



Dom Maklerski BDM S.A.

# CREATIVEFORGE GAMES

## RAPORT ANALITYCZNY

Podtrzymujemy pozytywne nastawienie do walorów CreativeForge Games i wydajemy zalecenie KUPUJ ustalając cenę docelową na poziomie 33,7 PLN/akcję. Spodziewamy się, że 2022r. okaże się przełomowym okresem dla spółki. Już 20 kwietnia'22 zostanie wydana pierwsza własna gra „Aircraft Carrier Survival”. Będzie to nowe otwarcie dla spółki, po tym jak CFG przeszło gruntowną transformację w 2019 r. Natomiast w lecie'22 do graczy trafi najważniejsza obecnie produkcja w grupie „Stargate: Timekeepers” (tytuł ten jest kontentowo i fizycznie ukończony i aktualnie znajduje się w ostatniej fazie tzw. „poliszowania”). W całym 2022 r. zakładamy 10 premier (w tym m.in. EA „House Flipper City” w 3Q'22), co przełoży się na 26,0 mln PLN przychodów, 9,6 mln PLN EBITDA oraz 9,1 mln PLN zysku netto. Po dużym zainteresowaniu jakim cieszyła się gra „Monsters Domain” na Steam Next Festivalu podnosimy nasze założenia co do tego tytułu, jak i przesuwamy jego debiut na 2023 r. (rozbudowa w celu sprostania oczekiwaniom graczy).

### „Aircraft Carrier Survival”

Tytuł, którego debiutu spodziewaliśmy się w 4Q'21 został przełożony na 20 kwietnia'22 (CFG potrzebował więcej czasu na ukończenie gry). Będzie to pierwsza wydana własna gra spółki, która przeszła gruntowną transformację w 2019r. Tytuł ten obecnie znajduje się na 111 miejscu najbardziej wyczekiwanych gier na Steamie. Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży 99 tys. kopii w rok od premiery, co przełoży się na 3,8 mln PLN przychodów w tym okresie. Dla porównania podobna gra - „Uboat” sprzedała się w 72h w nakładzie 53 tys. sztuk, w 20 dni 93 tys., a w rok od premiery w nakładzie 200,4 tys.(i to w formule EA). Trzeba mieć jednak na uwadze, że jej społeczność na Steamie była ponad 3x większa. W związku z bliską współpracą CFG z grupą PLW, liczymy, że premiera zostanie wsparta „bundlami”, a w późniejszym czasie również cross-promocjami. Dodatkowo pragniemy podkreślić, że zbudowana wishlista nie jest zbyt „świeża”, co może implikować dodatkowe ryzyka, mamy jednak nadzieję, że dzięki zabiegom marketingowym, uda się ją „pobudzić” tuż przed premierą.

### „Stargate: Timekeepers”

Obecnie najważniejszy projekt w spółce. Tytuł ten jest kontentowo i fizycznie ukończony i aktualnie znajduje się w ostatniej fazie (tzw. „poliszowania”). Pełnoprawna kampania marketingowa ST jeszcze nie została wdrożona. CFG liczy, iż dzięki m.in. zabiegom promocyjnym produkcja ta przed premierą będzie wysoko w pozycji najbardziej wyczekiwanych gier (obecnie 302 miejsce). Podtrzymujemy nasze założenie co do sprzedaży 226 tys. sztuk w rok, co przełoży się na 6,2 mln PLN, które trafią do spółki (wydawcą gry będzie Slitherine).

### Wiele innych nowych premier przewidzianych na 2022r.

Wszystkie projekty w grupie CFG (bez PD, HW, Postala i Stargate) przekroczyły 1 mln zapisów na wishlistach. W grupie realizowanych jest 6 city builderów, dzięki czemu łatwiej jej będzie robić marketing (prostsze jest „targetowanie” tego typu gracza, np. na „Builders of Greece” nie prowadzono marketingu, a korzystano z użytkowników gry „Builders of Egypt”). Spodziewamy się 10 debiutów gier z grupy w tym roku. W CFG szykują się kolejne duże projekty oparte o zewnętrzne IP, nie mniejsze niż „Stargate: Timekeepers”.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	1,6	2,8	5,3	26,0	40,3	39,8
EBITDA [mln PLN]	-0,1	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9
EBIT [mln PLN]	-0,2	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9
Wynik brutto [mln PLN]	-0,2	0,0	-1,0	9,5	18,0	15,9
Wynik netto [mln PLN]	-0,2	0,1	-0,5	9,1	16,2	14,3
P/BV	10,8	10,7	7,3	3,9	2,1	2,0
P/E	-	-	-	8,5	4,8	5,4
EV/EBITDA	-	-	-	6,8	3,0	3,1
EV/EBIT	-	-	-	6,8	3,0	3,1
DPS	0	0	0	0	0	4,6
DY	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,8%

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

## KUPUJ

(POPRZEDNIO: KUPUJ)

WYCENA 33,7 PLN

13 KWIETNIA 2022, 07:00 CEST

Wycena końcowa [PLN]	33,7
Potencjał do wzrostu / spadku	17%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	29,0
Kapitalizacja [mln PLN]	77,2
Ilość akcji [mln. szt.]	2,7
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	37,2
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	21,6
Stopa zwrotu za 3 mc	-2,2%
Stopa zwrotu za 6 mc	-21,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-20,7%
Struktura akcjonariatu:	
PlayWay	47,8%
Andrzej Goczoł	10,5%
Capeman Investments Limited	8,4%
Jarosław Dąbrowski	7,3%
Pozostali	26,0%

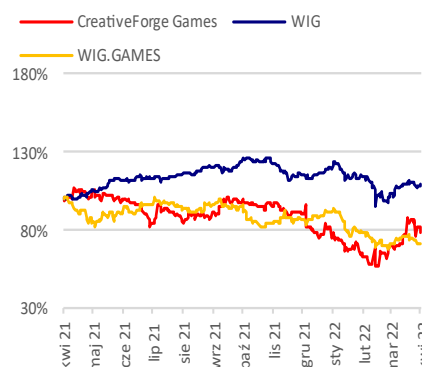
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM. Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują GPW. Raport może być publikowany i udostępniany przez GPW bez ograniczeń, poprzez wszelkie środki komunikacji masowej, według decyzji GPW.

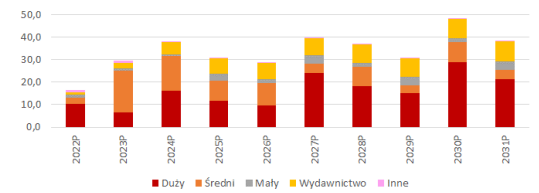
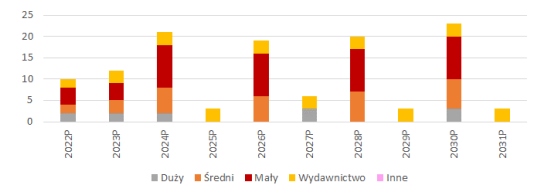
**SPIS TREŚCI:**

WYCENA I PODSUMOWANIE .....	4
WYCENA DCF.....	4
WYCENA PORÓWNAWCZA .....	7
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY .....	8
DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI .....	10

**WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE**

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	1,6	2,8	5,3	26,0	40,3	39,8	40,3
<b>Zysk brutto ze sprzedaży</b>	-0,1	-0,2	0,3	9,6	18,1	15,9	17,0
SG&A	1,8	3,0	6,8	16,4	22,2	23,9	23,3
PPO/PKO	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	-0,1	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0
EBIT	-0,2	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0
Zysk brutto	-0,2	0,0	-1,0	9,5	18,0	15,9	17,0
<b>Zysk netto</b>	-0,2	0,1	-0,5	9,1	16,2	14,3	15,3
<b>Bilans [mln PLN]</b>	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Aktywa trwałe</b>	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	10,1	9,0	12,4	21,9	38,6	41,0	45,3
Zapasy	5,6	4,8	7,6	6,3	9,4	6,0	12,4
Należności krótkoterminowe	1,1	1,3	1,3	3,4	5,2	6,6	5,2
Inwestycje krótkoterminowe	3,4	2,8	3,3	11,9	23,7	28,2	27,4
środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,4	2,8	3,2	11,9	23,7	28,2	27,4
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Aktywa razem</b>	10,2	9,1	12,7	22,2	38,8	41,3	45,5
<b>Kapitał własny</b>	7,2	7,2	10,6	19,7	35,9	38,0	42,6
<b>Kapitały mniejszości</b>	0,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	3,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3,0	0,1	0,3	0,8	1,2	1,5	1,2
<b>Pasywa razem</b>	10,2	9,1	12,7	22,2	38,8	41,3	45,5
Dług netto	-3,4	-0,6	-3,2	-11,9	-23,7	-28,2	-27,4
Dług netto/ Kapitał własny	-47,9%	-8,4%	-30,5%	-60,6%	-66,1%	-74,1%	-64,2%
Dług netto/ EBITDA	41,2	0,5	2,2	-1,2	-1,3	-1,8	-1,6
<b>Rachunek przepływu [mln PLN]</b>	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy z działalności operacyjnej	2,3	-0,2	-4,4	8,7	11,8	16,6	9,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	0,0	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Przepływy z działalności finansowej	-4,1	-1,2	4,5	0,0	0,0	-12,2	-10,7
Przepływy pieniężne netto	-1,8	-0,6	0,4	8,7	11,8	4,5	-0,8
<b>Wskaźniki rynkowe</b>	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
P/E	-	-	-	8,5	4,8	5,4	5,1
P/BV	10,8	10,7	7,3	3,9	2,1	2,0	1,8
EV/ EBITDA	-	-	-	6,8	3,0	3,1	2,9
EV/EBIT	-	-	-	6,8	3,0	3,1	2,9
EV/S	44,7	27,2	14,1	2,5	1,3	1,2	1,2
MC/S	46,8	27,4	14,7	3,0	1,9	1,9	1,9
BVPS	2,7	2,7	4,0	7,4	13,5	14,3	16,0
EPS	-0,1	0,0	-0,2	3,4	6,1	5,4	5,7
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	4,0
<b>Wskaźniki</b>	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody zmiana r/r	-55,7%	70,6%	86,8%	394,4%	55,1%	-1,1%	1,1%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-	88,8%	-12,0%	6,9%
Zysk netto zmiana r/r	-	-	-	-	78,7%	-12,0%	6,9%
Marża brutto na sprzedaży	-7,1%	-7,3%	6,2%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%
Marża EBITDA	-5,1%	-41,1%	-27,9%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%
Marża EBIT	-9,1%	-42,6%	-28,9%	36,8%	44,9%	39,9%	42,2%
Marża netto	-10,0%	2,1%	-10,5%	35,0%	40,3%	35,8%	37,9%
ROE	-2,3%	0,8%	-5,2%	46,1%	45,2%	37,5%	35,9%
ROA	-1,6%	0,6%	-4,3%	40,9%	41,8%	34,6%	33,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; \*obliczone przy cenie rynkowej 28,95 PLN.

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

**CFG - skumulowana ilość wydawanych gier ze względu na potencjał monetyzacji**


Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody [mln PLN]</b>	<b>24,6</b>	<b>37,2</b>	<b>43,3</b>	<b>33,8</b>
<b>Najważniejsze tytuły:</b>				
Stargate: Timekeepers	4,4	3,4	3,0	1,9
House Flipper City	2,8	1,7	1,4	0,9
Aircraft Carrier Survival	3,4	1,6	1,2	0,8
Projekt Y	1,4	0,7	0,5	0,3
Handyman Corporation	0,7	0,3	0,2	0,1
Builders of Greece	0,0	0,0	0,0	0,0
Black Gold	0,7	0,4	0,2	0,1
Postal Brain Damage	0,3	0,2	0,1	0,1
Phantom Doctrine 2	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Cartel	0,0	1,5	0,5	0,3
Projekt Saloon	1,2	0,9	0,6	0,4
Colonize	2,8	1,4	0,9	0,6
City of Atlantis	0,9	1,0	0,4	0,3
Gladiators Manager	0,0	1,2	0,4	0,2
Battleships Commander	0,7	0,4	0,2	0,1
Scrap Games	0,0	0,6	0,3	0,2
RPG	0,0	1,3	0,4	0,3
Monsters Domain	0,0	1,5	0,8	0,5
Orc Warchief	0,0	10,2	7,2	4,7
Ronin	0,0	2,1	0,8	0,5
Było sobie życie	0,0	0,0	0,0	0,0
Sędzia Dredd	0,0	2,0	1,4	0,9
<b>USD/PLN</b>	<b>4,283</b>	<b>4,481</b>	<b>4,567</b>	<b>4,466</b>

**Główne czynniki ryzyka:** 1) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidzianego popytu na poszczególne produkty 2) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 3) Ryzyko związane z utratą kluczowych pracowników 4) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 5) Ryzyko związane z możliwością wystąpienia awarii systemów informatycznych, infrastruktury telekomunikacyjnej i serwerów 6) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 7) Ryzyko związane z rozwojem nowych technologii i branży 8) Ryzyko zmienności kursów walutowych

## 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 33,7 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 47,8 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 90,0 mln PLN, czyli **33,7 PLN/akcję**.

### Podsumowanie wyceny w przeliczeniu na 1 akcję

		mln PLN	PLN	Potencjał
A	Wycena DCF	90,0	33,7	17%
B	Wycena porównawcza	127,5	47,8	65%
<b>C = (100%*A + 0%*B) Wycena końcowa</b>		<b>90,0</b>	<b>33,7</b>	<b>17%</b>

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA DCF

Wyceny akcji metodą DCF dokonaliśmy na podstawie 10-letniej prognozy free cash flow (FCF). Koszt kapitału własnego w naszym modelu opiera się na stopach zwrotu wolnych od ryzyka (na poziomie 6,5%). Premię za ryzyko ustaliliśmy na poziomie 5%. Przy wycenie zastosowaliśmy współczynnik Beta na poziomie 1,4x.

### Główne założenia modelu:

- Pierwszą wydaną grą własną spółki, która będzie „ACS”. Jej premiera została zaplanowana na 20 kwietnia'22. Szacujemy, że budżet gry zamknie się w granicach 300 tys. PLN. Szacujemy, że w samym 2022 r. gra sprzeda się w nakładzie 86,7 tys. kopii i wygeneruje 2,5 mln PLN przychodów.
- W całym 2022 r. zakładamy łącznie 10 premier, w tym m.in. takich tytułów jak „Stargate: Timekeepers”, „House Flipper City” czy „Projekt Y”. Szacujemy, że dzięki wyżej wspomnianym debiutom spółka w 2022 roku wypracuje 26,0 mln PLN przychodów. Ponadto szacujemy wzrost EBIT do poziomu 9,6 mln PLN oraz wzrost zysku netto do 9,1 mln PLN.
- W związku z dużym zainteresowaniem jakim się cieszyła gra „Monsters Domain” na Steam Next Festivalu podnosimy nasze założenia co do tego tytułu (do 64 tys. sprzedanych egzemplarzy w rok), jak i przesuwamy jego debiut na 2023 r. (znaczna rozbudowa gry).
- Dokładamy w naszym modelu niedawno zapowiedziany tytuł („Sędzia Dredd” - jest już grywalne demo; będzie to duża gra RPG z otwartym światem; wzorowana na serialu „Judge Dredd”, popularnym w USA i Kanadzie), który naszym zdaniem może mieć istotny wpływ na wyniki spółki w kolejnych okresach. Debiut tej produkcji zakładamy na 2023 r.
- Aktualnie w realizowanych projektach spółki zaangażowanych jest ok. 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 3,5 mln PLN) i o większym potencjale monetyzacji wynosi ok. 30-36 msc., tym samym prognozujemy premiery tego typu gier co trzy lata.
- Jeżeli chodzi o gry ze średnim i niskim budżetem (do ok. 0,7 mln PLN) oraz potencjałem monetyzacji, zakładamy w naszym modelu, że średni cykl produkcji wynosi odpowiednio 18-24 msc. Szacujemy, że spółka jest w stanie wydawać ok. 6-7 gier śr. budżetu co 2 lata oraz 7-10 mn. 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 2031 roku.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- W wycenie uwzględniamy dług netto na koniec 2021 roku.
- Do obliczeń przyjęliśmy 2,7 mln szt. akcji.
- Wyceny dokonaliśmy na dzień 13.04.2022 roku.

**Metoda DCF dała wartość spółki CreativeForge Games na poziomie 90,0 mln PLN, co w przeliczeniu na jedną akcję daje wartość 33,7 PLN.**

## Model DCF

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	26,0	40,3	39,8	40,3	30,3	40,9	36,7	40,3	37,4	48,9
EBIT [mln PLN]	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,8	9,5	20,1
Stopa podatkowa	4,5%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	0,4	1,8	1,6	1,7	0,7	1,6	1,1	1,5	1,0	2,0
NOPLAT [mln PLN]	9,1	16,3	14,3	15,3	6,3	14,1	9,6	13,3	8,6	18,1
Amortyzacja: [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-0,5	-4,4	2,3	-5,4	0,9	-1,4	1,2	-8,3	8,9	-9,1
FCF [mln PLN]	8,7	11,8	16,7	9,9	7,2	12,7	10,9	5,0	17,5	9,0
DFCF [mln PLN]	7,9	9,5	11,8	6,2	3,9	6,2	4,6	1,9	5,8	2,6
Suma DFCF [mln PLN]	60,5									
Wartość rezydualna [mln PLN]	89,9									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	26,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	86,7									
Dług netto 2021 [mln PLN]	-3,2									
<b>Wartość kapitału własnego [mln PLN]</b>	<b>90,0</b>									
Ilość akcji [tys.]	2,7									
<b>Wartość kapitału na akcję [PLN]</b>	<b>33,7</b>									

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

Przychody zmiana r/r	394,4%	55,1%	-1,1%	1,1%	-24,8%	35,1%	-10,4%	10,0%	-7,3%	30,9%
EBIT zmiana r/r	-	89,1%	-12,0%	6,9%	-59,1%	125,2%	-31,7%	38,4%	-35,8%	111,6%
FCF zmiana r/r	-	36,6%	40,8%	-40,4%	-27,9%	77,6%	-14,6%	-53,5%	246,2%	-48,7%
Marża EBITDA	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%	23,1%	38,4%	29,3%	36,8%	25,5%	41,2%
Marża EBIT	36,8%	44,9%	39,9%	42,2%	23,0%	38,3%	29,2%	36,8%	25,5%	41,2%
Marża NOPLAT	35,1%	40,4%	35,9%	38,0%	20,7%	34,5%	26,3%	33,1%	22,9%	37,0%
CAPEX / Przychody	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%
CAPEX / Amortyzacja	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	63,7%	187,0%	187,0%
Zmiana KO / Przychody	1,8%	11,0%	-5,9%	13,4%	-2,9%	3,4%	-3,3%	20,6%	-23,9%	18,7%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,3%	31,1%	507,7%	1194,6%	8,8%	13,2%	28,5%	227,6%	301,0%	79,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
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	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,6%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

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	35,2	35,7	36,2	36,9	37,5	38,3	39,1	40,1	41,1
	1,2	33,9	34,4	34,8	35,4	36,0	36,6	37,3	38,1	39,0
	1,3	32,7	33,1	33,6	34,0	34,5	35,1	35,7	36,4	37,2
	1,4	31,7	32,0	32,4	32,8	33,2	33,7	34,3	34,9	35,5
	1,5	30,6	31,0	31,3	31,7	32,1	32,5	33,0	33,5	34,1
	1,6	29,7	30,0	30,3	30,6	31,0	31,3	31,8	32,2	32,7
	1,7	28,8	29,1	29,3	29,6	29,9	30,3	30,6	31,0	31,5

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%	39,1	39,8	40,6	41,4	42,4	43,6	44,8	46,3	48,0
	4%	34,9	35,4	36,0	36,5	37,2	37,9	38,7	39,7	40,7
	5%	31,7	32,0	32,4	32,8	33,2	33,7	34,3	34,9	35,5
	6%	29,0	29,2	29,5	29,8	30,1	30,5	30,9	31,3	31,7
	7%	26,8	27,0	27,2	27,4	27,6	27,9	28,1	28,4	28,8
	8%	24,9	25,1	25,2	25,4	25,5	25,7	25,9	26,1	26,4
	9%	23,3	23,4	23,5	23,7	23,8	23,9	24,1	24,2	24,4

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%	45,8	45,0	44,3	43,6	42,9	42,3	41,8	41,3	40,8
	4%	39,9	39,2	38,5	37,9	37,4	36,9	36,4	36,0	35,6
	5%	35,4	34,8	34,2	33,7	33,3	32,9	32,5	32,2	31,8
	6%	31,9	31,3	30,9	30,5	30,1	29,8	29,5	29,2	28,9
	7%	29,0	28,6	28,2	27,9	27,6	27,3	27,0	26,8	26,6
	8%	26,7	26,3	26,0	25,7	25,5	25,2	25,0	24,8	24,7
	9%	24,7	24,4	24,2	23,9	23,7	23,5	23,4	23,2	23,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## WYCENA PORÓWNAWCZA

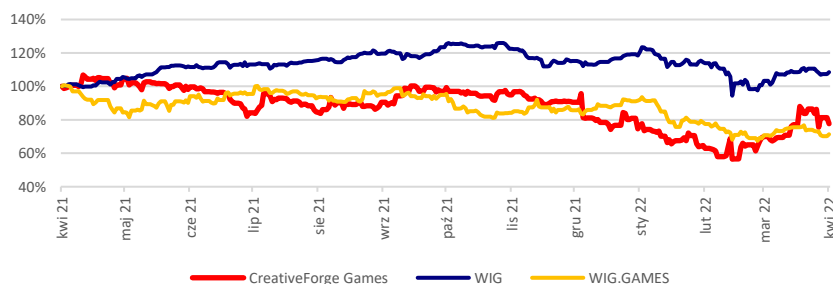
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, na krajowych deweloperach gier wideo. Analizę oparliśmy na dwóch wskaźnikach: P/E i EV/EBITDA (wskaźnikom przypisaliśmy równą wagę). W przypadku obu wskaźników przyjęliśmy taki sam udział kolejnych lat w wycenie (po 33%). Ostateczna wycena CreativeForge Games metodą porównawczą sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **47,8 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]

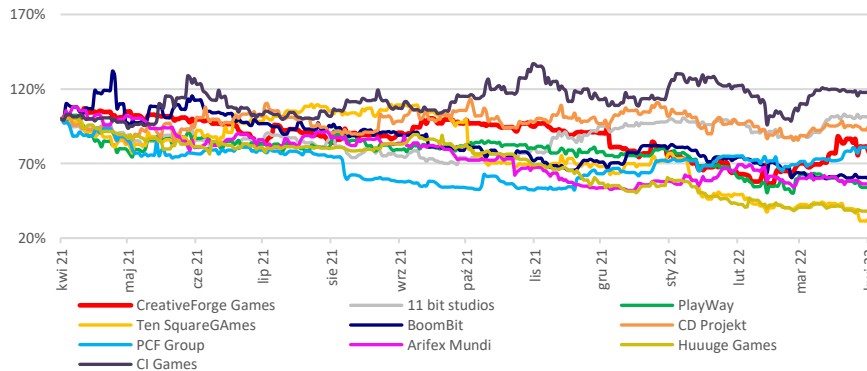
	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	103,4	10,3	15,2	62,6	6,9	8,4
Artufex Mundi*	8,7	8,1	6,3	6,2	5,6	4,4
BoomBit*	13,7	11,8	11,4	3,6	2,7	2,2
CD Projekt	35,6	38,1	57,1	23,8	25,9	33,8
CI Games	20,1	4,6	-	7,0	2,1	-
Huuuge Games	7,4	6,7	6,0	1,9	0,9	-0,1
PCF Group	21,6	21,3	21,5	18,3	17,8	15,8
PlayWay	13,5	11,6	9,8	8,9	7,5	6,8
Ten Square Games	6,1	5,3	6,7	4,9	3,8	4,1
<b>Mediana grupy</b>	<b>13,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,6</b>	<b>7,0</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>
CreativeForge Games	8,5	4,8	5,4	6,8	3,0	3,1
Premia/dyskonto	62,1%	46,2%	51,0%	97,1%	52,7%	54,9%
<b>Wycena wg wskaźnika [PLN]</b>	<b>46,6</b>	<b>62,7</b>	<b>56,8</b>	<b>29,7</b>	<b>47,0</b>	<b>44,0</b>
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
<b>Wycena wg wskaźników [PLN]</b>		<b>55,4</b>			<b>40,2</b>	
Waga wskaźnika		50%			50%	
<b>Wycena końcowa 1 akcji [PLN]</b>			<b>47,8</b>			

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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



### Zachowanie kursów od kwietnia 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

## PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

1Q'22 upłynął w spóćce nad kontynuacją 22 realizowanych produkcji. Szacujemy, że na poziomie przychodów CFG wypracował 1,8 mln PLN - z czego ok. 0,6 mln PLN stanowiły przychody ze sprzedaży produktów, a resztę zmiana stanu produktów. W związku z brakiem nowych premier za generowane przychody ze sprzedaży odpowiadały przede wszystkim stare tytuły, głównie: „Phantom Doctrine” oraz „Hard West”. Spodziewamy się utrzymania kosztów działalności operacyjnej zbliżonych do poziomów z 4Q'21 – największą kosztową pozycję stanowią usługi obce i wynagrodzenia (ok. 2,2 mln PLN). W związku z wysokimi kosztami produkcji spowodowanymi realizacją wielu projektów oraz przesunięciem premier prognozujemy, że w 1Q'22 spółka na poziomie EBIT wygenerowała -0,5 mln PLN oraz 0,5 mln PLN starty netto.

Spodziewamy się, że 2022 r. okaże się przełomowym okresem w historii spółki. Liczymy w tym roku na premiery 10 tytułów. Pierwszą debiutującą własną grą będzie „Aircraft Carrier Survival” (20 kwietnia'22), szacujemy jego sprzedaż w samym 2022 r. na poziomie 86,7 tys. sztuk. W lecie natomiast do graczy trafi najważniejsza obecnie produkcja w grupie „Stargate: Timekeepers” (tytuł ten jest kontentowo i fizycznie ukończony i aktualnie znajduje się w ostatniej fazie tzw. „polisowania”). Oprócz wyżej wspomnianych tytułów, liczymy na debiuty takich gier m.in. jak: „House Flipper City” (EA), „Projekt Y”, „Projekt Saloon” czy „Colonize”. Szacujemy, że w tym okresie CFG wypracuje 26,0 mln PLN przychodów. Zwracamy jednak uwagę na wysoki koszt usług obcych, w których będzie księgowany rev share oraz wynagrodzeń (łącznie koszty działalności operacyjnej wyniosą 16,4 mln PLN, z czego 93% tej pozycji będą stanowiły wyżej wspomniane pozycje). W całym 2022 roku prognozujemy 9,6 mln PLN EBITDA oraz 9,1 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'21	4Q'21	1Q'22P	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	0,6	0,3	0,3	0,4	0,4	1,3	0,6	0,5	1,0	0,6	2,1	1,6	1,8	6,5	11,0	6,7
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,9	0,0	-0,4	-0,5	1,6	5,7	2,8
EBITDA	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-1,5	-0,2	-0,9	0,1	-0,4	-0,5	1,6	5,7	2,8
EBIT	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,5	-0,1	-1,5	-0,2	-0,9	0,0	-0,4	-0,5	1,6	5,7	2,8
Wynik brutto	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,7	-0,2	-0,5	0,2	-0,4	-0,5	1,6	5,7	2,8
Wynik netto	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,5	0,3	-0,6	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	-0,5	1,6	5,5	2,5
marża brutto	-17,4%	-18,4%	-10,8%	17,3%	-34,2%	40,8%	-15,1%	-100,4%	-21,2%	160,6%	1,9%	-25,9%	-27,6%	25,0%	51,8%	41,6%
marża EBITDA	-13,6%	8,4%	-2,2%	-2,7%	-32,9%	41,5%	-13,7%	-288,2%	-19,6%	-158,8%	2,6%	-25,6%	-27,5%	25,0%	51,8%	41,6%
marża EBIT	-16,7%	0,8%	-8,9%	-4,0%	-35,7%	40,8%	-15,1%	-290,7%	-21,4%	-160,7%	1,9%	-26,0%	-27,9%	24,9%	51,8%	41,5%
marża netto	-8,2%	-45,9%	-2,8%	3,1%	-35,0%	39,6%	48,8%	-122,2%	-17,5%	-62,4%	13,9%	-18,7%	-28,5%	24,7%	50,3%	37,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

### Prognoza ogólna na lata 2022-2031 [mln PLN]

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody	3,7	1,6	2,8	5,3	26,0	40,3	39,8	40,3	30,3	40,9	36,7	40,3	37,4	48,9
Zysk brutto ze sprzedaży	-0,5	-0,1	-0,2	0,3	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,9	9,5	20,2
EBITDA	-0,6	-0,1	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,8	9,5	20,2
EBIT	-0,7	-0,2	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,8	9,5	20,1
Wynik brutto	-0,9	-0,2	0,0	-1,0	9,5	18,0	15,9	17,0	6,9	15,6	10,7	14,8	9,5	20,1
Wynik netto	-0,9	-0,2	0,1	-0,5	9,1	16,2	14,3	15,3	6,2	14,1	9,6	13,3	8,5	18,1
marża brutto	-13,4%	-7,1%	-7,3%	6,2%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%	23,1%	38,4%	29,3%	36,8%	25,5%	41,2%
marża EBITDA	-15,1%	-5,1%	-41,1%	-27,9%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%	23,1%	38,4%	29,3%	36,8%	25,5%	41,2%
marża EBIT	-18,0%	-9,1%	-42,6%	-28,9%	36,8%	44,9%	39,9%	42,2%	23,0%	38,3%	29,2%	36,8%	25,5%	41,2%
marża netto	-23,4%	-10,0%	2,1%	-10,5%	35,0%	40,3%	35,8%	37,9%	20,6%	34,4%	26,2%	33,0%	22,8%	37,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

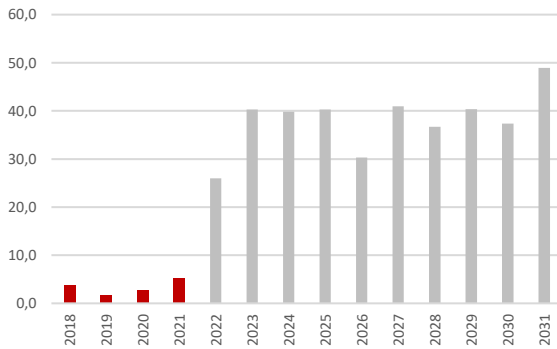
### Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 17.08.2021 [mln PLN]

	2021			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	6,4	5,3	-17,9%	26,0	26,0	0,0%	34,4	40,3	17,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	1,9	0,3	-82,9%	8,5	9,6	12,8%	13,9	18,1	30,3%
EBITDA	0,1	-1,5	-	8,5	9,6	12,9%	14,0	18,1	29,4%
EBIT	0,1	-1,5	-	8,5	9,6	12,5%	13,9	18,1	30,1%
Wynik brutto	0,4	-1,0	-	8,5	9,5	12,0%	13,9	18,0	29,8%
Wynik netto	0,7	-0,5	-	8,0	9,1	13,6%	12,5	16,2	29,9%
marża brutto	29,6%	6,2%		32,7%	36,9%		40,4%		
marża EBITDA	2,0%	-27,9%		32,9%	36,9%		40,6%		
marża EBIT	1,0%	-28,9%		32,7%	36,8%		40,4%		
marża netto	10,3%	-10,5%		30,7%	35,0%		36,4%		
USD/PLN	3,846	3,862	0,4%	3,813	4,283	12,3%	3,755	4,481	19,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

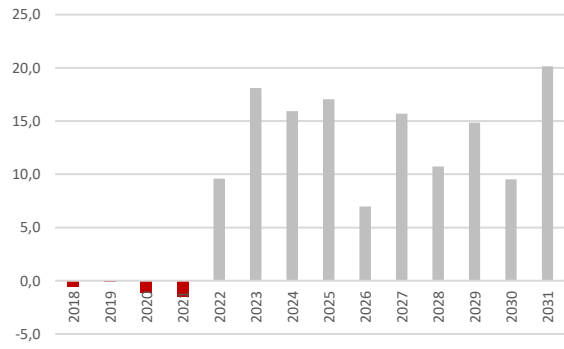


**Przychody [mln PLN]**



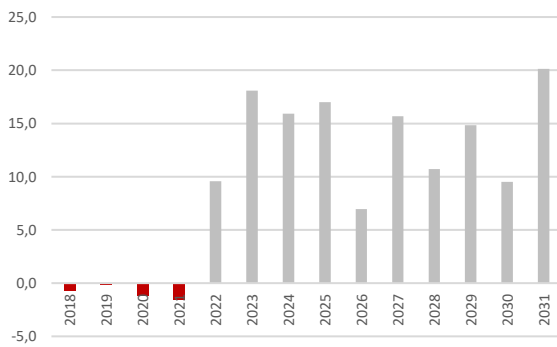
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBITDA [mln PLN]**



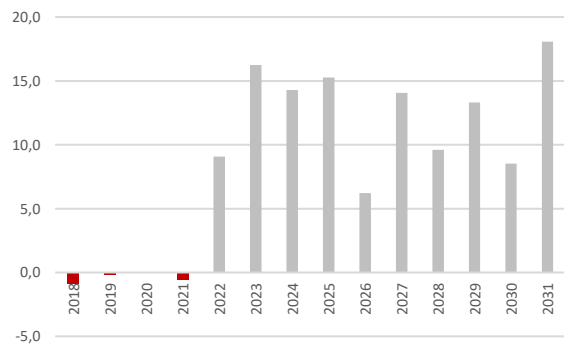
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**EBIT [mln PLN]**



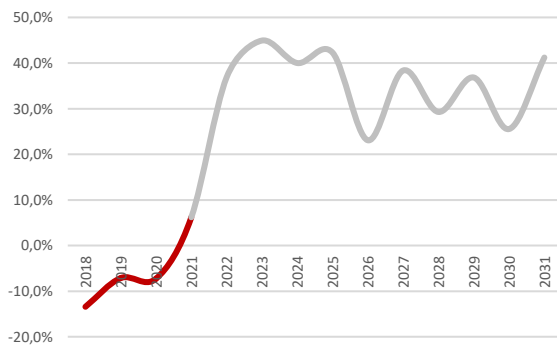
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Zysk netto [mln PLN]**



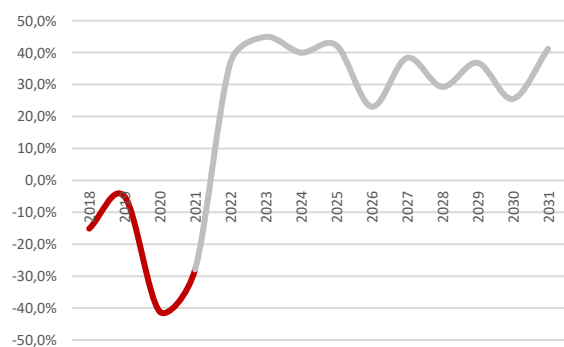
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża brutto [%]**



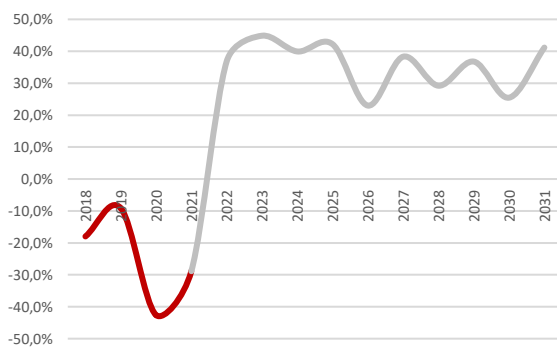
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBITDA [%]**



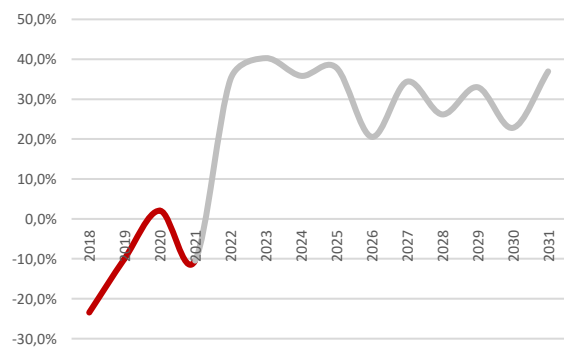
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża EBIT [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**Marża netto [%]**



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

**DANE FINANSOWE ORAZ WSKAŹNIKI**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
<b>Bilans [mln PLN]</b>													
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1
Wartość firmy jednostek podporządkowanych	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>10,1</b>	<b>9,0</b>	<b>12,4</b>	<b>21,9</b>	<b>38,6</b>	<b>41,0</b>	<b>45,3</b>	<b>36,1</b>	<b>44,4</b>	<b>39,8</b>	<b>43,3</b>	<b>39,2</b>	<b>48,3</b>
Zapasy	5,6	4,8	7,6	6,3	9,4	6,0	12,4	11,9	11,9	11,0	20,1	8,9	19,4
Należności krótkoterminowe	1,1	1,3	1,3	3,4	5,2	6,6	5,2	4,8	6,6	6,2	5,2	8,1	6,4
Inwestycje krótkoterminowe	3,4	2,8	3,3	11,9	23,7	28,2	27,4	19,2	25,7	22,4	17,8	21,9	22,3
środkii pieniężne i inne aktywa pieniężne	3,4	2,8	3,2	11,9	23,7	28,2	27,4	19,2	25,7	22,4	17,8	21,9	22,3
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Aktywa razem</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>12,7</b>	<b>22,2</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>45,5</b>	<b>36,4</b>	<b>44,6</b>	<b>40,1</b>	<b>43,5</b>	<b>39,4</b>	<b>48,6</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>10,6</b>	<b>19,7</b>	<b>35,9</b>	<b>38,0</b>	<b>42,6</b>	<b>33,5</b>	<b>41,4</b>	<b>36,9</b>	<b>40,6</b>	<b>35,8</b>	<b>45,4</b>
<b>Kapitały mniejszości</b>	<b>0,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	<b>3,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Zobowiązania krótkoterminowe	3,0	0,1	0,3	0,8	1,2	1,5	1,2	1,1	1,5	1,4	1,2	1,8	1,4
<b>Pasywa razem</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>12,7</b>	<b>22,2</b>	<b>38,8</b>	<b>41,3</b>	<b>45,5</b>	<b>36,4</b>	<b>44,6</b>	<b>40,1</b>	<b>43,5</b>	<b>39,4</b>	<b>48,6</b>
<b>Rachunek zysków i strat [mln PLN]</b>													
Przychody ze sprzedaży	1,6	2,8	5,3	26,0	40,3	39,8	40,3	30,3	40,9	36,7	40,3	37,4	48,9
Wynik brutto ze sprzedaży	-0,1	-0,2	0,3	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,9	9,5	20,2
EBITDA	-0,1	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,8	9,5	20,2
Amortyzacja	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,2	-1,2	-1,5	9,6	18,1	15,9	17,0	7,0	15,7	10,7	14,8	9,5	20,1
Wynik brutto	-0,2	0,0	-1,0	9,5	18,0	15,9	17,0	6,9	15,6	10,7	14,8	9,5	20,1
Wynik netto	-0,2	0,1	-0,5	9,1	16,2	14,3	15,3	6,2	14,1	9,6	13,3	8,5	18,1
<b>Rachunek przepływów pieniężnych [mln PLN]</b>													
CF operacyjny	2,3	-0,2	-4,4	8,7	11,8	16,6	9,9	7,1	12,7	10,8	5,0	17,5	9,0
CF inwestycyjny	0,0	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CF finansowy	-4,1	-1,2	4,5	0,0	0,0	-12,2	-10,7	-15,3	-6,2	-14,1	-9,6	-13,3	-8,5
CF netto	-1,8	-0,6	0,4	8,7	11,8	4,5	-0,8	-8,2	6,4	-3,3	-4,6	4,1	0,4
Środki pieniężne na początek okresu	5,2	3,4	2,8	3,2	11,9	23,7	28,2	27,4	19,2	25,7	22,4	17,8	21,9
Środki pieniężne na koniec okresu	3,4	2,8	3,2	11,9	23,7	28,2	27,4	19,2	25,7	22,4	17,8	21,9	22,3
<b>Dynamiki / marże / wskaźniki</b>													
Przychody zmiana r/r	-55,7%	70,6%	86,8%	394,4%	55,1%	-1,1%	1,1%	-24,8%	35,1%	-10,4%	10,0%	-7,3%	30,9%
EBITDA zmiana r/r	-	-	-	-754,3%	88,8%	-12,0%	6,9%	-59,0%	124,9%	-31,7%	38,3%	-35,8%	111,4%
EBIT zmiana r/r	-	-	-	-730,2%	89,1%	-12,0%	6,9%	-59,1%	125,2%	-31,7%	38,4%	-35,8%	111,6%
Wynik netto zmiana r/r	-	-	-	-1754,0%	78,7%	-12,0%	6,9%	-59,2%	126,1%	-31,8%	38,6%	-35,9%	112,1%
Marża brutto na sprzedaży	-7,1%	-7,3%	6,2%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%	23,1%	38,4%	29,3%	36,8%	25,5%	41,2%
Marża EBITDA	-5,1%	-41,1%	-27,9%	36,9%	44,9%	40,0%	42,3%	23,1%	38,4%	29,3%	36,8%	25,5%	41,2%
Marża EBIT	-9,1%	-42,6%	-28,9%	36,8%	44,9%	39,9%	42,2%	23,0%	38,3%	29,2%	36,8%	25,5%	41,2%
Marża netto	-10,0%	2,1%	-10,5%	35,0%	40,3%	35,8%	37,9%	20,6%	34,4%	26,2%	33,0%	22,8%	37,0%
ROE	-2,3%	0,8%	-5,2%	46,1%	45,2%	37,5%	35,9%	18,6%	34,0%	26,0%	32,7%	23,8%	39,8%
ROA	-1,6%	0,6%	-4,3%	40,9%	41,8%	34,6%	33,5%	17,1%	31,5%	24,0%	30,6%	21,6%	37,2%
Dług netto [mln PLN]	-3,4	-0,6	-3,2	-11,9	-23,7	-28,2	-27,4	-19,2	-25,7	-22,4	-17,8	-21,9	-22,3
Dług netto/Kapitał własny	-0,5	-0,1	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,5
Dług netto/EBITDA	41,2	0,5	2,2	-1,2	-1,3	-1,8	-1,6	-2,8	-1,6	-2,1	-1,2	-2,3	-1,1
Dług netto/EBIT	22,9	0,5	2,1	-1,2	-1,3	-1,8	-1,6	-2,8	-1,6	-2,1	-1,2	-2,3	-1,1
EV [mln PLN]	73,8	76,6	74,0	65,3	53,5	49,0	49,8	58,0	51,6	54,8	59,4	55,3	54,9
CAPEX/Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CAPEX/Amortyzacja	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortyzacja/Przychody	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zmiana KO/Przychody	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,2
Zmiana KO/Zmiana przychodów	0,0	0,0	-1,0	0,0	-0,3	-5,1	-11,9	-0,1	-0,1	-0,3	-2,3	-3,0	-0,8
MC/S	46,8	27,4	14,7	3,0	1,9	1,9	1,9	2,5	1,9	2,1	1,9	2,1	1,6
P/E	-	-	-	8,5	4,8	5,4	5,1	12,4	5,5	8,0	5,8	9,1	4,3
P/BV	10,8	10,7	7,3	3,9	2,1	2,0	1,8	2,3	1,9	2,1	1,9	2,2	1,7
P/CE	-	-	-	22,0	19,8	14,7	16,2	9,4	15,9	12,4	21,6	11,3	23,5
EV/EBITDA	-	-	-	6,8	3,0	3,1	2,9	8,3	3,3	5,1	4,0	5,8	2,7
EV/EBIT	-	-	-	6,8	3,0	3,1	2,9	8,3	3,3	5,1	4,0	5,8	2,7
EV/S	44,7	27,2	14,1	2,5	1,3	1,2	1,2	1,9	1,3	1,5	1,5	1,5	1,1
BVPS	2,7	2,7	4,0	7,4	13,5	14,3	16,0	12,6	15,5	13,8	15,2	13,4	17,0
EPS	-	-	-	3,4	6,1	5,4	5,7	2,3	5,3	3,6	5,0	3,2	6,8
CEPS	-	-	-	1,3	1,5	2,0	1,8	3,1	1,8	2,3	1,3	2,6	1,2
Dywidenda [mln PLN]	0	0	0	0	0	12,2	10,7	15,3	6,2	14,1	9,6	13,3	8,5
DPS	0	0	0	0	0	4,6	4,0	5,7	2,3	5,3	3,6	5,0	3,2
Dywidend	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,8%	13,9%	19,8%	8,1%	18,2%	12,4%	17,2%	11,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; obliczenia przy cenie rynkowej 28,95 PLN.

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**

**Krzystian Brymora**

Dyrektor Wydziału  
tel. (+48) 501 238 443  
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl  
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (+48) 516 086 705  
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl  
[gry komputerowe](#)

**Anna Madziar**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 666 073 972  
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

**Kajetan Sroczynski**

Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (+48) 668 516 977  
e-mail: kajetan.sroczynski@bdm.pl

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**

**Leszek Mackiewicz**

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

**Tomasz Ilcyszyn**

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

**Maciej Fink-Finowicki**

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

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
<b>kupuj</b>	<b>33,7</b>	<b>kupuj</b>	<b>39,0</b>	<b>13.04.2022</b>	<b>07:00 CEST</b>	<b>29,0</b>	<b>63 863</b>
kupuj	39,0	-	-	17.08.2021	08:00 CEST	33,5	68 812

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

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.  
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'22*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	1	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	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 umowy 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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

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

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani 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 portfelowo 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 portfelowo 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 13.04.2022 roku (07:00 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 nie wpyły na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.” Zaznaczamy, że na dzień 12.04.2022 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 podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane \*
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi

\*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą 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.