3,5	28,7%
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,8	-0,5	-	0,2	-	-1,9	-0,6	-
PPO/PKO	-0,8	-0,4	-	0,0	-	-0,8	-0,4	-
EBITDA	-1,6	-0,8	-	0,2	-	-2,7	-0,9	-
EBIT	-1,6	-0,9	-	0,2	-	-2,7	-1,0	-
Saldo finansowe	-0,6	-1,0	-	0,0	-	0,0	-0,1	-
Zysk brutto	-2,0	-2,5	-	0,2	-	-2,5	-1,8	-
Zysk netto n.j.d.	-1,7	-2,5	-	0,2	-	-1,9	-1,8	-
Marża brutto ze sprzedaży	-119,1%	-214,2%		9,9%		-47,5%	-37,7%	
Marża EBITDA	-98,0%	-71,1%		10,5%		-50,6%	-19,1%	
Marża EBIT	-98,8%	-72,9%		9,9%		-51,7%	-19,8%	
Marża zysku netto n.j.d.	-99,7%	-208,0%		8,9%		-35,9%	-36,1%	

Źródło: BDM S.A., spółka

- Spółka w 4Q'22 wypracowała 1,2 mln PLN przychodów (-28,3% r/r, -30,6% q/q), z czego 0,9 mln PLN z przychodów ze sprzedaży (+44,8% r/r, +12,4% q/q), za niecałe 0,2 mln PLN odpowiadała zamiana stanu produktów (-75,7% r/r, -72,0% q/q).
- W omawianym okresie koszty operacyjne spadły r/r o 32,7%, natomiast q/q urosły o 8,4% do poziomu 1,7 mln PLN. Największy koszt jak zwykle wiąże się z produkcją gier – koszty usług obcych spadły r/r i q/q odpowiednio o -58,2% / -59,3% do 0,5 mln PLN, a wynagrodzenia spadły r/r o ok. 8,1% i urosły o 252,6% q/q o do 1,1 mln PLN.
- Negatywny wpływ na osiągnięte przez spółkę wyniki w omawianym okresie miały pozostałe koszty operacyjne, które wyniosły 0,4 mln PLN (z czego 0,3 mln PLN stanowiła aktualizacja wartości aktywów niefinansowych).
- Na poziomie EBITDA spółka wygenerowała stratę w wysokości 0,8 mln PLN (vs 1,6 mln PLN w 4Q'21 i 0,2 mln PLN w 3Q'22), EBIT wyniósł -0,9 mln PLN (vs -1,6 mln PLN w 4Q'21, 0,2 mln PLN w 3Q'22).
- W 4Q'22 spółka wygenerowała 1,0 mln PLN ujemnego salda finansowego.
- Duży negatywny wpływ na wyniki tego okresu miała strata (-0,7 mln PLN) związana ze sprzedażą całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych.



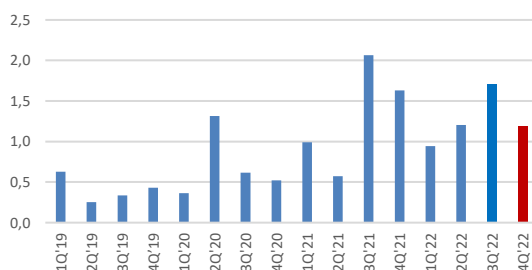
- W minionym okresie spółka osiągnęła stratę brutto na poziomie 2,5 mln PLN (vs -2,0 mln PLN w 4Q'22, 1,2 mln PLN w 3Q'22).
- W 4Q'22 strata netto n.j.d. sięgnęła 2,5 mln PLN (vs -1,7 mln PLN w 4Q'21, 1,1 mln PLN w 3Q'22), a strata mniejszości 0,1 mln PLN.
- Na przestrzeni minionego kwartału „produkty i półprodukty w toku” spadły q/q o 1,1 mln PLN do poziomu 3,2 mln PLN, a „produkty gotowe” spadły o 0,1 mln PLN do 1,6 mln PLN.
- W 4Q'22 przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wyniosły -0,6 mln PLN, CF inwestycyjny wyniósł -1,2 mln PLN (z czego większość dotyczyła innych wydatków inwestycyjnych), CF finansowy natomiast kształtował się na poziomie 34 tys. PLN. Na koniec grudnia'22 spółka posiadała 0,5 mln PLN środków pieniężnych, czyli 0,3 mln PLN mniej q/q.
- Przeciętne zatrudnienie w spółce na przestrzeni 2022 r. wyniosło 49 osób vs 59 w 2021 r.
- Na koniec 2022 r. CFG nie posiada już spółek zależnych, a jedynie stowarzyszone. Począwszy od raportu okresowego za 1Q'23, z uwagi na brak spółek zależnych, CFG będzie przekazywać wyłącznie raporty jednostkowe.
- Spadek udziałów w spółce G-Devs z 51,0% w 3Q'22 do 49,1% w 4Q'22.
- W 2022 roku spółka kontynuowała prace nad trzema kluczowymi tytułami, z których jeden – Aircraft Carrier Survival - udało nam się zakończyć i wydać. Dwa pozostałe, tj. House Flipper City i Monsters Domain, można już wypróbować w wersji demonstracyjnej.
- Kilka innych większych i mniejszych produkcji jest w trakcie realizacji. Najbliższej premiery jest Colonize. Ponadto nadal pracuje nad takimi projektami jak Builders of Greece, Orc Warchieff czy Route 66.

## Planowane premiery gier

Gra	Planowany termin premiery gry
House Flipper City	Q4 2023
Music Store Simulator	Q2 2023
Orc Warchieff	2023-2024
Builders of Greece	Q4 2023
Beer Factory	Q2 2023
Monsters Domain	Q3 2023
Once upon a Time... Life	2023 - 2024
Builders of Egypt	2023
Colonize	Q2 2023
Black Gold	Q4 2023

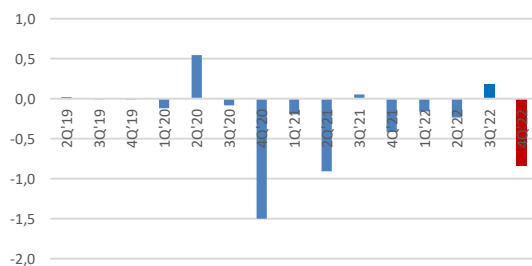
Źródło: spółka

## Przychody [mln PLN]



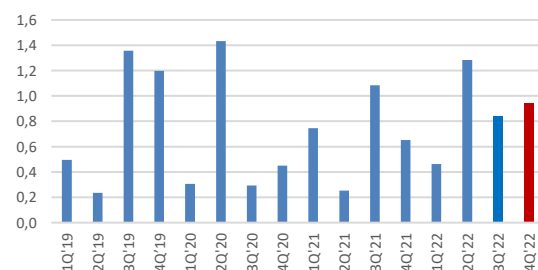
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## EBITDA [mln PLN]



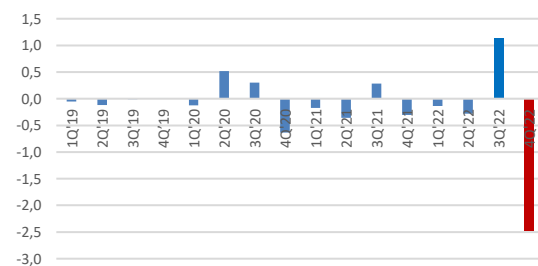
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Przychody ze sprzedaży produktów [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Oczekujemy premiery gry „Beer Factory” w 2Q’23, która naszym zdaniem będzie jednym z najważniejszych wydarzeń w tym roku dla spółki. Pragniemy zauważyć, że CFG jest wydawcą tego tytułu, stąd całość przychodów ze sprzedaży będzie rozpoznawał u siebie w RZiS, natomiast 50% z wygenerowanych środków będzie trafiała do dewelopera (w pozycji usługi obce). W naszym modelu zakładamy cenę jednego egzemplarza na poziomie ok. 17 USD. Sugerując się prologami wydanych już gier i późniejszą ich sprzedażą prognozujemy, że tytuł ten w całym 2023 r. sprzeda się w nakładzie ok. 67 tys. kopii co przełoży się na 2,8 mln PLN przychodów w tym okresie. Ponadto na przestrzeni tego roku spodziewamy się m.in. takich premier jak: „Colonize”, „Builders of Greece” czy „Music Store Simulator”. W całym 2023 r. prognozujemy 9,9 mln PLN przychodów, 3,3 mln PLN EBITDA oraz 3,3 mln zysku netto. Liczymy, że po zeszłorocznej rozczarowującej premierze „ACS” oraz perturbacjach związanych grą „Stargate: Timekeepers” jak i zespołami produkcyjnymi, premiery przewidziane na 2023 r. pozwolą spółce wzmocnić bilans i wypracować „poduszkę bezpieczeństwa” do tworzenia kolejnych tytułów.

### Prognoza na kolejne okresy [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	1,0	0,6	2,1	1,7	0,9	1,2	1,5	1,2	1,0	2,5	1,6	4,8
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,2	-0,9	0,0	-0,8	-0,2	-0,3	0,3	-0,5	0,1	0,4	0,2	2,7
EBITDA	-0,2	-0,9	0,1	-1,6	-0,2	-0,2	0,3	-0,8	0,1	0,4	0,2	2,7
EBIT	-0,2	-0,9	0,0	-1,6	-0,2	-0,2	0,3	-0,9	0,1	0,4	0,2	2,7
Wynik brutto	-0,2	-0,5	0,2	-2,0	-0,1	-0,3	1,2	-2,5	0,1	0,4	0,2	2,7
Wynik netto	-0,2	-0,4	0,3	-1,7	-0,1	-0,3	1,1	-2,5	0,1	0,4	0,2	2,7
marża brutto	-21,2%	-160,6%	1,9%	-49,3%	-18,0%	-21,7%	20,6%	-40,2%	5,3%	17,6%	11,6%	54,8%
marża EBITDA	-19,6%	-158,8%	2,6%	-98,0%	-16,9%	-19,4%	20,2%	-71,1%	5,6%	17,7%	11,8%	54,9%
marża EBIT	-21,4%	-160,7%	1,9%	-98,8%	-18,1%	-20,5%	20,8%	-72,9%	5,3%	17,6%	11,6%	54,8%
marża netto	-17,5%	-62,4%	13,9%	-99,7%	-14,5%	-23,3%	73,6%	-208,0%	5,3%	17,6%	11,6%	54,8%

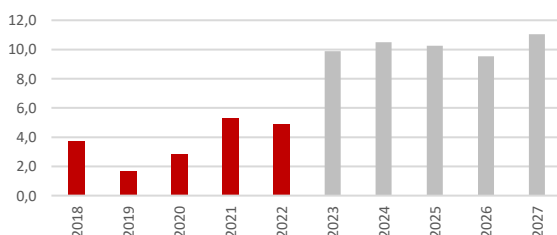
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2022-2037 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	3,7	1,6	2,8	5,3	4,9	9,9	10,5	10,3	9,5	11,0
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,5	-0,1	-0,2	-1,9	-0,6	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
EBITDA	-0,6	-0,1	-1,2	-2,7	-0,9	3,3	2,9	3,7	2,7	4,4
EBIT	-0,7	-0,2	-1,2	-2,7	-1,0	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
Wynik brutto	-0,9	-0,2	0,0	-2,5	-1,8	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
Wynik netto	-0,9	-0,2	0,1	-1,9	-1,8	3,3	2,6	3,3	2,5	3,9
marża brutto	-13,4%	-7,1%	-7,3%	-36,1%	-12,2%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%	39,6%
marża EBITDA	-15,1%	-5,1%	-41,1%	-50,6%	-19,1%	33,8%	27,2%	36,2%	28,8%	39,9%
marża EBIT	-18,0%	-9,1%	-42,6%	-51,7%	-19,8%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%	39,6%
marża netto	-23,4%	-10,0%	2,1%	-35,9%	-36,1%	33,7%	25,2%	32,4%	25,7%	35,7%

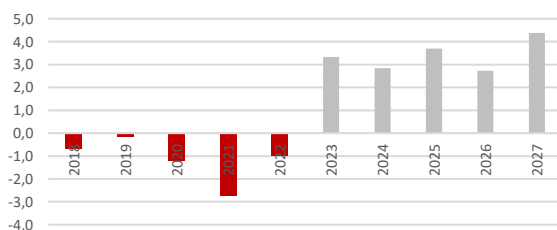
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Przychody [mln PLN]



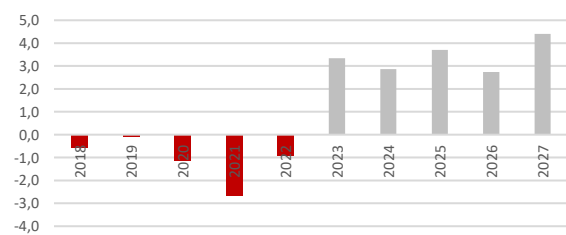
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### EBIT [mln PLN]



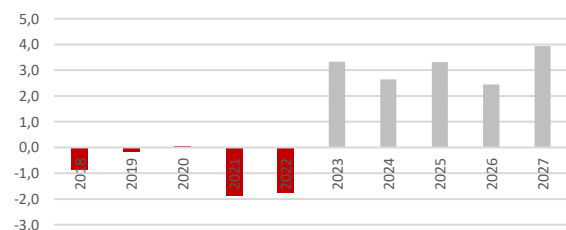
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### EBITDA [mln PLN]



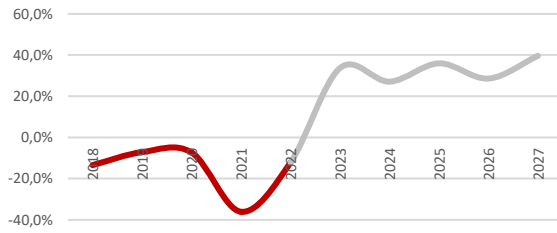
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Zysk netto [mln PLN]

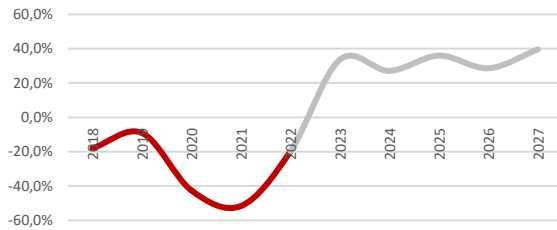


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża brutto [%]**

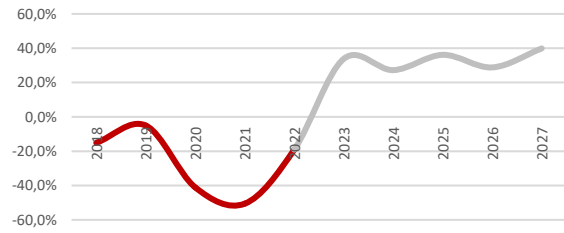


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
**Marża EBIT [%]**

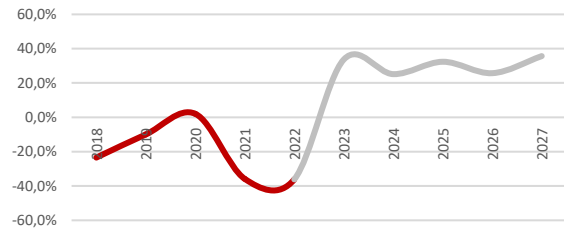


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka  
**Marża netto [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

## ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Dokonane przez nas zmiany vs rekomendacja z dnia 28.10.2022 obejmują m.in. dodanie do modelu gry „Beer Factory”, której prolog cieszył się dużym zainteresowaniem. Naszym zdaniem premiera tego tytułu będzie miała istotny wpływ na wyniki spółki (2,8 mln PLN przychodów w 2023 r.). Ponadto uwzględniamy fakt, że na koniec 2022 r. CFG nie posiada już spółek zależnych, a jedynie stowarzyszone, co istotnie przekłada się na spadek przychodów jak i kosztów (od 1Q'23 będzie przekazywać wyłącznie raporty jednostkowe). Dodatkowo w związku z „odkryciem” jakim jest „Beer Factory” podnosimy prawdopodobieństwo znalezienia kolejnych atrakcyjnych projektów, tym samym potencjał monetyzacji dla gier realizowanych w przyszłości.

**Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 28.10.2022 [mln PLN]**

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	8,8	9,9	12,4%	12,7	10,5	-17,3%	9,5	10,3	7,9%
Wynik brutto ze sprzedaży	3,7	3,3	-9,9%	5,5	2,8	-48,3%	4,2	3,7	-12,2%
EBITDA	3,7	3,3	-9,6%	5,6	2,9	-48,9%	4,3	3,7	-13,8%
EBIT	3,7	3,3	-9,9%	5,5	2,8	-48,3%	4,2	3,7	-12,2%
Wynik brutto	3,7	3,3	-9,9%	5,5	2,8	-48,3%	4,2	3,7	-12,2%
Wynik netto	3,3	3,3	1,0%	5,0	2,6	-47,1%	3,8	3,3	-12,6%
marża brutto	42,2%	33,7%		43,8%	27,1%		44,4%	36,0%	
marża EBITDA	42,7%	33,8%		44,1%	27,2%		44,8%	36,2%	
marża EBIT	42,2%	33,7%		43,8%	27,1%		44,4%	36,0%	
marża netto	38,0%	33,7%		39,4%	25,2%		39,9%	32,4%	
USD/PLN	5,058	4,341	-14,2%	5,205	4,479	-13,9%	5,109	4,453	-12,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Bilans [mln PLN]</b>									
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>11,3</b>	<b>6,1</b>	<b>11,6</b>	<b>12,9</b>	<b>15,8</b>	<b>16,7</b>	<b>18,4</b>
Zapasy	5,6	4,8	6,6	4,7	4,7	2,7	3,9	3,7	3,9
Należności krótkoterminowe	1,1	1,3	1,6	0,5	2,5	2,8	1,9	2,3	2,6
Inwestycje krótkoterminowe	3,4	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5	11,6
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,4	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5	11,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Aktywa razem</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,9</b>	<b>18,5</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>9,3</b>	<b>5,7</b>	<b>9,0</b>	<b>11,6</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,2</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>3,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	3,0	0,1	0,5	0,4	2,7	1,4	1,0	1,1	1,3
<b>Pasywa razem</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>11,6</b>	<b>6,1</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>15,9</b>	<b>16,9</b>	<b>18,5</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>									
Przychody ze sprzedaży	1,6	2,8	5,3	4,9	9,9	10,5	10,3	9,5	11,0
Wynik brutto ze sprzedaży	-0,1	-0,2	-1,9	-0,6	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
EBITDA	-0,1	-1,2	-2,7	-0,9	3,3	2,9	3,7	2,7	4,4
Amortyzacja	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,2	-1,2	-2,7	-1,0	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
Wynik brutto	-0,2	0,0	-2,5	-1,8	3,3	2,8	3,7	2,7	4,4
Wynik netto	-0,2	0,1	-1,9	-1,8	3,3	2,6	3,3	2,5	3,9
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>									
CF operacyjny	2,3	-0,2	-4,7	-1,3	3,7	3,0	2,5	2,6	3,5
CF inwestycyjny	0,0	0,8	0,3	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF finansowy	-4,1	-1,2	4,5	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	-2,5
CF netto	-1,8	-0,6	0,1	-2,5	3,7	3,0	2,5	0,9	1,1
Środki pieniężne na początek okresu	5,2	3,4	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5
Środki pieniężne na koniec okresu	3,4	2,8	3,0	0,5	4,1	7,1	9,6	10,5	11,6
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>									
Przychody zmiana r/r	-55,7%	70,6%	87,7%	-7,8%	103,2%	6,2%	-2,4%	-7,1%	16,0%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-	-	-14,5%	29,6%	-25,9%	60,6%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-	-	-14,6%	29,6%	-26,2%	60,8%
Wynik netto zmiana r/r	-	-	-	-	-	-20,7%	25,6%	-26,2%	60,8%
Marża brutto na sprzedaży	-7,1%	-7,3%	-36,1%	-12,2%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%	39,6%
Marża EBITDA	-5,1%	-41,1%	-50,6%	-19,1%	33,8%	27,2%	36,2%	28,8%	39,9%
Marża EBIT	-9,1%	-42,6%	-51,7%	-19,8%	33,7%	27,1%	36,0%	28,6%	39,6%
Marża netto	-10,0%	2,1%	-35,9%	-36,1%	33,7%	25,2%	32,4%	25,7%	35,7%
ROE	-2,3%	0,8%	-20,4%	-31,1%	37,0%	22,7%	22,2%	15,6%	22,9%
ROA	-1,6%	0,6%	-16,4%	-28,9%	28,4%	20,3%	20,9%	14,5%	21,3%
Dług netto [mln PLN]	-3,4	-0,6	-3,0	-0,5	-4,1	-7,1	-9,6	-10,5	-11,6
Dług netto/Kapitał własny	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Dług netto/EBITDA	41,2	0,5	1,1	0,5	-1,2	-2,5	-2,6	-3,8	-2,6
Dług netto/EBIT	22,9	0,5	1,1	0,5	-1,2	-2,5	-2,6	-3,9	-2,6
EV [mln PLN]	29,9	32,7	30,4	32,9	29,2	26,2	23,7	22,8	21,8
CAPEX/Przychody	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
Amortyzacja/Przychody	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	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0	0,0	-0,7	-6,7	0,1	0,6	3,3	-0,1	-0,3
MC/S	20,2	11,8	6,3	6,8	3,4	3,2	3,3	3,5	3,0
P/E	-	-	-	-	10,0	12,6	10,0	13,6	8,5
P/BV	4,7	4,6	3,6	5,9	3,7	2,9	2,2	2,1	1,9
P/CE	-	0,3	-	-	10,1	4,6	4,3	2,9	4,3
EV/EBITDA	-	-	-	-	8,7	9,2	6,4	8,3	4,9
EV/EBIT	-	-	-	-	8,8	9,2	6,4	8,4	5,0
EV/S	18,1	11,6	5,7	6,7	3,0	2,5	2,3	2,4	2,0
BVPS	2,7	2,7	3,5	2,1	3,4	4,4	5,6	5,9	6,5
EPS	-0,1	0,0	-0,7	-0,7	1,2	1,0	1,2	0,9	1,5
CEPS	-20,9	48,9	-1,6	-0,3	1,2	2,7	2,9	4,3	2,9
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	0	0,0	0,0	1,7	2,5
DPS	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,6	0,9
Dywidend	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	7,4%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 12,5 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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
trzymaj	11,8	trzymaj	9,1	13.04.2023	08:00 CEST	12,5	60 263
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 2Q'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	1	50%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	1	50%	0	0%
Redukuj	0	0%	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: 2023-04-13.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-04-13 (08:00 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-04-13 (08:00 CEST).**

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

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

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

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

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

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom 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 portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może zredukować 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 portfelowa 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 dwa miesiące” 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.

Analityk (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 2023-04-13:**

- 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.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.