



Dom Maklerski BDM S.A.

# CREATIVEFORGE GAMES

## RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla CreativeForge Games od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 39,0 PLN/akcję, czyli 17% powyżej obecnej ceny rynkowej. Korzenie spółki sięgają 2011 roku, jednak to rok 2019 miał największy wpływ na obecny kształt studia, w którym to doszło do kadrowych przetasowań, zmiany strategii oraz zacieśnienia współpracy z grupą PlayWay. Od tamtego momentu spółka zaczęła dynamicznie się rozwijać pracując jednocześnie nad wieloma ciekawymi projektami. Najważniejszą produkowaną obecnie grą jest „Stargate: Timekeepers” – tytuł osadzony w popularnym uniwersum „Gwiezdnych wrót”, którego wydawcą będzie Slitherine (słynący m.in. z takich tytułów jak Warhammer 40k). Prezentacja gameplaya gry planowana jest na przełom września/października. Spodziewamy się, że jego premiera będzie miała miejsce w 1H'22. Ponadto CFG może pochwalić się innymi projektami z dużym potencjałem sprzedażowym - „House Flipper City” (spin-off najlepiej sprzedającej się gry grupy PLW), „Builders of Greece” (bliźniacza produkcja względem „BoE” – czyli jedna z najważniejszych gier grupy PLW, którego CFG jest współwydawcą) oraz „Aircraft Carrier Survival”, który jako pierwszy zadebiutuje na rynku. Spodziewamy się, że jeszcze w 4Q'21 tym samym znajdzie to odzwierciedlenie w wynikach spółki. Prognozujemy, że w 2021 roku spółka osiągnie rentowność i wypracuje 0,7 mln PLN zysku netto.

CreativeForge Games to studio założone w 2011 roku skupiające się na produkcji i wydawaniu gier. W 2019 roku przeszło gruntowną transformację – wymiana niemal wszystkich pracowników razem z prezesem na czele, zacieśnienie współpracy z grupą PLW oraz zmiana strategii z tworzenia kosztownych i czasochłonnych produkcji na rzecz mniejszych tytułów, z większym potencjałem monetyzacji. Do najważniejszych gier w portfolio spółki należą „Hard West” oraz „Phantom Doctrine”.

Spółka aktualnie pracuje nad wieloma grami. Do najważniejszych projektów z własnej produkcji należą takie tytuły jak: „Stargate: Timekeepers”, „Projekt Y” (gra z trybem multiplayer), „House Flipper City”, „Aircraft Carrier Survival” czy „Builders of Greece”. Każdy z nich naszym zdaniem ma duży potencjał monetyzacji. Gameplay pierwszego z nich i naszym zdaniem najważniejszego zostanie odsłonięty już na przełomie września/października (zapowiedź wydawcy).

Grupa oprócz własnych produkcji rozwija także dział wydawniczy. Również tam dostrzegamy kilka ciekawych projektów „Cartel”, „Saloon” czy „Colonize”. Wyobraźnię również rozbudza „City of Atlantis” - gra gameplemem porównywalna do „Frospunka” oraz dobrze budujący swoją wishlistę „Orc Warchief” (aktualnie ok. 56 tys. zapisów).

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	3,7	1,6	2,8	6,4	26,0	34,4
EBITDA [mln PLN]	-0,6	-0,1	-1,2	0,1	8,5	14,0
EBIT [mln PLN]	-0,7	-0,2	-1,2	0,1	8,5	13,9
Wynik brutto [mln PLN]	-0,9	-0,2	0,0	0,4	8,5	13,9
Wynik netto [mln PLN]	-0,9	-0,2	0,1	0,7	8,0	12,5
P/BV	12,2	12,4	12,3	8,0	4,7	2,8
P/E	-	-	1 534,0	134,2	11,2	7,1
EV/EBITDA	-	-	-	670,8	9,0	4,8
EV/EBIT	-	-	-	1 315,3	9,1	4,9
DPS	0	0	0	0	0	0
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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.

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

## KUPUJ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 39,0 PLN

17 SIERPNIĄ 2021, 08:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	39,0
Potencjał do wzrostu / spadku	17%
Koszt kapitału	10,0%
Cena rynkowa [PLN]	33,5
Kapitalizacja [mln PLN]	89,2
Ilość akcji [mln. szt.]	2,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	40,8
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	31,3
Stopa zwrotu za 3 mc	-12,0%
Stopa zwrotu za 6 mc	-15,3%
Stopa zwrotu za 9 mc	-4,4%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	47,8%
Andrzej Goczoł	10,5%
Capeman Investments Limited	8,4%
Jarosław Dąbrowski	7,3%
Pozostali	26,0%

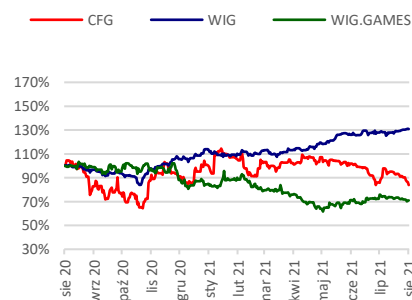
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



**SPIS TREŚCI:**

WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA.....	4
WYCENA I PODSUMOWANIE .....	5
WYCENA DCF.....	7
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	10
MODEL BIZNESOWY .....	11
OTOCZENIE RYNKOWE .....	13
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	15
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	18



## WYBRANE CZYNNIKI RYZYKA

- **Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty:** Popyt na oferowane przez spółkę gry i usługi ma zasadniczy wpływ na jej wyniki finansowe. Wysokość wpływów ze sprzedaży gier, a co za tym idzie możliwość pokrycia poniesionych wydatków przy procesie ich produkcji jest bezpośrednio związana z sukcesem rynkowym określonego produktu, którego skalę można mierzyć przychodami ze sprzedaży i wielkością popytu na oferowane produkty. Deweloper nie jest w stanie, aż do chwili zaprezentowania nowego produktu, przewidzieć reakcji klientów, ani poziomu przychodów ze sprzedaży. Istnieje ryzyko, iż spółka może nie wypracować zysku, a nawet nie odzyskać wszystkich poniesionych kosztów i nakładów związanych z wyprodukowaniem i wprowadzeniem gry na rynek.
- **Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier:** Wytworzenie nowej gry jest zwięźczeniem złożonego procesu, którego poszczególne etapy muszą być realizowane w odpowiedniej kolejności. Niektóre z nich nie są zależne wyłącznie od spółki, oparte są bowiem na działaniach podmiotów zewnętrznych, w tym między innymi licencjodawców i partnerów. Istnieje również ryzyko wystąpienia nieprzewidzianych trudności w pracy nad wymagającym produktem, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na czas pracy zespołów projektowych. Specyfika produktu sprawia, że opóźnienia występujące na wczesnym etapie produkcji gry są z reguły trudne do nadrobienia na późniejszych etapach prac.
- **Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników:** Jakość tworzonych produktów i świadczonych usług jest powiązana w znacznej mierze z umiejętnościami oraz doświadczeniem pracowników spółki. Działalność dewelopera jest więc w znacznym stopniu zależna od zdolności utrzymania zatrudnionych strategicznych pracowników. Odejście członków kadry zarządzającej, bądź innych istotnych osób dla działalności spółki mogłoby spowodować pogorszenie jakości i terminowości zaplanowanych produkcji lub innych nowych projektów oraz niekorzystnie wpłynąć na świadczone przez dewelopera usługi, co w konsekwencji mogłoby się przełożyć na pogorszenie jego wyników finansowych.
- **Ryzyko związane z pozyskaniem kolejnych zespołów deweloperskich:** Kluczowym zasobem grupy jest kapitał ludzki. Większość szkół wyższych w Polsce nie przewiduje edukacji w kierunku zawodów związanych z tworzeniem gier. W efekcie, rynek pracowników w tym zakresie jest wąski. Istnieje ryzyko, że spółka będzie miała czasowe problemy ze znalezieniem osób o kwalifikacjach i doświadczeniu wystarczających do podjęcia współpracy.
- **Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów:** Działalność spółki zależy bezpośrednio od prawidłowego funkcjonowania systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów. W przypadku wystąpienia ewentualnych awarii, usterek technicznych (w tym także będących rezultatem ataków hackerskich) oraz innych niedających się przewidzieć problemów mogą wystąpić utrudnienia związane z dostępem do gier dystrybuowanych przez dewelopera lub ze świadczeniem oferowanych usług.
- **Ryzyko konkurencji:** Rynek gier jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów, a także nad szukaniem nowych nisz rynkowych i tematów gier, które mogłyby zaciekać szeroką grupę odbiorców. Na rynku ciągle pojawiają się nowe produkty, przez co istnieje ryzyko spadku zainteresowania określonymi produktami grupy na rzecz produktów konkurencji.
- **Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży:** Branża gier, w której spółka prowadzi działalność, cechuje się bardzo szybkim rozwojem stosowanych technologii i rozwiązań informatycznych. Deweloper musi monitorować i uwzględniać wszelkie modyfikacje implementowane przez główne platformy sprzętowe lub kanały dystrybucji produktów, a także efektywnie dostosowywać technologie do nowych trendów, co wiąże się też z dokonywaniem określonych inwestycji. Brak przystosowania działalności do innowacyjnych rozwiązań informatycznych może skutkować zmniejszeniem popytu na gry realizowane przez spółkę.
- **Ryzyko zmienności kursów walutowych:** Spółka jest narażona na zmienności kursów walutowych. Sprzedaż produktów dewelopera jest skierowana głównie na rynki zagraniczne. Dominującą walutą rozliczenia tych transakcji jest więc USD oraz EUR.

## WYCENA I PODSUMOWANIE

Wyceny CreativeForge Games dokonaliśmy w oparciu o dwie metody: DCF oraz metody porównawczej. Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, z kolei analizie porównawczej 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 39,0 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 48,5 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 103,9 mln PLN, czyli **39,0 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	103,9	39,0	17%
B	Wycena porównawcza	129,3	48,5	45%
<b>C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa</b>		<b>103,9</b>	<b>39,0</b>	<b>17%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

### Projekty realizowane w grupie

Aktualnie grupa pracuje i wspiera około 22 projektów. Obecnie najważniejszym tytułem jest „Stargate: Timekeepers” (PC) – strategiczna gra osadzona w popularnym uniwersum „Gwiezdných wrót”, którego wydawcą będzie Slitherine (znany m.in. z takich tytułów jak Warhammer 40k). Prezentacja gameplaya gry planowana jest na przełom września/października, spodziewamy się, że jego premiera będzie miała miejsce w 1H'22. W naszym modelu zakładamy, iż 50% zysku netto (przychód z gry pomniejszony o koszty i opłaty związane z wykonaniem umowy) będzie trafiał do CFG. W związku z ograniczonymi informacjami odnośnie zainteresowania tą tematyką, przyjmujemy konserwatywny scenariusz sprzedaży, szacując, że w pierwszym roku od premiery sprzedaż się 226 tys. sztuk, co przełoży się 5,2 mln PLN przychodów, które trafią do spółki.

Kolejną bardzo ważną produkcją z dużym potencjałem monetyzacji jest „House Flipper City” – czyli spin off najlepiej sprzedającej się gry z grupy PLW czyli „House Flippera” (ponad 2,5 mln kopii). Naszym zdaniem jest to tytuł, który znajdują się między wyżej wspomnianą grą a niedawno wydaną produkcją (EA) „The Tenants”, której sprzedaż w 72h od premiery przekroczyła 50 tys. kopii. Liczymy, że gra zadebiutuje w 2022 r. a jej sprzedaż w pierwszym roku od pojawienia się na rynku wyniesie ok. 109 tys. sztuk, co przełoży się na 4,0 mln PLN przychodów w tym okresie.

Jedną z najważniejszych produkcji w pipeline studia jest „Builders of Greece” czyli brat bliźniak „Builders of Egypt” (jednej z najbardziej oczekiwanych gier grupy PLW). Jeżeli chodzi o drugą z nich czyli BoE, CFG wraz z PlayWayem będzie współwydawcą tej gry, jednak nie spodziewamy się jej wpływu na wyniki – spółka będzie korzystała na tym, iż będzie „nakierowywała” graczy na swoją produkcję czyli BoG. Liczymy, że „Builders of Greece” zadebiutuje pod koniec 2022 r., a jej sprzedaż w pierwszym roku od pojawienia się na rynku wyniesie 114 tys. sztuk, co przełoży się na 4,1 mln PLN przychodów w tym okresie.

„Aircraft Carrier Survival” – naszym zdaniem pierwsza gra, która wyjdzie spod skrzydeł odmienionego CFG i będzie pierwszym „sprawdzą” dla kompetencji nowego składu studia. Jej wishlista sięga ok. 110 tys. zapisów. Spodziewamy się premiery tego projektu w 4Q'21, w rok od premiery liczymy na sprzedaż sięgającą 99 tys. egzemplarzy, co przełoży się na 3,5 mln PLN przychodów.

Oprócz wyżej wspomnianych gier w pipeline spółki znajdują się inne równie ciekawe projekty, jednak naszym zdaniem z mniejszym potencjałem monetyzacji, niż te wskazane powyżej. Warto wyróżnić takie produkcje jak: 1) „Postal Brain Damage” – spin-off znanego cyklu brutalnych strzelanek „Postal” (do CFG będzie trafiało zaledwie kilka % ze wszystkich źródeł ze sprzedaży tego tytułu.) 2) „City of Atlantis” (Gambit Games) - gameplayem porównywalna do „Frospunka” od 11 bit studios. Warto jednak zauważyć, że deweloper będzie uczestniczył w przychodach w ograniczonym stopniu – otrzymuje z góry środki na produkcję tytułu. 3) „Orc Warchief” – gra tworzona przez G-Devs. Tytuł wzbudza duże zainteresowanie wśród graczy - dobrze budująca się wishlista obecnie sięgająca 56 tys. zapisów.

### Odписы

W sprawozdaniu finansowym za 2020 rok, spółka ujęła odpisy aktualizacyjny obejmujące 5 produkcji: Redneck Party, Projekt WW2 (ok. 98% całej kwoty, projekt robiony przez poprzedni zarząd), Spellsword, Dunroq oraz Elderborn, a jego łączna wysokość wynosi 992.719,0 PLN. Odpisy te były operacją księgową niemającą wpływu na przepływy finansowe ani na stan gotówki.

### Współpraca z PlayWay

Największym akcjonariuszem spółki jest PlayWay (47,8%). CFG korzysta z know-how swojego „dużego brata” implikując m.in. jego model działalności do swojej grupy. Spółka współpracuje z PlayWay Testing Center, w związku z czym istnieje małe ryzyko wydania gry o niskiej jakości/ niedopracowanej (dowodem są dotychczas wydawane gry przez PLW, które przechodziły przez ten „system”, za którymi stoi jakość i dobra sprzedaż). Dodatkowo korzysta takich elementów marketingu jak cross-promocje.

## Podział przychodów ze sprzedaży produktów ze względu na potencjał monetyzacji [mln PLN] oraz ilość wydawanych gier

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody [mln PLN]	4,6	25,8	31,8	35,7	27,7	25,1	33,5	30,7	25,0	40,1
Podział na potencjał monetyz.										
Duży	2,4	9,9	8,2	14,8	10,7	8,3	19,9	14,7	11,9	23,4
Średni	0,0	4,9	14,6	12,9	7,0	8,2	3,3	7,3	2,7	7,6
Mały	0,0	1,6	1,3	0,7	2,7	1,4	3,2	1,6	3,2	1,6
Wydawnictwo	0,0	4,0	5,1	5,9	6,4	6,7	6,7	6,9	7,0	7,4
Inne	0,6	1,4	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Ilość wydawanych gier:	1	19	6	21	3	19	6	20	3	23
Podział na potencjał monetyz.										
Duży	1	3	0	2	0	0	3	0	0	3
Średni	0	5	3	6	0	6	0	7	0	7
Mały	0	7	0	10	0	10	0	10	0	10
Wydawnictwo	0	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Inne	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

## Wybrane informacje odnośnie naszych założeń co do realizowanych projektów w grupie

Tytuł	Data wydania	Cena USD	Inne informacje/założenia	CFG wydawca?	Aktualna wishlista	Sprzedaż [ilość kopii - tys.]		
						2021	2022	2023
Stargate: Timekeepers	2022	25,0	Najważniejszy projekt w spółce, premiera początek 2022.	NIE	-	0,0	154,8	138,4
House Flipper City	2022	20,0	Naszym zdaniem bliżej mu do "The Tenants" niż "House Flippera". Prace zostały lekko spowolnione ze względu na ważniejsze projekty (np. Projekt Y).	TAK	40 000	0,0	81,8	58,0
Aircraft Carrier Survival	2021	20,0	Pierwszy projekt, który zadebiutuje. W pracach pomaga Gambit Games, dla którego zakładamy rev share.	TAK	110 000	61,9	46,4	52,2
Projekt Y	2022	19,0	Tryb multiplayer do gry. Ancient Games wspomaga proces produkcyjny, dla którego zakładamy rev share.	TAK	-	0,0	66,7	41,7
Handyman Corporation	2022	10,0	Jeden z mniejszych projektów spółce - zakładamy budżet ok. 80 tys. PLN.	TAK	-	0,0	31,5	14,6
Builders of Greece	2022	20,0	Spodziewamy się premiery pod koniec 2022 roku. W pracach pomaga Maximus Games, dla którego zakładamy rev share.	TAK	60 000	0,0	68,2	79,5
Black Gold	2022	14,0	Jeden z mniejszych projektów spółce - zakładamy budżet ok. 80 tys. PLN.	TAK	15 000	0,0	21,8	13,6
Postal Brain Damage	2022	25,0	Gra tworzona m.in. przez Hyperstrange, a której wydawcą będzie Running with Scissors. Zakładamy, że w związku z posiadaniem licencji przez CFG, będzie do niego trafiła kilka % ze wszystkich źródeł ze sprzedaży tego tytułu.	NIE	-	0,0	104,0	60,7
Phantom Doctrine 2	-	-	Projekt zamrożony. Kontrakt z deweloperem rozwiązany w związku z niezadawalającymi efektami pracy.	TAK	-	-	-	-
Projekt Cartel	2022	19,0	Projekt z wydawnictwa. Tworzone przez Sicariusia (Time to Stop Time).	TAK	-	0,0	32,7	15,2
Projekt Saloon	2022	19,0	Projekt z wydawnictwa. Tworzone przez Creative Storm Entertainment.	TAK	-	0,0	81,4	38,6
Colonize	2022	-	Projekt z wydawnictwa. Tworzone przez Rembrosoft.	TAK	-	0,0	65,6	40,0
City of Atlantis	2022	25,0	Tworzone przez Gambit Games i MenaAstronauts. Wydawcą będzie Games Operators. Zakładamy, że do CFG trafią zaliczki związane z tworzeniem gry, a po jej premierze kilkunastoprocentowy rev share.	NIE	-	0,0	100,0	112,5
Split	2022	10,0	Jeden z mniejszych projektów spółce. Tworzony przez Garlic Jam, CFG będzie wydawcą.	TAK	-	0,0	40,0	28,0
Gladiators Manager	2022	10,0	Gra tworzona przez Ancient Games, wydawcą CFG.	TAK	-	0,0	42,0	24,5
Battleships Commander	2022	15,0	Gra tworzona przez Ancient Games, wydawcą CFG.	TAK	-	0,0	48,0	28,0
Scrap Games	2023	15,0	Gra czerpiąca rozwiązania z "Gladiators Manager", tworzona przez NPC Games.	TAK	10 000	0,0	0,0	17,1
RPG	2023	14,0	Gra RPG tworzona przez Maximus Games. Zakładamy, że budżet projektu będzie się kształtował na poziomie ok. 0,7-1,0 mln PLN.	TAK	-	0,0	0,0	43,2
Monsters Domain	2022	14,0	Gra tworzona przez G-Devs. Liczymy na jej debiut już na początku 2022 roku.	TAK	20 000	0,0	37,7	22,0
Orc Warchief	2023	25,0	Gra tworzona przez G-Devs. Tytuł wzbudzający duże zainteresowanie wśród graczy - dobrze budująca się wishlista.	TAK	56 000	0,0	0,0	180,6
Ronin	2023	14,0	Gra tworzona przez G-Devs. Spodziewamy się, że prace nad nim przyspieszą po premierze gry "Monsters Domain".	TAK	16 000	0,0	0,0	67,9
Było sobie życie	2022	20,0	Gra tworzona przez Slav Games, oparta o francuski serial animowany. Szacujemy, że będzie miała ona znikomy wpływ na wyniki CFG.	NIE	-	0,0	0,0	80,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

pozytywnie patrzymy na długoterminowe perspektywy spółki. Aktualnie CFG ponosi wysokie koszty związane z produkcjami gier, spodziewamy się jednak, że osiągnie rentowność po debiucie pierwszej ważnej gry z portfela (ACS). W szczególności czekamy na premiery takich gier jak „Stargate: Timekeepers”, „House Flipper City”, „Builders of Greece” czy wspomnianego wcześniej „Aircraft Carrier Survival”. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla CreativeForge Games od zalecenia KUPUJ z ceną docelową 39,0 PLN/akcję, czyli 17% powyżej obecnej ceny rynkowej.

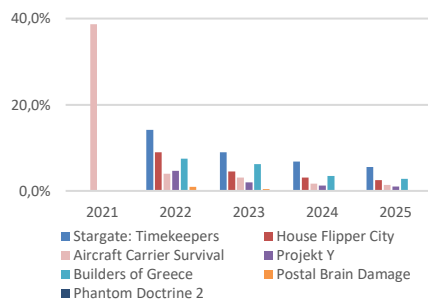
## WYCENA DCF

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 3%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,4x.

### Główne założenia modelu:

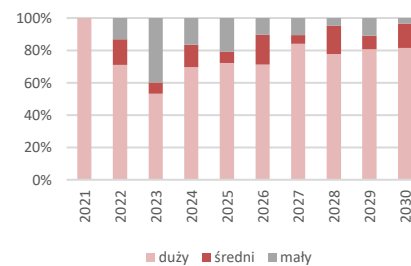
- Prognozujemy, że pierwszą grą, która będzie miała swoją premierę będzie „Aircraft Carrier Survival” i będzie to miało miejsce jeszcze w 4Q'21 – szacujemy, że budżet gry zamknie się w granicach 250 tys. PLN. W 2021 roku zakładamy również, że do spółki będą trafiały zaliczki związane z produkcją gry „City of Atlantis”. Prognozujemy, że ACS wygeneruje w omawianym okresie 2,4 mln PLN przychodów. W całym 2021 roku spodziewamy się, że CFG wypracuje 6,4 mln PLN przychodów, 0,1 mln PLN EBIT oraz 0,7 mln PLN zysku netto.
- W 2022 roku spodziewamy się debiutów takich gier jak m.in.: „Stargate: Timekeepers”, „House Flipper City”, „Projekt Y” oraz „Builders of Greece”. Szacujemy, że dzięki wyżej wspomnianym premierą spółka w 2022 roku wypracuje 26,0 mln PLN przychodów. Ponadto szacujemy wzrost EBIT do poziomu 8,5 mln PLN oraz wzrost zysku netto do 8,0 mln PLN.

Udział najważniejszych tytułów w przychodach spółki [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

Udział produkcji ze względu na potencjał monetyzacji w przychodach spółki [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A

- Aktualnie w realizowanych projektach spółki zaangażowanych jest ok. 60-70 osób, spodziewamy się niewielkiego wzrostu załogi w kolejnych latach, ze względu na chęć optymalizacji działań w obecnym kształcie studia.
- Zakładamy, że średni cykl produkcji gry z większym budżetem (od 1 do 2,5 mln PLN) i o większym potencjale monetyzacji wynosi ok. 30-36 miesięcy, tym samym prognozujemy premiery tego typu gier co trzy lata.
- Jeżeli chodzi o gry ze średnim i niskim budżetem (do ok. 0,5 mln PLN) oraz potencjałem monetyzacji, zakładamy w naszym modelu, że średni cykl produkcji wynosi odpowiednio 18-24 miesięcy. Szacujemy, że spółka jest w stanie wydawać ok. 6-7 gier średniego budżetu co 2 lata oraz 7-10 mniejsze również co 2 lata.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniu gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. 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 2030 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 2020 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 2,7 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 17.08.2021 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki CreativeForge Games na poziomie 103,9 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 39,0 PLN.**

## Model DCF

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	6,4	26,0	34,4	33,0	32,3	24,5	33,3	30,0	31,1	33,5
EBIT [mln PLN]	0,1	8,5	13,9	12,7	13,0	5,6	13,1	9,5	11,4	10,4
Stopa podatkowa	0,0%	6,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,0	0,5	1,4	1,3	1,3	0,6	1,3	1,0	1,1	1,0
NOPLAT [mln PLN]	0,1	8,0	12,5	11,4	11,7	5,1	11,8	8,6	10,2	9,4
Amortyzacja: [mln PLN]	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
CAPEX [mln PLN]	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
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]	-1,6	-0,3	-3,3	2,1	-3,7	0,8	-1,0	1,0	-5,4	4,6
FCF [mln PLN]	-1,6	7,6	9,2	13,5	8,0	5,9	10,8	9,6	4,8	14,0
DFCF [mln PLN]	-1,5	6,7	7,4	9,8	5,3	3,5	5,9	4,8	2,2	5,7
Suma DFCF [mln PLN]	49,7									
Wartość rezydualna [mln PLN]	125,7									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	51,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]	101,1									
Dług netto 2020 [mln PLN]	-2,8									
Dywidenda 2021 [mln PLN]	0,0									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>103,9</b>									
Ilość akcji [tys.]	2,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>39,0</b>									

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

Przychody zmiana r/r	-82,9%	303,9%	32,6%	-4,1%	-2,3%	-24,0%	35,9%	-10,0%	3,8%	7,6%
EBIT zmiana r/r	-	13113,5%	63,9%	-9,0%	2,6%	-56,7%	134,1%	-27,4%	19,1%	-8,3%
FCF zmiana r/r	-108,7%	-583,6%	21,1%	46,1%	-40,7%	-26,6%	83,9%	-11,1%	-49,8%	190,5%
Marża EBITDA	2,0%	32,9%	40,6%	38,6%	40,5%	23,2%	39,7%	32,1%	36,8%	31,4%
Marża EBIT	1,0%	32,7%	40,4%	38,3%	40,2%	22,9%	39,5%	31,8%	36,5%	31,1%
Marża NOPLAT	1,0%	30,7%	36,4%	34,5%	36,2%	20,6%	35,5%	28,6%	32,9%	28,0%
CAPEX / Przychody	1,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,2%
CAPEX / Amortyzacja	125,4%	103,7%	103,7%	103,7%	103,7%	103,7%	103,7%	103,7%	103,7%	100,0%
Zmiana KO / Przychody	25,3%	1,3%	9,5%	-6,4%	11,4%	-3,4%	3,1%	-3,4%	17,4%	-13,8%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-5,2%	1,7%	38,7%	148,5%	-491,5%	10,7%	11,7%	30,6%	472,5%	-195,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,40	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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,5%	4,2%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

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	39,7	41,1	42,6	44,4	46,5	48,9	51,9	55,5	60,0
	1,2	37,4	38,6	39,9	41,4	43,1	45,1	47,4	50,3	53,7
	1,3	35,4	36,4	37,5	38,7	40,1	41,8	43,7	46,0	48,7
	1,4	33,6	34,4	35,3	36,4	37,6	39,0	40,6	42,4	44,6
	1,5	31,9	32,6	33,4	34,3	35,4	36,5	37,8	39,4	41,2
	1,6	30,4	31,0	31,7	32,5	33,4	34,4	35,5	36,8	38,2
	1,7	29,0	29,6	30,2	30,9	31,6	32,5	33,4	34,5	35,7

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%	47,3	49,5	52,0	55,0	58,7	63,2	69,0	76,5	86,9
	4%	39,3	40,6	42,0	43,8	45,7	48,1	50,9	54,3	58,6
	5%	33,6	34,4	35,3	36,4	37,6	39,0	40,6	42,4	44,6
	6%	29,3	29,9	30,5	31,2	32,0	32,8	33,8	34,9	36,2
	7%	26,0	26,4	26,8	27,3	27,8	28,4	29,1	29,8	30,6
	8%	23,4	23,7	24,0	24,3	24,7	25,1	25,5	26,0	26,5
	9%	21,2	21,4	21,7	21,9	22,2	22,5	22,8	23,1	23,5

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%	74,4	70,0	66,3	63,2	60,5	58,1	56,0	54,1	52,4
	4%	55,5	52,6	50,2	48,1	46,3	44,7	43,3	42,1	40,9
	5%	44,2	42,2	40,5	39,0	37,7	36,6	35,6	34,7	33,9
	6%	36,7	35,2	33,9	32,8	31,9	31,1	30,3	29,7	29,1
	7%	31,4	30,2	29,3	28,4	27,7	27,1	26,5	26,0	25,6
	8%	27,4	26,5	25,7	25,1	24,5	24,0	23,6	23,2	22,9
	9%	24,3	23,6	23,0	22,5	22,0	21,6	21,3	21,0	20,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

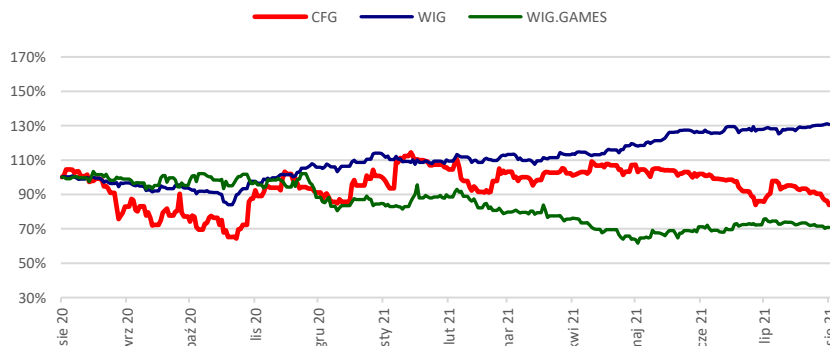
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CreativeForge Games metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **48,5 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie spółki, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej sprawdza się w wycenie spółek gamingowych. Ponadto uważamy, że polskie studia różnią się co do profilu i skali prowadzonej działalności dlatego mylnym byłoby włączanie jej do finalnej wyceny.

### Wycena porównawcza [PLN]

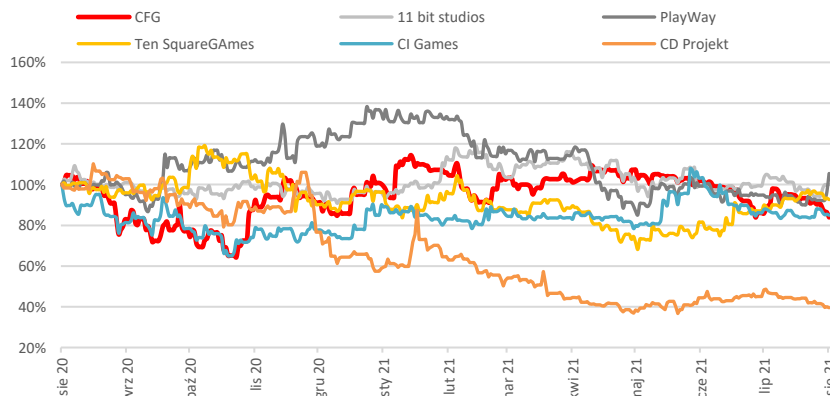
	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
11 bit studios	34,6	29,0	34,4	23,9	18,9	21,6
PlayWay	18,5	15,6	13,5	16,7	13,5	12,0
Ten Square Games	23,5	19,5	18,6	17,2	14,3	13,6
CD Projekt	68,3	69,8	9,4	39,3	37,6	5,8
<b>Mediana grupy</b>	<b>29,0</b>	<b>24,3</b>	<b>16,0</b>	<b>20,5</b>	<b>16,6</b>	<b>12,8</b>
CreativeForge Games	134,2	11,2	7,1	670,8	9,0	4,8
Premia/dyskonto	461,9%	46,1%	-55,6%	3268,8%	54,1%	-62,2%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>7,2</b>	<b>72,6</b>	<b>75,3</b>	<b>2,8</b>	<b>57,9</b>	<b>75,2</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>51,7</b>			<b>45,3</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>			<b>48,5</b>			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



### Zachowanie kursów od sierpnia 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## MODEL BIZNESOWY

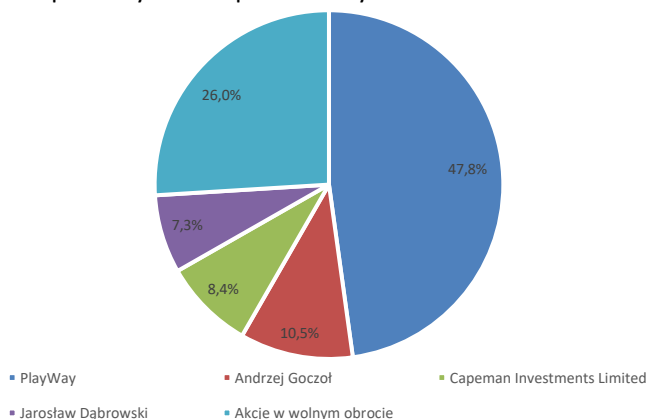
### Opis spółki

Spółka została założona w 2011 roku przez weteranów gamedevu (osoby te mogły się pochwalić pracą nad takimi znanymi tytułami jak: „Call of Juarez”, „Dead Island” czy „Shadow Warrior” oraz „Hard West”. Po trzech latach prac wydano przy wsparciu Paradox Interactive grę „Ancient Space” (kosmiczny RTS). Tytuł ten został chłodno odebrany przez graczy, a obecnie jego ocena na Steamie kształtuje się na poziomie 46% pozytywnych opinii. Kolejną grą stworzoną przez CFG był „Hard West” (strategia turowa) wydany w 2015 roku (75,7% pozytywnych opinii na Steamie). Trzecim projektem, który miał być ambitniejszy od swoich poprzedników był „Phantom Doctrine” (szpiegowska strategia turowa) wydany przez firmę Good Shepherd Entertainment w 2018 roku. Pomimo dobrych ocen (73,0% Steam) tytuł ten nie odniósł sukcesu komercyjnego, co odbiło się na finansach dewelopera. Na początku 2019 roku CFG opuścili niemal wszyscy pracownicy razem z ówczesnym prezesem. Od tego momentu doszło do dużych zmian w spółce, na której czele stanął aktualny prezes Piotr Karbowski, a studio zacieśniło współpracę z grupą PLW. Deweloper zmienił strategię - z tworzenia kosztownych i czasochłonnych produkcji przeszedł do mniejszych tytułów, z większym potencjałem monetyzacji. Niedługo po tych rotacjach, zakomunikowano o pracach nad nowymi tytułami „Aircraft Carrier Survival” i „Bandit Simulator”. W 2020 r. ogłoszono kolejne tytuły: „Phantom Doctrine 2: The Cabal”, „Postal: Brain Damage”, „House Flipper City” oraz „Stargate: Timekeepers”.

Głównym przedmiotem działalności CFG jest tworzenie gier komputerowych w obszarze gier taktycznych, ze szczególnym uwzględnieniem turowych gier taktyczno-strategicznych. Po zmianach jakie zaszły w spółce w 2019 roku, przyjęto model, który funkcjonuje w większości spółek należących do grupy PLW – tworzenie wielu preprodukcji o różnej tematyce w celu sprawdzenia ich potencjału produkcyjnego. Przyjęto bardziej zrównoważoną politykę budżetową, co pozwala na produkcję dużo większej liczby tytułów przy bardzo ograniczonych kosztach działalności. PlayWay oprócz ogromnej społeczności graczy wniósł pomoc przy sprawdzaniu potencjału sprzedażowego, testowaniu gier (przez PlayWay Testing Center) oraz wsparcie w zakresie marketingu, wydawnictwa, sprzedaży i kontaktów międzynarodowych.

Do głównych aktywów spółki należą m.in. IP „Hard West” oraz aktywa dotyczące wielu preprodukowanych i produkowanych gier. Spółka nastawia się na maksymalizację zysków, w tym celu już z wydanych produkcji będzie tworzyła w oparciu o wymienione IP kolejne wersje na inne platformy, w tym: Nintendo Switch, szeroko rozumiany mobile, gry planszowe, konsole itd.

### Akcjonariat – procentowy udział w kapitale zakładowym



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

### Przychody z poszczególnych gier spółki w latach 2019-2020 [tys. PLN]

Gra	2020 rok	2019 rok
Hard West	925,8	369,1
Phantom Doctrine	839,2	1 752,7
StarGate	492,0	1 062,1
Bandit Simulator	0,0	20,0
Hooligan	0,0	21,5
pozostałe	222,7	59,1

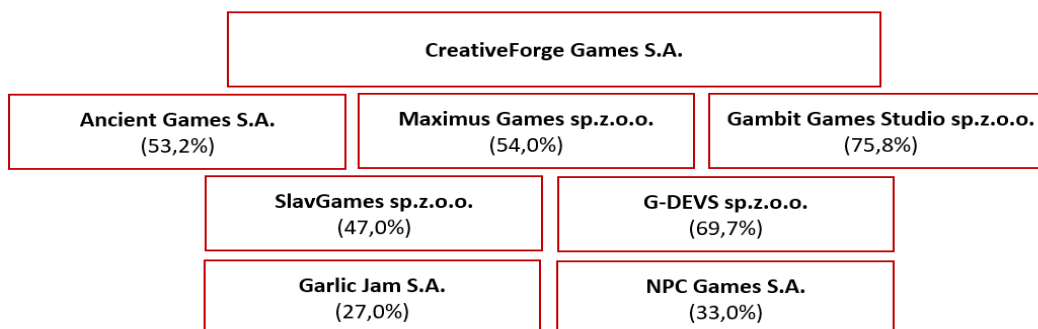
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

## Grupa Kapitałowa CFG

Spółka	Udział CFG w spółce	O spółce	Produkcje
Ancient Games	53,2%	Tworzenie gier symulacyjnych. Zespół Ancient Games S.A. liczyć będzie ok. 10 osób i w pierwszej kolejności zajmie się realizacją 3 preprodukcji. Docelowo Ancient Games realizować ma 2 projekty w skali roku.	"Gladiators Manager" oraz "Battleships"
Maximus Games	54,0%	Produkcja mniejszych gier, których budżet wynosi od 50 do 100 tys. PLN	Jedyny w grupie RPG
Gambit Games Studio	75,8%	Produkcjami gier przekraczającymi 100 tys. PLN oraz współpraca z zewnętrznymi podmiotami, zarówno wydawniczymi jak i pozyskiwaniem wartościowych IP do grupy.	"City of Atlantis" oraz współtworzenie innych gier w grupie
SlavGames	47,0%	Produkcja gier komputerowych.	"Było sobie życie" oraz preprodukcja City Builder
G-DEVS	69,7%	Produkcja gier z wykorzystaniem zespołów deweloperskich zlokalizowanych poza granicami Polski oraz kooperacja zagraniczna w przypadku produkcji obecnie tworzonych przez zagraniczne podmioty.	"Monsters Domain", "Orc Warchief" oraz "Ronin"
Garlic Jam	27,0%	Produkcją gier PC z nastawieniem na gatunek FPS. Docelowo planowana jest produkcja dwóch tytułów jednocześnie w skali roku.	"Split" oraz preprodukcja własnego tytułu
NPC Games	33,0%	6 osobowy zespół - Warszawa	"Scrap Games" i 2 nowe preprodukcje w toku

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

## Grupa Kapitałowa CreativeForge Games



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

## Planowane premiery gier

Gra	Planowany termin premiery gry
Aircraft Carrier Survival	2021
House Flipper City	2021/2022
Stargate: Timekeepers (nazywana wcześniej Projekt X)	2022
Projekt Y (współpraca z Slitherine Software UK LTD)	2021/2022
Destroyer /Battleships Commander	2021
POSTAL: Brain Damaged	2022
Gladiators Manager	Q4 2021
Orc Warchieff	2022
I Saw The Night	2022
Builders of Greece	2022
The Pit Broken Bones	TBA
Monsters Domain	2022
Once upon a Time... Life	2023
Builders of Egypt	TBA
Phantom Doctrine 2: The Cabal	TBA
City of Atlantis	2022

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, spółka

## Global top wishlist [sierpień 2021]

Miejsce	Gra	Producent/ Wydawca	Follow [tys.]
1.	Dying Light 2 Stay Human	Techland	221,7
110.	Aircraft Carrier Survival	CFG	19,4
231.	Builders of Greece	CFG	9,9
347.	POSTAL: Brain Damaged	CFG/ RWSH	3,1
417.	House Flipper City	CFG	5,6
662.	Monsters Domain	G-Devs, CFG	10,2
794.	Phantom Doctrine: The Cabal	CFG	1,6
1 170.	Scrap Games	NPC/ CFG	10,0

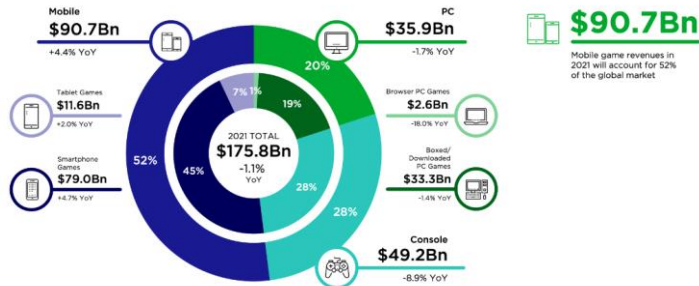
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A, steamdb.info

## OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,2%, osiągając 204,6 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

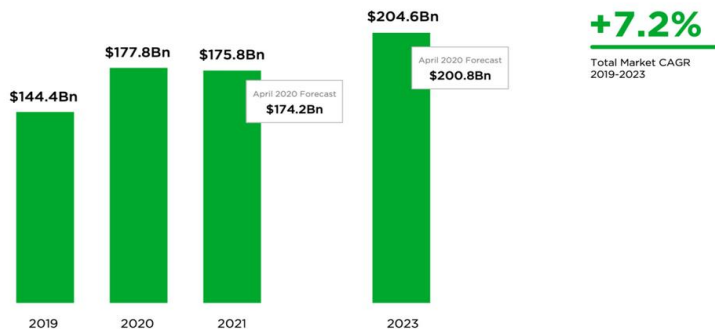
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszlatoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do poziomu 175,8 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (-1,1% r/r). Mimo to, analitycy firmy Newzoo zapewniają, że nie jest to powód do niepokoju w długim terminie. Wpływ na spadek wartości będzie mieć m.in. brak półprzewodników, a chociażby Nvidia przewiduje, że niedobory sprzętów mogą potrwać nawet do końca roku. Newzoo podtrzymuje, że w 2023 roku rynek gier przekroczy 204 mld USD. Zdaniem firmy najszybciej rozwijającym się rynkiem mają być gry mobilne. Analitycy jednak podkreślają, że rok 2022 może należeć do gier konsolowych, kiedy to zaplanowano kilka ciekawych premier na sprzęt nowej generacji.

Podział rynku gamingowego w 2021 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



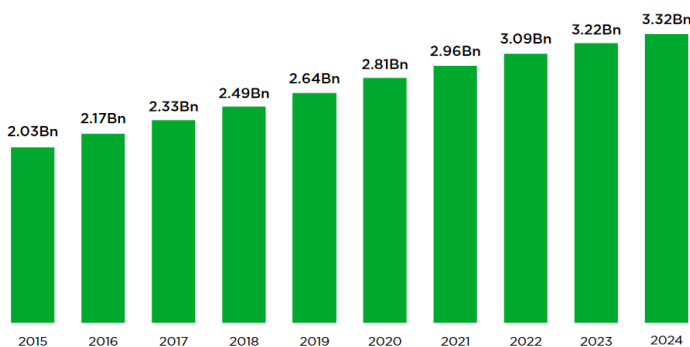
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2019-2023



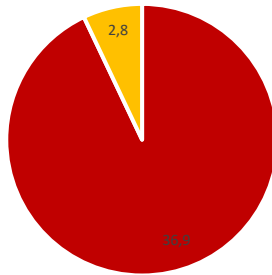
Źródło: Newzoo

Prognoza ilości graczy na świecie 2015-2024



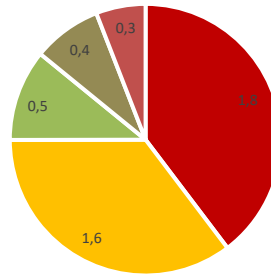
Źródło: Newzoo

Ameryka Północna



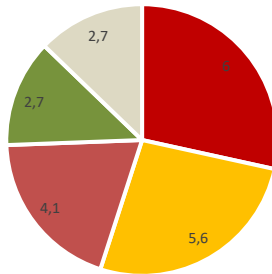
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



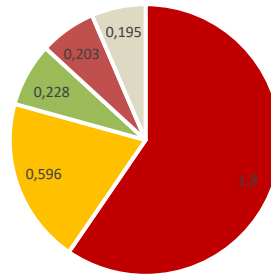
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



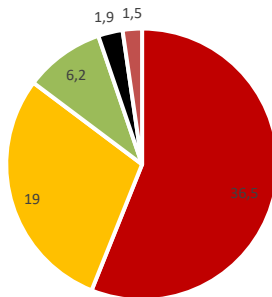
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



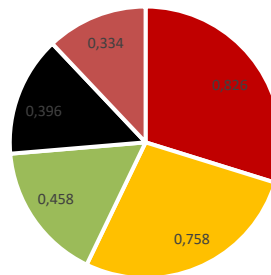
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

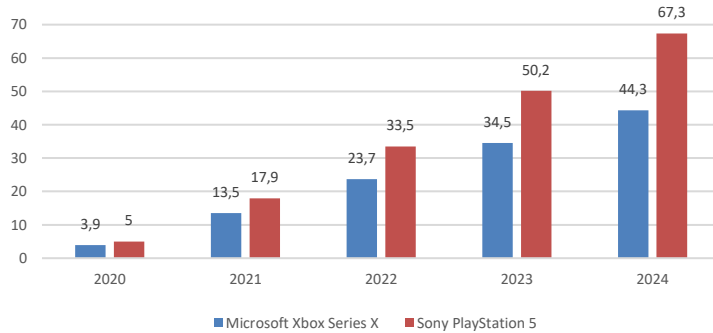
Bliski Wschód i Afryka



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

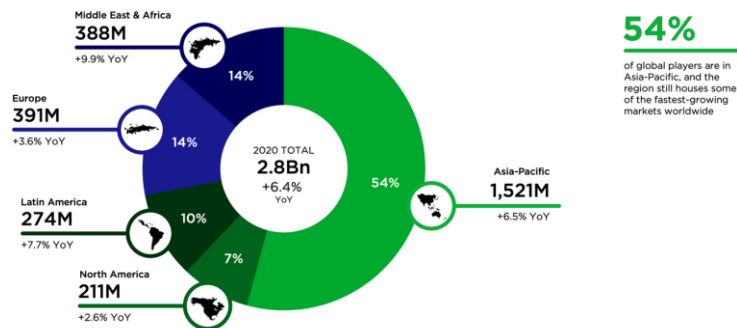
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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



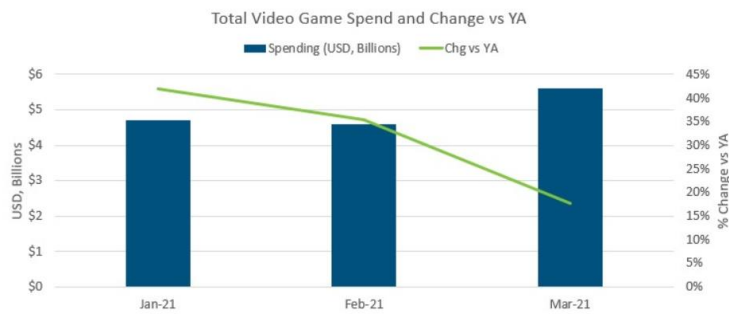
Źródło: Ampere Analysis, Dom Maklerski BDM S.A.

**Podział graczy w 2020 roku ze względu na region oraz ich zmiana r/r**



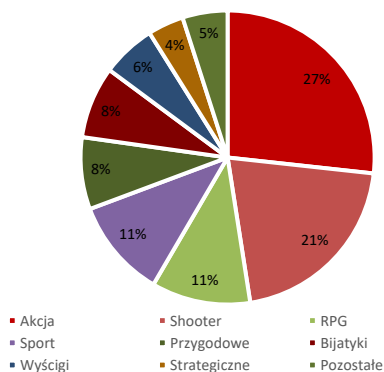
Źródło: Newzoo

**Dynamiki rynku amerykańskiego w poszczególnych miesiącach 2021 roku**



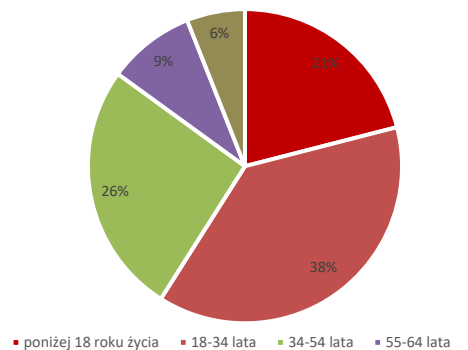
Źródło: The NPD Group

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



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

**Podział graczy pod względem wieku w USA w 2020 roku [%]**



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

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Prognozujemy, że 3Q'21 pod względem przychodowym okaże się lepszy kwartałem vs 2Q'21. Aktualnie w portfelu CFG przychody ze sprzedaży produktów generowane są głównie przez stare tytuły: „Phantom Doctrine” oraz „Hard West”. Spodziewamy się, że do spółki trafią pierwsze zaliczki związane z pracami nad „City of Atlantis”. Jednak w związku z licznymi otwartymi projektami (spółka realizuje i wspiera ok. 22 produkcje), koszty usług obcych i wynagrodzeń będą kształtowały się dalej na wysokim poziomie, przez co liczymy się z tym, że również ten kwartał może zakończyć się stratą netto. Spodziewamy się, że dopiero po premierze gry „Aircraft Carrier Survival”, która zakładamy na 4Q'21 spółka uzyska rentowność. Szacujemy, że wyżej wspomniany tytuł sprzeda się w 2021 roku w nakładzie ok. 61,9 tys. egzemplarzy, co przełoży się na 2,4 mln PLN przychodów. W związku z tą premierą zakładamy, że spółce uda się zamknąć 2021 rok z przychodami na poziomie 6,4 mln PLN, wynikiem EBITDA 0,1 mln PLN oraz zyskiem netto 0,7 mln PLN.

Na początku 2022 roku spodziewamy się premiery najważniejszej gry znajdującej się w produkcji czyli „Stargate: Timekeepers”, której wydawcą będzie Slitherine. Szacujemy, że gra w omawianym okresie jest w stanie się sprzedać w nakładzie ok. 155 tys. kopii, co przełoży się na 3,7 mln PLN przychodów dla CFG. Ponadto innymi ważnymi debiutami, które będą miały miejsce w 2022 roku będą: „House Flipper City” (81,8 tys. kopii, 2,3 mln PLN przychodów), „Projekt Y” (66,7 tys. kopii, 1,2 mln PLN przychodów), „Builders of Greece” (68,2 tys. kopii, 2,6 mln PLN przychodów) oraz trzy gry z wydawnictwa czyli: „Projekt Cartel” (32,7 tys. kopii, 1,2 mln PLN przychodów), „Projekt Saloon” (81,4 tys. kopii, 2,4 mln PLN przychodów) oraz „Colonize” (65,6 tys. kopii, 2,4 mln PLN przychodów). Szacujemy, że w tym okresie CFG wypracuje 26,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży produktów. Zwracamy jednak uwagę na wysoki koszt usług obcych, w których będzie księgowany rev share oraz wynagrodzeń (łącznie koszty działalności operacyjnej wyniosą 17,5 mln PLN, z czego 92% tej pozycji będą stanowiły wyżej wspomniane pozycje). W całym 2020 roku prognozujemy 8,5 mln PLN EBITDA, 8,0 mln PLN zysku netto.

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

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

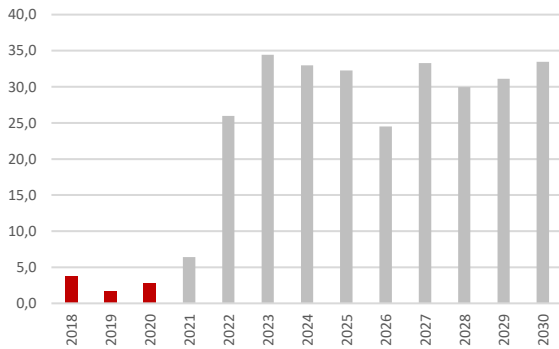
### Prognoza ogólna na lata 2021-2030 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	3,7	1,6	2,8	6,4	26,0	34,4	33,0	32,3	24,5	33,3	30,0	31,1	33,5
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,5	-0,1	-0,2	1,9	8,5	13,9	12,7	13,0	5,6	13,1	9,5	11,4	10,4
EBITDA	-0,6	-0,1	-1,2	0,1	8,5	14,0	12,7	13,1	5,7	13,2	9,6	11,4	10,5
EBIT	-0,7	-0,2	-1,2	0,1	8,5	13,9	12,7	13,0	5,6	13,1	9,5	11,4	10,4
Wynik brutto	-0,9	-0,2	0,0	0,4	8,5	13,9	12,7	13,0	5,6	13,1	9,5	11,4	10,4
Wynik netto	-0,9	-0,2	0,1	0,7	8,0	12,5	11,4	11,7	5,1	11,8	8,6	10,2	9,4
marża brutto	-13,4%	-7,1%	-7,3%	29,6%	32,7%	40,4%	38,3%	40,2%	22,9%	39,5%	31,8%	36,5%	31,1%
marża EBITDA	-15,1%	-5,1%	-41,1%	2,0%	32,9%	40,6%	38,6%	40,5%	23,2%	39,7%	32,1%	36,8%	31,4%
marża EBIT	-18,0%	-9,1%	-42,6%	1,0%	32,7%	40,4%	38,3%	40,2%	22,9%	39,5%	31,8%	36,5%	31,1%
marża netto	-23,4%	-10,0%	2,1%	10,3%	30,7%	36,4%	34,5%	36,2%	20,6%	35,5%	28,6%	32,9%	28,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

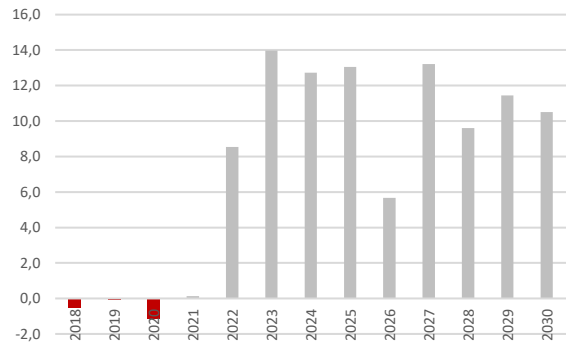


**Przychody [mln PLN]**



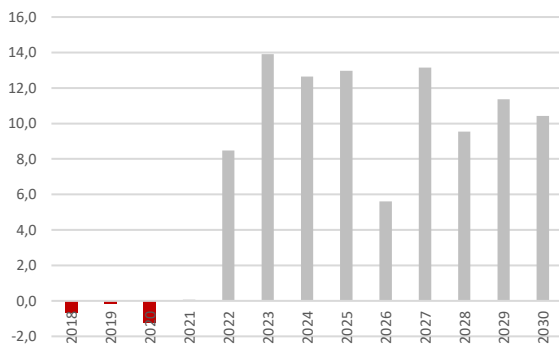
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**



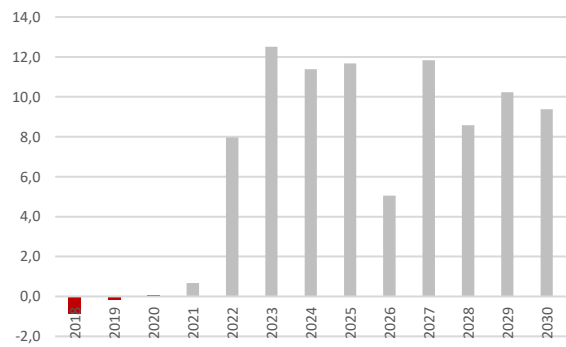
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBIT [mln PLN]**



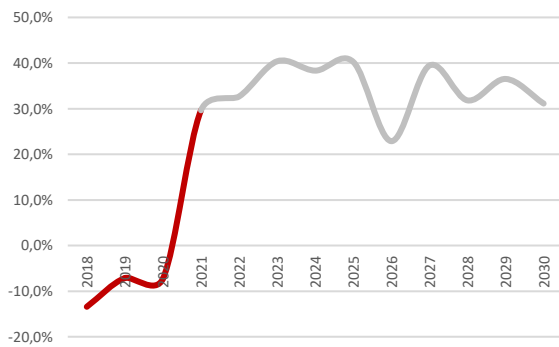
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Żysk netto [mln PLN]**



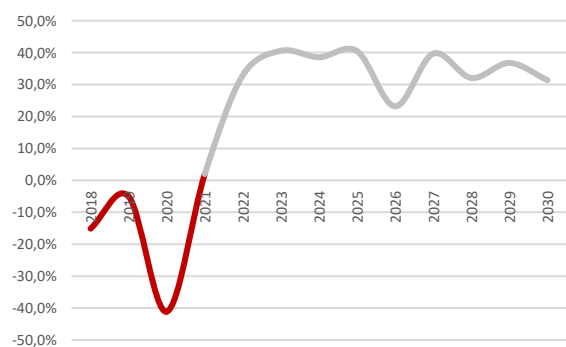
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*MSSF 16 od 1Q'19

**Marża brutto [%]**



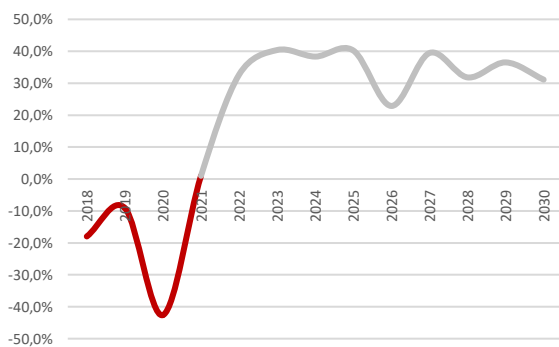
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA [%]**



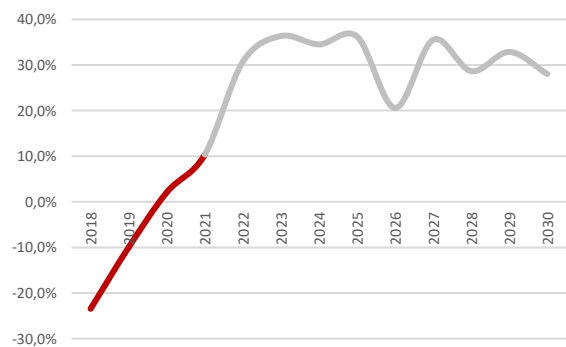
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBIT [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża netto [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka



**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzysztof Tkocz**

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

**Michał Fidelus**

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

**Adrian Górniak**

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

**Krzysztof Tkocz**

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

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilczyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	39,0	-	-	17.08.2021*	08:00 CEST	33,5	68 812

\*Material 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 3Q'21*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	67%	0	0%
Akumuluj	1	33%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

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

**Nota prawna:**

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

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 w nim 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 odpowiednie dla danego inwestora.

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi 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 przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa dnia 17.08.2021 roku (08:00 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 powiązanimi 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 17.08.2021 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 (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 jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanimi 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 rekomendującą, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.