



czwartek, 29 sierpnia 2024 | komentarz specjalny

CD Projekt: Wyniki i podsumowanie konferencji wynikowej

Rekomendacja: kupuj | cena docelowa: 166,00 PLN | cena bieżąca: 180,00 PLN

CDR PW; CDR.WA | Gaming, Polska

Opracowanie: Piotr Poniatowski +48 509 603 046

Zaprezentowane przez spółkę wyniki finansowe są dobre, ale brakuje im jakiegoś efektu wow, dlatego akcje mogą być pod presją.

Osiągnięte rezultaty są nieco lepsze od oczekiwań rynkowych, głównie za sprawą wyższego wyniku na działalności finansowej oraz niższego podatku. Jednak wynik lepszy o kilka milionów złotych nie robi większej różnicy w przypadku spółki o kapitalizacji ok. 18 mld PLN.

Przepływy pieniężne pozostają silne, a CD Projekt zakończył połowę roku z pozycją gotówkową netto ponad 1,3 mld PLN (po wypłacie 100 mln PLN dywidendy i ok. 40 mln PLN premii za wyniki 2023 roku), co jest bardzo dobrym zabezpieczeniem na realizację kolejnych projektów.

Co się tyczy przyszłych projektów, Polaris (kolejna saga wiedźmińska) jest cały czas w fazie pre-produkcji, co jest nieco rozczarowujące. Podobno przejście do fazy produkcyjnej jest już blisko, ale na ten kamień milowy musimy jeszcze poczekać. Co ciekawe, Orion (kolejny Cyberpunk) jest już ponoć niedaleko od przejścia z fazy koncepcyjnej do fazy pre-produkcji. Zatrudnienie na przestrzeni ostatniego kwartału praktycznie się nie zmieniło się: co najmniej 410 deweloperów pracuje nad Polarisem, 60 nad Orionem, 42 nad Syriuszem (gra od The Molasses Flood), a 20 nad Hadarem (nowe IP).

Fundamentalnie pozostajemy pozytywnie nastawieni do CD Projekt, który jest naszym top pickiem sektorowym ze strategii na 2024 r. opublikowanej w grudniu zeszłego roku. Spółka ma dwa dobrze monetizujące się IP, a co najważniejsze posiada zabezpieczone środki pieniężne (które dodatkowo cały czas generuje) na dowiezienie kolejnych tytułów. To, czego naszym zdaniem aktualnie brakuje to akcentów marketingowych. Oczekujemy, że kampania informacyjna rozpocznie się jeszcze w tym roku (być może 12 grudnia na ceremonii The Game Awards?). Oczekujemy, że kampania informacyjna rozpocznie się jeszcze w tym roku (może 12 grudnia na ceremonii Game Awards?). Działania marketingowe powinny budować pozytywny sentyment wokół akcji, ale bez silnych katalizatorów CDR może znaleźć się w najbliższym czasie pod presją (krótkie pozycje mają sporo do nadrobienia). Wszelkie spadki traktowalibyśmy jako okazję inwestycyjną.

- W 2Q'24 spółka wygenerowała 198 mln PLN przychodów (+32% r/r, -13% kw/kw), zaledwie 2% poniżej oczekiwań rynkowych i 1% poniżej naszych szacunków. IP CP77 odpowiada za 56% całkowitych przychodów Grupy, IP Wiedźmin za 17%, a GOG za 22%. W omawianym kwartale zysk brutto ze sprzedaży (135 mln PLN) spadł o 18% kw/kw i był o 5% niższy od naszych oczekiwań.
- Spółka obniżyła koszty sprzedaży, koszty ogólne i administracyjne (SG&A) o 5% kw/kw, pomimo wzrostu kosztów badań (+22% kw/kw, wzrost z 21 mln PLN do 25 mln PLN). Całkowite koszty SG&A były o 3% niższe od naszych prognoz.
- Pozostałe przychody operacyjne dołożyły do wyników 5 mln PLN (z czego 3 mln PLN wynika z ulgi podatkowej dla innowacyjnych pracowników). W swoich szacunkach nie zakładaliśmy takiego wsparcia.

- CDR osiągnął wynik EBITDA na poziomie 89 mln PLN (+72% r/r, -20% kw/kw), czym przebił oczekiwania rynkowe (o 4%) oraz nasze prognozy (o 2%).
- CDR zaraportował wynik finansowy netto na poziomie +19 mln PLN, nieco lepszy niż oczekiwane przez nas +16 mln PLN.
- Zysk netto wyniósł 70 mln PLN (+236% r/r; -30% kw/kw), 10% powyżej oczekiwań rynkowych i 18% powyżej naszych szacunków (różnica 11 mln PLN). Spółka przebiła oczekiwania częściowo za sprawą pozycji operacyjnych/finansowych, a częściowo dzięki niższemu podatkowi (pomógł podatek odroczony). Segment GOG wygenerował 1 mln PLN zysku netto (0 mln PLN w 2Q'23/1Q'24).
- Po raz kolejny CDR zaraportował silne przepływy pieniężne: kwota przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej wyniosła 70 mln PLN (i została pomniejszona o 40 mln PLN z tytułu rozwiązanych rezerw na wypłatę rocznych premii za rok obrotowy 2023), nakłady inwestycyjne 23 mln PLN, nakłady na nowe gry 57 mln PLN. CDR wypłacił też 100 mln PLN dywidendy. CDR zamknął kwartał z silną pozycją gotówkową netto w wysokości 1,3 mld PLN (spadek o 128 mln PLN kw/kw).
- Liczba pracowników na koniec lipca prawie się nie zmieniła w porównaniu ze stanem z kwietnia: zespół pracujący nad Wiedźminem składa się z 410 deweloperów (pod koniec kwietnia było 407), nad Cyberpunkiem 2 – 60 (było 56), nad grą The Molasses Flood – 42 (było 39), nad nowym IP Hadar – 20 osób. Firma jest zadowolona z liczebności zespołu pracującego nad Wiedźminem. „Ponad 400” osób to nowa optymalna wielkość zespołów realizujących gry AAA. Skład zespołu pracującego nad Cyberpunk 2 powinien się podwoić w przyszłym roku.
- Polaris (kolejny Wiedźmin) wciąż znajduje się w fazie przedprodukcyjnej, ale jest bliski wejścia w fazę pełnej produkcji. Brak szczegółów dotyczących marketingu, trzeba czekać.
- Projekt Orion (Cyberpunk 2) wciąż znajduje się w fazie badań, ale już „niebawem” ma wejść w fazę przedprodukcyjną (jego koszty będą kapitalizowane, a nie ujmowane w rachunku zysków i strat jako koszty badań i rozwoju).
- Brak szczegółów na temat projektu filmowego.
- Brak szczegółów na temat sequela anime Cyberpunk, odcisnąć animowanych produkcji Zarząd stwierdził, że ostatnie słowo jeszcze nie zostało powiedziane.

Raportowane wyniki 2Q 2024 vs konsensus PAP

(mln PLN)	2Q'24	Konsensus	różnica	najniższy szacunek	różnica do min	najwyższy szacunek	różnica do maks
Przychody	198	202	-2%	197	1%	209	-5%
EBITDA	89	85	4%	80	11%	90	-1%
EBIT	59	56	5%	52	13%	64	-8%
Zysk netto	70	63	10%	55	27%	74	-5%

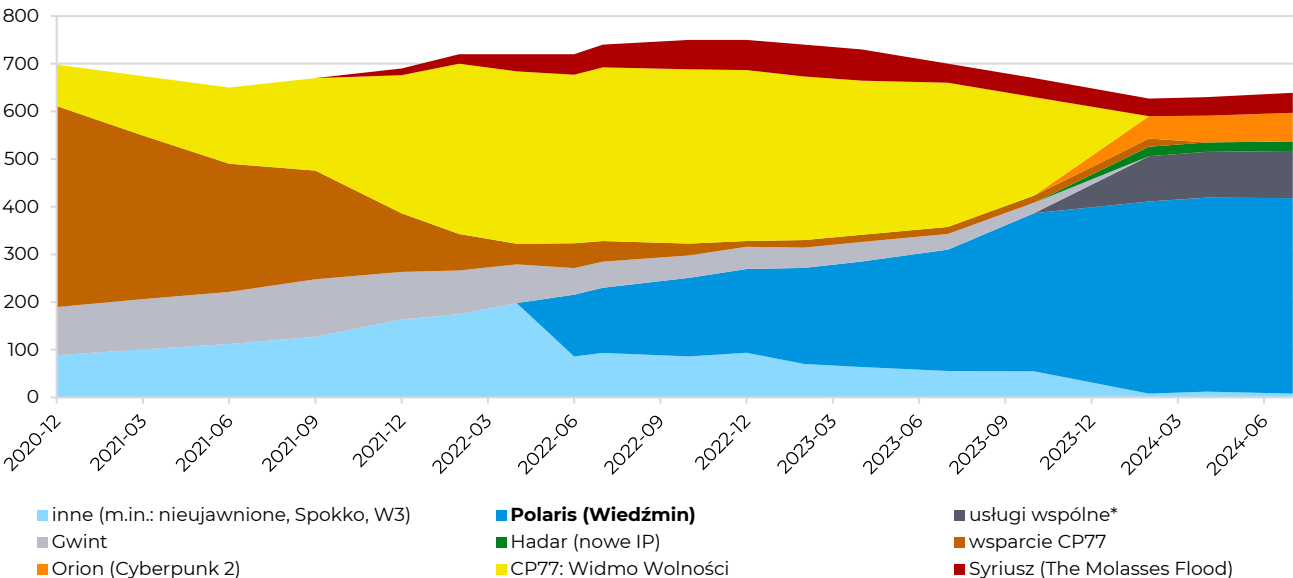
Źródło: CD Projekt, mBank, konsensus PAP

Wyniki za 2Q 2024 wobec oczekiwań

(mln PLN)	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	r/r	q/q 2Q'24P	różn.	2024	YTD	
Przychody	216	162	246	329	175	150	442	463	227	198	32%	-13%	200	-1%	828	51%
RED (gry)	179	116	205	280	135	109	382	412	187	158	45%	-16%	157	1%	638	54%
GOG (sklep)	40	48	44	56	42	43	84	67	44	43	1%	-2%	43	1%	190	46%
ZBnS	169	108	166	266	121	97	298	333	165	135	39%	-18%	142	-5%	579	52%
Marża (%)	78%	67%	68%	81%	69%	65%	67%	72%	73%	68%			71%		70%	
Koszty sprzedaży	61	30	45	87	39	46	67	91	31	30	-36%	-5%	30	-3%	164	37%
Koszty og. zarz.	20	26	28	2	30	30	52	55	54	52	74%	-5%	54	-3%	213	50%
Poz. dz. op. netto	-3	0	3	-34	20	5	4	1	2	5	-3%	133%	0	-	0	
EBIT	85	52	96	143	71	27	183	188	81	59	119%	-28%	58	2%	202	69%
RED (gry)	85	50	94	140	70	27	175	185	81	58	115%	-28%	56	4%	199	70%
GOG (sklep)	0	2	2	4	1	0	8	3	0	1	-	-	2	-54%	3	30%
EBITDA	107	74	148	166	96	52	281	286	111	89	72%	-20%	87	2%	323	62%
Marża (%)	50%	46%	60%	50%	55%	34%	63%	62%	49%	45%			44%		39%	
Saldo finansowe	7	10	15	-15	9	13	48	0	16	19	46%	18%	16	21%	41	84%
Zysk brutto	92	62	111	128	80	40	231	188	97	78	96%	-20%	73	6%	243	72%
Stawka pod. (%)	25%	27%	12%	-5%	13%	48%	13%	-2%	-3%	10%			19%		12%	
Zysk netto	69	45	98	135	69	21	200	191	100	70	236%	-30%	59	18%	214	80%
RED (gry)	69	45	97	132	69	21	192	188	100	69	225%	-31%	59	16%	209	81%
GOG (sklep)	0	0	1	4	0	0	8	3	0	1	-	-	0	-	5	21%
CFO	142	1	69	194	113	9	123	366	181	70					367	
Zm. kap. obrot.	60	21	-82	-26	69	-1	-187	63	77	13					112	
CAPEX	-43	-72	-66	-75	-92	-100	-75	-62	-64	-80					-307	
CF ogółem	337	-64	-486	79	-123	-5	87	-58	-54	25					39	
Śr. pien. i ekw.	1 272	1 178	1 096	1 102	1 137	958	1 022	1 335	1 464	1 373					1 374	
Dług netto	-1 207	-1 122	-1 027	-1 060	-1 100	-923	-970	-1 292	-1 464	-1 336					-1 331	
DN/EBITDA (x)	-3,2	-3,3	-2,3	-2,1	-2,3	-2,0	-1,6	-1,8	-2,0	-1,7					-4,1	
MCAP @ 180,00										17 984						
EV @ 180,00										16 648						
P/E (x)	73,3	82,6	60,1	51,8	51,7	55,6	42,3	37,4	35,1	32,1						
EV/EBITDA (x)	44,9	49,5	38,0	34,2	34,9	37,0	28,7	23,4	22,7	21,7						

Źródło: CD Projekt, P – prognoza mBanku

Szacunek liczby deweloperów zaangażowanych w poszczególne projekty CD Projekt



Źródło: mBank na podstawie prezentacji CD Projekt; *zespół do dyspozycji pozostałych projektów, m.in. lokalizowanie, zapewnienie jakości, analiza danych, AI itp.

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasingu; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Sygnty. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem:

https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się nieaktualne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowił podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może 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 materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Sygnty, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany.

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI.

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank.

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązany w portfelach przez siebie zarządzanych.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BIOCELTIX, BNPP Bank Polska SA, CD Projekt SA, Cyber Folks SA, Develia, ING Bank Śląski SA, KRUK SA, NEUCA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Santander Bank Polska SA, Sygnty SA, TEN Square Games SA, UNIMOT, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami BM.

Ti bit studios SA, Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Millennium SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, CD Projekt SA, Cieh SA, ComArch SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Azoty SA, Grupa Kęty SA, ING Bank Śląski SA, InPost SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, Komercni Banki AS, KRUK SA, Mo-BRUK SA, ORLEN SA, OTP Bank Nyrt, PCF Group SA, PGE Polska Grupa Energetyczna, PlayWay SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Ryvu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Shoper SA, Sygnty SA, Synektik SA, Snieżka SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są klientami Banku.

Alior Bank SA, Amica SA, Answear.com SA, ARCTIC PAPER, Asseco Business Solutions SA, Asseco Poland SA, Atal, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Ochrony Środowiska SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, BENEFIT SYSTEMS, BIOCELTIX, BNPP Bank Polska SA, Captor Therapeutics, CCC SA, CD Projekt SA, Cieh SA, ComArch SA, Cyber Folks SA, Cyfrowy Polsat SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, Enea SA, Erste Group Bank AG, Eurocash SA, Forte SA, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Grupa Azoty SA, Grupa Kęty SA, Grupa Pracuj SA, HUUUGEE Inc, ING Bank Śląski SA, Inter Cars SA, Jastrzębska Spółka Węglowa SA, KGHM Polska Miedź SA, KRUK SA, LPP SA, Mabion, Mo-BRUK SA, MOL Hungarian Oil & Gas PLC, NEUCA, Orange Polska SA, ORLEN SA, PCF Group SA, PGE Polska Grupa Energetyczna, Photon Energy NV, PlayWay SA, Polenergia SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA, Raiffeisen Bank International, Ryvu Therapeutics SA, Sanok Rubber Company SA, Santander Bank Polska SA, Selvita, Shoper SA, Sygnty SA, Tauron Polska Energia SA, TEN Square Games SA, UNIMOT, Vercom SA, VRG SA, Wirtualna Polska Holding SA, XTB SA są kontrahentami mBank S.A.

Osoba sporządzająca niniejszą rekomendację lub inna osoba należąca do tej samej grupy co ta osoba, w okresie ostatnich 12 miesięcy była – jako menadżer - odpowiedzialna lub współodpowiedzialna za przeprowadzenie publicznej oferty instrumentów finansowych emitenta: Amica SA, Develia, Dino Polska SA, Dom Development, KRUK SA, Santander Bank Polska SA.

mBank S.A. pełni funkcję animatora rynku dla: Develia, Kruk.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek developerskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.



Biuro maklerskie

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA
wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl