

środa, 23 grudnia 2020 | aktualizacja raportu

CD Projekt: redukuje (obniżona)

CDR PW; CDR.WA | Gaming, Polska

Krajobraz po nieudanej premierze

Premiera gry Cyberpunk 2077 (C2077) nie spełniła oczekiwań, czego główną przyczyną jest słaby stan techniczny gry. Bardzo dobrze przeprowadzony marketing C2077 przełożył się na 8 mln sztuk sprzedanych w preorderach oraz łącznie 13 mln sztuk sprzedanych w pierwszych 11 dniach (vs. 15 mln oczekiwane przez nas w 2020 roku), pomimo niskich ocen wersji na konsole. Rewidujemy nasze oczekiwania sprzedaży w 12 miesięcy od premiery do 25,8 mln sztuk (vs. 31 mln sztuk zakładane poprzednio). Zakładamy, że CDR w 2021 roku skupi się na poprawianiu C2077 oraz wydaniu wersji na nową generację konsol, co niesie poważne implikacje dla zakładanego przez nas harmonogramu wydawniczego. Nasze wcześniejsze założenia dotyczące częstotliwości wydawania gier wydają się obecnie zbyt agresywne i przesuwamy wydanie Cyberpunk 2077 Online na 2023 rok (vs. 2022 rok wcześniej) oraz wydanie kolejnej gry AAA w 2025 roku (vs. 2024 rok wcześniej). Biorąc pod uwagę zakładane zmiany, usuwamy wydanie jednej gry AAA z prognoz, co obniża wycenę DCF. Uwzględniając powyższe, oczekujemy istotnego zmniejszenia wyniku w latach 2022-23, co nie jest uwzględnione w konsensusie (szacunki na lata 2021-23 były zwiększane dla przez większość 2020 roku), a szacunki dla 2020 roku obniżane w związku z przesunięciami daty premiery C2077. Ponadto, doniesienia o niezadowoleniu pracowników w związku z nieudaną premierą, zwiększają ryzyko odejścia części załogi co będzie miało potencjalne implikacje dla jakości i czasu tworzenia przyszłych produkcji. Biorąc pod uwagę nieudaną premierę C2077 oraz wysokie ryzyko pojawienia się kolejnej odsłony GTA do 2023 roku, obniżamy nasze oczekiwania dotyczące sprzedaży C2077 Online. Uwzględniając powyższe korekty, obniżamy cenę docelową i obniżamy rekomendację do redukuje.

Zakładane zmiany w harmonogramie wydawniczym

Zakładamy, że w 2021 roku CDR skoncentruje się na optymalizacji C2077, co efektywnie wpływa na szacowany przez nas harmonogram wydawniczy. Oczekujemy wydania C2077 Online w 2023 roku oraz wydania kolejnej gry AAA w 2025 roku. Jednocześnie uwzględniając przesunięcia usuwamy z naszych prognoz wydanie kolejnej produkcji AAA.

Dobre wyniki w 2020-21 roku i co dalej?

Zaraportowana sprzedaż 13 mln sztuk po 11 dniach jest poniżej naszych oczekiwań (15 mln sztuk) oraz konsensusu PAP (16,4 mln sztuk). Zakładamy, że sprzedaż na poziomie 14,5/16 mln sztuk odpowiednio w latach 2020/21 (w 2020 uwzględniamy brak dystrybucji na konsole PS) pozwoli na wygenerowanie 1563/1679 mln PLN EBITDA, co jest poziomem zgodnym z konsensem rynkowym. Dłuższe prace nad wieloosobową wersją C2077 powinny przełożyć się na dalszą erozję wyniku w 2022 roku, a rok 2023 powinien być tylko częściowo wspierany przez wydanie tej produkcji (stopniowe budowanie bazy graczy). Nasze założenia EBITDA na lata 2022/23 są odpowiednio 16%/14% niższe niż konsensus, który naszym zdaniem ulegnie obniżeniu w kolejnych tygodniach.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	362,9	521,3	2 112,8	2 085,4	1 445,8
EBITDA	129,0	217,8	1 563,4	1 679,2	1 054,5
marża EBITDA	35,6%	41,8%	74,0%	80,5%	72,9%
EBIT	112,4	180,3	1 221,6	1 457,3	1 044,4
Zysk netto	109,3	175,3	1 128,8	1 349,9	970,1
P/E	235,3	146,8	24,8	20,8	28,9
P/CE	204,3	120,9	19,1	17,8	28,6
P/BV	25,7	23,3	12,5	8,3	7,7
EV/EBITDA	194,3	115,9	16,9	15,0	23,8
DPS	0,00	1,05	0,00	2,15	0,00
DYield	0,0%	0,4%	0,0%	0,8%	0,0%

Cena bieżąca	267,70 PLN
Cena docelowa	232,00 PLN
Kapitalizacja	26 945 mln PLN
Free float	19 015 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	618,5 mln PLN

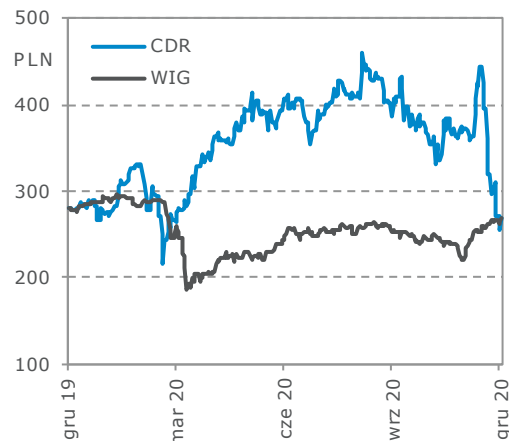
Struktura akcjonariatu

Marcin Iwiński	12,64%
Michał Kiciński	10,41%
Piotr Nielubowicz	6,38%
Pozostali	70,57%

Profil spółki

Działalność opierająca się na produkcji gier ma charakter projektowy, gdzie sukces każdej z produkcji jest determinowany przez kompetencje studia deweloperskiego, jego rozpoznawalność, jakość gry, nakłady na produkcję oraz przyjętą strategię marketingową. Podmioty, które wydają gry będące kontynuacją znanej serii obciążone są mniejszym ryzykiem inwestycyjnym.

Kurs akcji CDR na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
CD Projekt	232,00	445,10	redukuje	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
	CD Projekt	267,70	232,00

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
	Przychody	-21,8%	-26,2%
EBITDA	-24,8%	-30,9%	-26,2%
zysk netto	-33,2%	-34,1%	-24,6%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgową
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgową) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:
KUPIJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 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 spółek: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie 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 niedokładne, 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 stanowić 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 ze wykorzystania 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: Cognor Holding, Comarch, Sygnity, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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.

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 wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich.
W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 23 grudnia 2020 o godzinie 08:35.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 23 grudnia 2020 o godzinie 08:35.

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

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

Powielanie, 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: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

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) – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:**CD Projekt**

rekomendacja	trzymaj	akumuluj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj
data wydania	2020-12-08	2020-11-05	2020-10-02	2020-09-02	2020-06-03	2020-05-05	2020-02-05	2019-12-05
cena docelowa (PLN)	445,10	421,60	429,10	429,10	388,10	342,50	284,20	281,30
kurs z dnia rekomendacji	425,10	381,20	382,60	440,70	388,20	357,90	305,00	260,30

mBank S.A.

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

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl