

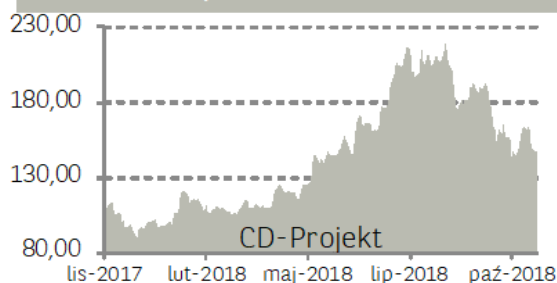


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	149,00
Kapitalizacja (mln zł)	14 321,9
Free float	66,8%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	59,8
P/E	125,8
EVEBITDA	83,82

Notowania spółki



WYNIKI 3Q18

PLNm	3Q'17	3Q'18	r/r	konsensus	różnica
Przychody:	84,9	67,2	-20,8%	69,2	-2,9%
EBITDA	44,4	19,4	-56,3%	23,4	-17,1%
EBIT	43,2	18,3	-57,6%	22,1	-17,2%
Zysk netto j.d.	35,7	15,5	-56,6%	19,5	-20,5%
marża EBITDA	52,3%	28,9%	-23,4pp	33,8%	-4,9pp
marża EBIT	50,9%	27,2%	-23,7pp	31,9%	-4,7pp
marża netto	42,0%	23,1%	-19,0pp	28,2%	-5,1pp

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane w dniu dzisiejszym dane finansowe CD PROJEKT S.A. za III kw. 2018 r. okazały się niższe niż konsensus rynkowy, co jest pochodną mniejszych przychodów ze sprzedaży produktów wydanych w poprzednich okresach oraz wzrostu kosztów działalności operacyjnej związanych min. z kolejnymi premierami gier. Nie zmieniamy jednak naszego pozytywnego nastawienia do spółki, gdyż miniony kwartał nie przyniósł żadnych kluczowych zmian odnośnie strategicznych projektów emitenta.

Wyniki niższe od konsensusu

Zwracamy uwagę na mocny wzrost kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu (odpowiednio o: 30% r/r i 14% r/r), co wg. spółki należy wiązać z kosztami promocji gier: GWINT: Wiedźmińska Gra Karciana i Cyberpunk 2077 oraz większą skalą działalności. W linii bilansowej sprawozdania widoczny jest przede wszystkim mocny wzrost pozycji „Nakłady na prace rozwojowe” (228 mln zł vs. 199 mln zł na koniec II kw. 2018 r.), co spółka tłumaczy nakładami na wytworzenie niewydanych na dzień bilansowy produktów. W III kw. 2018 r. saldo środków pieniężnych Grupy uległo zmniejszeniu o 84,3 mln zł vs. 34,7 mln zł w analogicznym kwartale roku poprzedniego. Powyższe wynika z mniejszych niż przed rokiem (o ponad 60%) przepływów operacyjnych grupy, w związku z brakiem premier nowych produktów w omawianym kwartale.





Poniżej przedstawiamy kilka istotnych informacji, które zostały przekazane przez członków Zarządu spółki na telekonferencji wynikowej.

- **WOJNA KRWI: WIEDŹMIŃSKIE OPOWIEŚCI:** Pierwotnie tytuł miał być jedynie dodatkiem, zdecydowano się jednak stworzyć samodzielną grę. Zarząd spółki nie jest zadowolony z wyników sprzedażowych tej pozycji. W celu zwiększenia sprzedaży, w dłuższym okresie, mogą być prowadzone działania promocyjne. Krótkoterminowo, zwiększeniu wolumenu ma służyć dystrybucja gry poprzez nowe segmenty min. konsole. W zeszłym tygodniu grę wprowadzono do sprzedaży na platformie Steam.
- **CYBERPUNK 2077:** Zarząd podtrzymuje wysoki potencjał sprzedażowy gry, o czym świadczy wysokie zainteresowanie przesyłanymi dotychczas na Youtube materiałami promocyjnymi – liczba wyświetleń jest większa niż w przypadku filmów promocyjnych Wiedźmina. Cyberpunk 2077 jest obecnie największym projektem grupy pod względem zespołu produkcyjnego.
- **KONFLIKT Z P. ANDRZEJEM SAPKOWSKIM:** Sprawa jest w toku. Zarząd nie komentuje szczegółowo bieżącej sytuacji, aż do pojawienia się konkretnych decyzji.
- **GWINT: WIEDŹMIŃSKA GRA KARCIANA:** Jest obecnie jednym z najważniejszych projektów strategicznych grupy (nauka rozwoju trybu multiplayer). Parametry gry są jednak nadal poniżej oczekiwań. Sprzedaż gry w Chinach jest prowadzona przez partnera (GAEA). Obecnie spółka oczekuje na uzyskanie pełnych danych sprzedażowych na tamtejszym rynku.

*Gorsze od oczekiwań
wyniki sprzedażowe:
WOJNA KRWI:
WIEDŹMIŃSKIE
OPOWIEŚCI*

*Rozwój Cyberpunk
zgodnie z planem*

*Gorsze od oczekiwań
parametry gry: GWINT:
WIEDŹMIŃSKA GRA
KARCIANA*





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Adam Aniol	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl
Szymon Nowak	22 507 52 92	szymon.nowak@bgzbnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Wtórniego	Telefon:	Adres e-mail:
Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bgzbnpparibas.pl

Internetowe serwisy transakcyjne

SIDOMA WEB

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>

WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV - (enterprise value - wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT - (earnings before interest & tax - zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA - (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE - (return on equity - zwrot na kapitale własnym) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets - zwrot na aktywach) - iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV - wartość aktywów netto (aktywa - zobowiązania)
P/CE - iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV - iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) - (price earnings ratio - wsk. cena / zysk) - iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) - (cena/wartość księgową) - iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS - (earnings per share - wsk. zysku na jedną akcję) - iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS - (dividend per share - wsk. stopy dywidendy) - iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) - iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto - kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA - EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield - w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI - (net operating income) - różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC - (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług - zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług





NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf