



Dom Maklerski BDM S.A.

11 bit studios

RAPORT ANALITYCZNY

Zbliżamy się wielkimi krokami do okresu, w którym deweloper powoli zacznie „odstaniać karty” długo skrywanych produkcji. Spodziewamy się, że będzie to miało miejsce w kwietniu na konferencji podsumowującej rok 2020. Znając czas rozpoczęcia kampanii marketingowej oraz mając za przykład CD Projekt i słynne „beep” potwierdzamy nasze zalecenie KUPUJ podnosząc cenę docelową do 654 PLN/ akcję, czyli 18% powyżej obecnej ceny rynkowej. Rok 2021 zapowiada się pod kątem przekazywanych informacji ze spółki bardzo atrakcyjnie. Z produkcji własnych poznamy takie tytuły jak „Projekt 8” (nowe IP oparte o własny, wykreowany świat, miks gatunkowy), „Eleanor” (przygotowywany przez zespół odpowiedzialny za „Frostpunka” – spodziewamy się, jej kolejnej części w skali znacznie przekraczającej poprzednią produkcję) oraz „Dolly” (nowe IP, rozwijane przez zespół odpowiedzialny za TWOM). Z segmentu wydawniczego czeka nas „Vitriol” (RPG skalą przedsięwzięcia przypominający „Frostpunka”), projekty znacząco większe od Monlightera czyli „Foxhole” (jego premiery spodziewamy się w 2021 roku) oraz „Botin” i „AVA”. Liczymy na dalszy dynamiczny rozwój tego segmentu poprzez podpisywanie kolejnych atrakcyjnych umów. Ponadto w tym roku, spółka zamierza mocniej zaakcentować swój udział na rynku gier mobilnych dzięki debiutowi „Frostpunka” na urządzenia z systemami iOS i Android.

Produkcje własne

Spodziewamy się, że pierwszym projektem, który trafi do sprzedaży będzie „Eleanor” i będzie to miało miejsce w okolicach 2Q'23. Szacujemy, że jego budżet deweloperski wyniesie ok. 26 mln PLN (czyli prawie 2x więcej niż „Frostpunka”). Nad tytułem obecnie pracuje zespół złożony z ok. 50 osób, które wcześniej były odpowiedzialne za stworzenie wyżej wspomnianej produkcji, a jego docelowa wielkość wyniesie 70 osób. Oczekujemy, że będzie to projekt oparty o IP „Frostpunka”. Zakładamy, że niedługo po debiucie wyżej wspomnianej gry, nastąpi kolejna premiera (1Q'24) własnej produkcji, „Projekt 8”. Obecnie jest to największe przedsięwzięcie, szacujemy, że jego budżet produkcyjny wyniesie ok. 36 mln PLN. Rozwijany jest przez zespół złożony z 45 osób. Na chwilę obecną wiadomo tylko tyle, iż gra ta będzie miksem gatunków, z nowym IP opartym o własny, wykreowany świat. Spodziewamy się, że projekt o roboczej nazwie „Dolly” zadebiutuje pod koniec 2024 roku. Aktualnie zespół nad nim pracujący wynosi ok. 20 osób i złożony jest z deweloperów, którzy stworzyli TWOM. Prognozujemy, że docelowo będzie nad nim pracowało 60 osób, a jego całkowity budżet będzie oscylował w granicach 20 mln PLN (oparta o całkowicie nowe IP). Spodziewamy się, że zostaną one wzbogacone o wersję multiplayer, jednak ze względu na ograniczoną ilość informacji nie uwzględniamy tego w naszym wycenie.

Segment wydawniczy

Spółka realizuje dwa projekty z dobrze znanym im studiem Digital Sun (twórcy Moonlightera): „Foxhole” oraz „Botin”. Premiery pierwszego z nich ma już nastąpić w 2021 roku. Oba tytuły mają znacznie większe budżety niż wspomniany wcześniej Moonlighter, szacujemy, że są to poziomy ok. 5 mln PLN (vs 2 mln PLN „ML”) – tym samym mają one znacznie większy potencjał monetizacji. Największym projektem z tego segmentu jest bez wątpienia „Vitriol” (producent – Fool’s Theory), czyli gra RPG kierowana do dojrzałego odbiorcy, którego budżet jest porównywalny do „Frostpunka” czyli ok. 13 mln PLN. Spodziewamy się, jego premiery w 2022 roku. Czwartym wydawniczym projektem jest „AVA”, realizowany przez zespoły Chibig/Inverge (odpowiedzialne za „Summer in Mara” oraz „Effie”), również i w tym przypadku zakładamy jego premierę w następnym roku. Prognozujemy podział przychodów z poszczególnych gier na poziomie 50/50. Spółka prężnie poszerza swój segment wydawniczy o nowe tytuły, oczekujemy, że za niedługo dowiemy się o nowych nawiązanych umowach.

Frostpunk mobile

Spółka zamierza mocniej zaakcentować swój udział na rynku gier mobilnych dzięki debiutowi „Frostpunka” na urządzenia z systemami iOS i Android (2021 r.). Za przygotowanie tej wersji i wprowadzenie jej na rynek odpowiada chiński NetEase. Gra zachowa wszystkie elementy meaningful entertainment. Będzie ona oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności, które będą zaszyte w grze (ułatwiały będą rozgrywkę ale nie będą jej determinowały). Spodziewamy się, że ok. 15% z całkowitych przychodów trafi do 11 bit studios. Ze względu, na brak dobrych peersów do tej produkcji, nie uwzględniamy jej w wycenie – liczymy jednak, że może się ona okazać istotnym wsparciem wyników w nadchodzących okresach.

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	82,8	71,7	87,9	67,1	72,4	156,3
EBITDA [mln PLN]	51,5	30,3	55,6	38,4	30,0	80,3
EBIT [mln PLN]	47	23,9	45,7	30,4	20,5	62,0
Wynik brutto [mln PLN]	48,2	25,0	45,3	31,3	21,5	63,3
Zysk netto [mln PLN]	37,6	21,7	39,5	27,6	18,2	55,8
P/BV	14,1	11,2	8,4	7,2	6,6	5,2
P/E	33,6	61,6	35,5	51,0	77,3	25,2
EV/EBITDA	23,7	41,8	23,8	34,3	44,3	16,1
EV/EBIT	26,0	53,1	29,0	43,5	65,0	20,8

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 654 PLN

15 LUTY 2021, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	654
Wycena końcowa [PLN]	654
Potencjał do wzrostu	18%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	553,0
Kapitalizacja [mld PLN]	1,4
Ilość akcji [mln. szt.]	2,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	560,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	447,5
Stopa zwrotu za 3 mc	13,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	9,9%
Stopa zwrotu za 9 mc	17,4%
Struktura akcjonariatu:	
Grzegorz Miechowski	7,5%
Aviva Investors Polska TFI	6,2%
Pozostali Akcjonariusze	86,3%

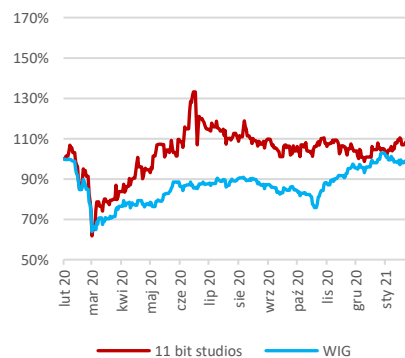
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE.....	3
WYCENA DCF	5
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	8
CZYNNIKI RYZYKA	9
OTOCZENIE RYNKOWE	10
PROGNOZY NA 4Q'20	14
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	15
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	16
DANE FINANSOWE	17

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki 11 bit studios opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym to nadaliśmy wagę 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 654 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 333 PLN, a do spółek zagranicznych 323 PLN. Różnica między wyceną DCF a porównawczymi wynika z faktu, iż obejmuje ona znacznie szerszy horyzont czasowy - według naszych prognoz premiery własnych gier zaczynają się od 2023 roku co ma wpływ na skokowy wzrost wyników w kolejnych okresach. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN, czyli **654 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	654
Wycena porównawcza Polska	0%	333
Wycena porównawcza zagranica	0%	323
Wycena 1 akcji 11 bit studios [PLN]		654

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka dużymi krokami zbliża się do „gorącego” okresu. Spodziewamy się, że na kwietniowej konferencji dowiemy się pierwszych informacji o długo skrywanych projektach, nad którymi pracują. Jeżeli chodzi o produkcje własne to prognozujemy, że pierwszym tytułem, który zadebiutuje będzie „Projekt Eleanor”. Spółka komunikowała, że rozwijana jest przez zespół odpowiedzialny za stworzenie Frostpunka, tym samym spodziewamy się, że będzie to jego sequel ze znacznie większym budżetem produkcyjnym sięgającym 26 mln PLN. Liczymy na jego premierę w okolicach 2Q’23. Szacujemy, że w rok od premiery może sprzedać się ok. 1,6 mln kopii co przełoży się na przychód w wysokości 92,4 mln PLN. Na początku 2024 spodziewamy się debiutu „Projektu 8” – największej obecnie realizowanej produkcji. Deweloper pracuje nad tym projektem od ok. 2018 roku, cały czas powiększając zespół (obecnie jest to ok. 45 osób -> docelowo 70 osób), stąd szacowany przez nasz budżet deweloperski wyniesie ok. 36 mln PLN. Liczymy, że w rok od premiery sprzeda się ponad 2 mln kopii, co przełoży się na 118,1 mln PLN przychodów w tym okresie. Ostatnią i najmniejszą obecnie realizowaną produkcją jest „Projekt Dolly”, spodziewamy się jego premiery w 4Q’24. Powstaje on na bazie o nowego IP, realizowany jest przez zespół odpowiedzialny za rozwój marki This War of Mine. Szacujemy, że jego koszt produkcji wyniesie ok. 20 mln PLN. Prognozujemy, że w rok od premiery gra sprzeda się w nakładzie 1,4 mln kopii, co przełoży się na 70,0 mln PLN przychodów w tym okresie. Spodziewamy się, że wszystkie te produkcje zadebiutują jednocześnie na wszystkich platformach.

Główne założenia – własne produkcje

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Sprzedaż kopii [mln]													
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,1	0,8	0,5	0,3	0,1	0,0
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	1,0	0,7	0,5	0,3	0,2	0,1
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	0,8	0,6	0,4	0,3
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	0,8	0,6	0,4
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,8	0,6
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	0,9
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Przychody [mln PLN]													
Frostpunk	59,0	35,0	55,0	33,4	17,9	9,7	6,3	4,0	2,6	1,7	1,1	0,7	0,5
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	118,1	68,0	43,5	23,3	13,3	5,2	0,9
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	79,7	46,6	33,0	19,9	11,9	5,7	1,3	0,1
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	36,0	43,1	31,1	19,6	11,8	6,8	2,2
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	143,7	40,5	26,6	16,0	9,6
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	118,8	38,5	27,3	16,4
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	140,3	45,5	32,3
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	134,3	51,3
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	179,6
USD/PLN	3,613	3,839	3,896	3,748	3,666	3,621	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Główne założenia

	Cena [USD]	Premiera	B. prod. [mln PLN]	B. mark. [mln PLN]	Łączny budżet [mln PLN]
Własne produkcje					
Projekt 8	40	1Q’24	36	9	45
Projekt 9 „Eleanor”	40	2Q’23	26	5	30
Projekt 10 „Dolly”	35	4Q’24	20	5	25
Projekt 11	40	2026	35	10	45
Projekt 12	40	2027	30	15	45
Projekt 13	45	2028	37	18	55
Projekt 14	45	2029	43	22	65
Projekt 15	50	2030	48	27	75
Wydawnictwo					0
Projekt Foxhole	25	4Q’21	5	1	6
Projekt Vitriol	30	3Q’22	13	3	16
Projekt Botin	25	2Q’23	7	2	9
Projekt Ava	25	4Q’23	7	2	9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W segmencie wydawniczym spółka posiada cztery nowe projekty, wszystkie ze znacznie większymi budżetami od „Children of Morta”/„Moonlighter”. Pierwszym z nich, który zadebiutuje już w tym roku będzie „Foxhole”, tworzony przez studio Digital Sun (odpowiedzialne za stworzenie Moonlightera). Spodziewamy się jego premiery w 4Q'21 oraz kosztów produkcji przypadających na 11 bit studios na poziomie ok. 5 mln PLN. Bez wątpienia najciekawszym produktem z tego grona jest „Projekt Vitriol”, którego skala nakładów ma być porównywalna do „Frostpunka”. Kolejną produkcją realizowaną przez hiszpańskiego producenta jest „Projekt Botin”, którego debiutu wraz z „Projektem Ava” oczekujemy w 2023 roku (nakłady produkcyjne na poziomie ok. 7 mln PLN). Spółka prętnie poszerza swój segment wydawniczy o nowe tytuły, oczekujemy, że za niedługo dowiemy się o nowych nawiązanych umowach.

Główne założenia – segment wydawniczy

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Sprzedaż kopii (mln)													
Moonlighter	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Children of Morta	0	0,2	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Foxhole	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Vitriol	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,8	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Projekt Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,4	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Przychody z tytułu w danym okresie													
Moonlighter	14,0	20,0	10,4	5,9	2,6	1,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Children of Morta	0,0	5,2	14,1	8,9	7,1	5,0	2,5	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Foxhole	0,0	0,0	0,0	12,2	13,9	6,7	3,3	1,5	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Projekt Vitriol	0,0	0,0	0,0	0,0	26,1	19,6	8,9	4,5	1,9	0,5	0,1	0,0	0,0
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,0	10,9	4,6	2,5	0,9	0,2	0,0	0,0
Projekt Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,3	13,0	6,4	3,1	1,5	0,4	0,1	0,0
Suma innych nowych projektów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,1	68,1	92,3	101,3	105,4	128,3	136,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Ponadto w 2021 roku czeka nas premiera mobilnej wersji „Frostpunka”. Za portowanie na urządzenia z systemami iOS i Android oraz wydawnictwo odpowiada chiński NetEase. Gra mimo swojej złożoności ma zachować wszystkie elementy meaningful entertainment. Będzie ona oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności, które będą zaszyte w grze (ułatwiający będą rozgrywkę ale nie będą jej determinowały). Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów będzie należało do 11 bit studios, a reszta do wydawcy, który będzie odpowiedzialny za UA. Ze względu, na brak dobrych peersów do tej produkcji, nie uwzględniamy jej w wycenie – liczymy jednak, że może się ona okazać istotnym wsparciem wyników w nadchodzących okresach.

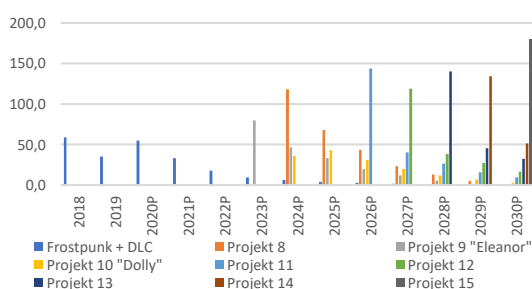
Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Czekamy z niecierpliwością na informacje odnośnie realizowanych przez nią projektów. Wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 654 PLN/akcję**, czyli 18% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Prognozy wyników BDM vs konsensus* – wybrane dane [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody BDM	87,9	67,1	72,4	156,3
Przychody konsensus	85,4	63,1	97,6	212,0
Różnica	2,9%	6,4%	-25,8%	-26,3%
EBIT BDM	45,7	30,4	20,5	62,0
EBIT konsensus	51,5	28,7	49,2	136,0
Różnica	-11,3%	5,6%	-58,4%	-54,4%
Zysk netto BDM	39,5	27,6	18,2	55,8
Zysk netto konsensus	36,8	15,2	15,0	98,9
Różnica	7,6%	81,4%	21,3%	-43,6%

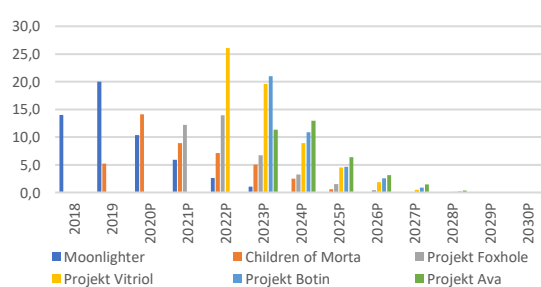
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * - w związku z rozbieżnym prognozowaniem debiutów gier 11 bit studios, liczby w latach 2022-2023 różnią się od naszych szacunków.

Przychody w podziale na poszczególne własne tytuły [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w podziale na poszczególne tytuły - wydawnictwo [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 3,0% (wcześniej 4,0%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2020 roku zakładamy 87,9 mln PLN przychodów. Mimo braku znaczących nowych tytułów, na wynik spółki będzie kontrybuowała dalsza dobra monetyzacja takich tytułów jak „This War of Mine”, „Moonlighter” (ok. 10 mln PLN), „Children of Morta” (ok. 14 mln PLN) oraz Frostpunk (ok. 55 mln PLN). Główną pozycją kosztową, która najbardziej ciąży spółce są usługi obce, w których to znajdują się m.in. tantiemy dla deweloperów gier segmentu wydawniczego.
- Pod koniec 2021 roku spodziewamy się jednej premiery z segmentu wydawniczego - projektu „Foxhole”. Szacujemy, że koszt produkcji przypadający na 11 bit studios wyniesie około 5 mln PLN, a przychody w rok od debiutu wyniosą ok. 23,7 mln PLN (podział 50/50). Ponadto w tym roku oczekujemy premiery mobilnej wersji „Frostpunka”. Flagowe IP dewelopera portowane i wydawane będzie przez NetEase. Będzie ona oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności. Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów będzie należało do 11 bit studios, a reszta do wydawcy, który będzie odpowiedzialny za UA - ze względu, na brak dobrych peersów do tej produkcji, nie uwzględniamy jej w wycenie. W całym 2021 roku szacujemy spadek przychodów do 67,1 mln PLN, 38,4 mln PLN EBITDA oraz 27,6 mln PLN zysku netto.
- W 2022 roku spodziewamy się premiery kolejnej gry z segmentu wydawniczego „Vitriol”. Jest to projekt, skalą przypominający „Frostpunka” stąd szacujemy, że koszt produkcji przypadający na 11 bit studios wyniesie około 13 mln PLN, a przychody w rok od debiutu wyniosą ok. 38,1 mln PLN (podział 50/50).
- W 2023 roku zakładamy premiery dwóch własnych produkcji. Pierwszą grą, która zadebiutuje będzie „Eleanor” (sequeł „Frostpunka”), jego budżet produkcyjny zamknie się w granicach 26 mln PLN. W związku, z większą skalą przedsięwzięcia vs poprzednia część, spodziewamy się większego potencjału monetyzacji, tym samym w rok od premiery prognozujemy 1,6 mln sprzedanych kopii i 92,4 mln PLN przychodów. Drugiej gry, czyli długo wyczekiwanego „Projektu 8”. Spodziewamy się, że jego budżet produkcyjny zamknie się w granicach 36 mln PLN. W związku z tym, jak dużym przedsięwzięciem jest ta produkcja, liczymy na jej większy potencjał monetyzacji vs poprzednie tytuły. Prognozujemy sprzedaż w rok od premiery na poziomie 2,0 mln sztuk, co przełoży się na 118,1 mln PLN przychodów. Ponadto w tym okresie liczymy na premiery dwóch gier z segmentu wydawniczego to jest projektu „Botin” oraz „Ava”. Szacujemy, że koszt produkcji przypadający na 11 bit studios wyniesie po około 7 mln PLN, a przychody w rok od debiutu wyniosą odpowiednio 24,8/22,0 mln PLN (podział 50/50).
- W 2024 roku zakładamy debiut „Projektu Dolly”. Jego budżet szacujemy na 20 mln PLN, spodziewamy się, że w rok od premiery sprzeda się ona w nakładzie 1,4 mln sztuk co przełoży się na 70,0 mln PLN przychodów. Ponadto w tym okresie liczymy na dwie kolejne premiery z segmentu wydawniczego.
- W naszym modelu zakładamy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcje kolejnych gier. Zakładamy wykorzystanie wcześniej stworzonych IP w kolejnych projektach, co przełoży się na znacznie, krótszy okres produkcji.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem, pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Ze względu na istotny i różny w poszczególnych latach udział segmentu wydawniczego w przychodach spółki, prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10-12%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Oczekujemy pierwszej wypłaty dywidendy dopiero w 2024 roku. Nie wykluczamy przejęcia zewnętrznych studiów, ale nie przyjmujemy tego w modelu.
- Spółce udało się zrealizować program motywacyjny przeznaczony dla kluczowych pracowników na lata 2017-2019 (+ 130 tys. warrantów).
- Nowy program motywacyjny – zostaną nim objęci członkowie zarządu oraz kluczowi pracownicy spółki. W ramach programu spółka może wyemitować łącznie do 125 tys. warrantów wymiennych na akcje z ceną emisyjną opartą o średni ważony kurs akcji spółki z 4Q'20. Osiągnięcie celu 656 mln PLN łącznych przychodów w latach 2021-25 ma umożliwić uprawnionym osobom objęcie 37,5 tys. warrantów. Z kolei wypracowanie przez spółkę co najmniej 328 mln PLN zysku brutto (skorygowanego o koszty programu motywacyjnego) ma uwolnić pulę kolejnych 87,5 tys. warrantów. – uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz zostanie zrealizowany.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 2,5 mln akcji (obecna liczba akcji + 125 tys. warrantów).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 15 lutego 2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,7 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 654 PLN.

Model DCF

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	87,9	67,1	72,4	156,3	273,0	235,0	342,8	321,6	345,3	382,2	458,9
EBIT [mln PLN]	45,7	30,4	20,5	62,0	159,8	86,6	164,1	134,3	143,4	154,8	226,3
Stopa podatkowa	12,0%	11,8%	15,2%	12,0%	9,8%	11,4%	10,5%	10,9%	10,7%	11,0%	10,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	5,5	3,6	3,1	7,4	15,7	9,9	17,3	14,6	15,3	17,1	23,9
NOPLAT [mln PLN]	40,2	26,8	17,4	54,6	144,1	76,8	146,9	119,7	128,0	137,7	202,4
Amortyzacja [mln PLN]	10,0	8,1	9,6	18,3	35,1	53,1	65,4	58,8	61,9	67,3	78,1
CAPEX [mln PLN]	-34,0	-32,6	-37,7	-39,6	-53,0	-61,2	-60,0	-72,1	-72,1	-72,2	-72,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-4,0	-0,4	0,1	2,8	3,1	-1,0	2,9	-0,6	0,6	1,0	2,1
FCF [mln PLN]	4,7	1,8	-10,7	36,1	129,3	67,6	155,2	105,9	118,5	133,7	209,6
DFCF [mln PLN]	4,7	1,7	-9,1	28,3	93,1	44,7	94,1	58,9	60,5	62,7	90,1
Suma DFCF [mln PLN]		525,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 451,8	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		1 053,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 578,9									
Dług netto 2020 [mln PLN]		-83,7									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 662,6									
Ilość akcji [mln szt.]		2,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		654									
Przychody zmiana r/r	-23,6%	7,9%	115,8%	74,7%	-13,9%	45,9%	-6,2%	7,4%	10,7%	20,1%	
EBIT zmiana r/r	-33,5%	-32,6%	203,0%	157,6%	-45,8%	89,5%	-18,2%	6,7%	8,0%	46,2%	
FCF zmiana r/r	-60,9%	-681,0%	-436,8%	258,5%	-47,7%	129,4%	-31,8%	11,9%	12,9%	56,7%	
Marża EBITDA	57,2%	41,5%	51,4%	71,4%	59,5%	67,0%	60,0%	59,4%	58,1%	66,3%	
Marża EBIT	45,2%	28,3%	39,7%	58,5%	36,9%	47,9%	41,8%	41,5%	40,5%	49,3%	
Marża NOPLAT	39,9%	24,0%	34,9%	52,8%	32,7%	42,8%	37,2%	37,1%	36,0%	44,1%	
CAPEX / Przychody	38,7%	48,5%	52,1%	25,4%	19,4%	26,1%	17,5%	22,4%	20,9%	18,9%	
CAPEX / Amortyzacja	340,7%	403,5%	394,4%	216,4%	151,1%	115,3%	91,8%	122,6%	116,5%	107,4%	
Zmiana KO / Przychody	4,6%	0,6%	-0,1%	-1,8%	-1,2%	0,4%	-0,8%	0,2%	-0,2%	-0,3%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	24,7%	-2,0%	-2,0%	-3,3%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,6%	-2,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Udział kapitału własnego	94,1%	95,3%	96,1%	97,3%	98,4%	98,6%	99,3%	99,6%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,1%	4,0%	3,8%	4,0%	4,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Udział kapitału obcego	5,9%	4,7%	3,9%	2,7%	1,6%	1,4%	0,7%	0,4%	0,0%	0,0%
WACC	8,7%	8,8%	8,8%	8,9%	8,9%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	0,9	656	689	727	772	826	892	974	1080	1222
	1,0	606	634	665	701	745	797	860	939	1041
	1,1	563	586	612	642	677	719	769	829	906
	1,2	525	544	566	591	620	654	694	742	800
	1,3	491	508	526	547	572	599	632	670	716
	1,4	461	475	491	509	529	553	579	610	647
	1,5	434	447	460	475	493	512	534	560	590

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
Premia za ryzyko		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	3%	766	813	869	937	1022	1130	1274	1472	1765
	4%	625	655	688	728	775	832	903	991	1107
	5%	525	544	566	591	620	654	694	742	800
	6%	450	463	478	495	514	536	560	589	623
	7%	392	402	412	424	437	452	468	487	508
	8%	346	353	361	369	379	389	400	413	427
	9%	309	314	320	326	333	340	349	358	367

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
	3,0%	1417	1302	1208	1130	1064	1008	959	916	878
	4,0%	1025	948	885	832	788	750	717	688	663
	5,0%	792	737	692	654	622	595	571	550	532
	6,0%	639	598	564	536	512	491	474	458	444
	7,0%	531	499	473	452	433	417	404	392	381
	8,0%	452	427	406	389	374	362	351	342	333
	9,0%	391	371	354	340	329	319	310	303	296

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **333 PLN**, natomiast do globalnych **323 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej oddaje przyszłe perspektywy 11 bit studios.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
CD Projekt	21,7	26,0	29,3	15,1	19,3	20,9
CI Games	62,7	-	-	7,8	17,5	-
PlayWay	26,3	23,6	23,4	18,0	16,1	18,0
Ten Square Games	16,0	13,6	14,5	13,4	11,0	11,6
Mediana	24,0	23,6	23,4	14,3	16,8	18,0
11 bit studios	51,0	77,3	25,2	34,3	44,3	16,1
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	212,4%	327,1%	7,6%	241,0%	263,6%	-10,8%
Wycena wg wskaźnika	260,3	169,1	513,8	237,5	216,6	602,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		314,4			352,2	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	333					

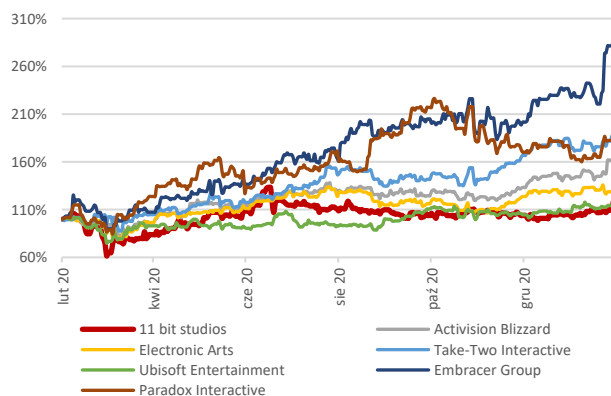
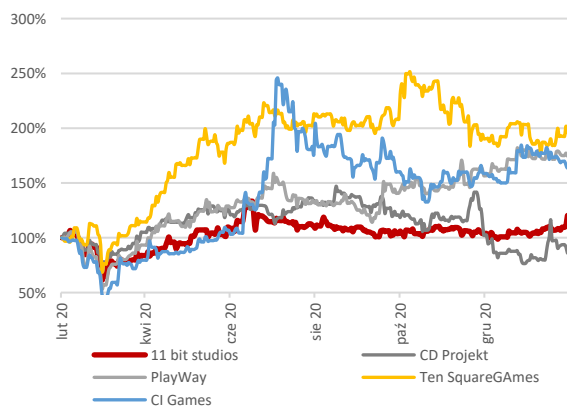
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
ACTIVISION BLIZZARD INC	28,2	23,7	22,3	19,6	16,2	15,4
ELECTRONIC ARTS INC	23,8	22,2	18,6	15,8	14,9	-
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	32,2	23,6	18,5	21,5	15,6	-
UBISOFT ENTERTAINMENT	27,9	23,4	20,9	9,2	7,4	6,9
EMBRACER GROUP AB	38,1	32,9	34,0	16,6	14,5	12,6
CAPCOM CO LTD	35,6	31,1	32,4	19,3	16,9	-
PARADOX INTERACTIVE AB	39,0	36,0	-	19,7	17,5	-
Mediana	32,2	23,7	21,6	19,3	15,6	12,6
11 bit studios	51,0	77,3	25,2	34,3	44,3	16,1
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	158,5%	326,2%	16,5%	177,6%	283,9%	28,2%
Wycena wg wskaźnika	348,9	169,5	474,9	314,3	202,4	429,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		331,1			315,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	323					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od lutego 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

Produkcja gry wideo to proces wieloetapowy, związany z ryzykiem opóźnień odrębnych faz i całego projektu. Fazy produkcji następują kolejno po sobie, tym samym uzależnione są od wyników/ ukończenia poprzednich etapów. Etapy te są zależne od pracy zespołu oraz podmiotów zewnętrznych, którym nieprzewidziane trudności mogą przyczynić się do opóźnień.

2. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

Na rynku pracy liczba doświadczonych i wykwalifikowanych twórców gier wideo jest stosunkowo niewielka. Jednym z głównych powodów jest brak przygotowania absolwentów szkół wyższych w Polsce do tego zawodu. W związku, z tymi ograniczeniami, wyzwaniem staje się pozyskanie pracowników, w skali, która pozwoli spółce dynamicznie się rozwijać.

3. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

Głównym ryzykiem w tym obszarze jest trudność w zdefiniowaniu podmiotów konkurencyjnych, spowodowane dużym rozproszeniem rynku. W przypadku identyfikacji silniejszej konkurencji od przewidywanej, sytuacja ta może mieć konsekwencje w formie mniejszego zainteresowania produktami spółki. W związku ze zwiększającą się liczbą podmiotów, podobnymi produktami na te same platformy, może rosnąć trudność w pozyskiwaniu zezwoleń na produkcję gier dla danej platformy.

4. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

Utrata kluczowych współpracowników, posiadających największe doświadczenie i wiedzę dotyczącą zarządzania spółką, mogłaby wpłynąć w krótkim terminie zarówno na pogorszenie jakości jak i terminowości świadczonych usług. W średniej i dłuższej perspektywie mogłoby to wpłynąć na obniżenie planowanych wyników spółki.

5. Ryzyko związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki

W negatywnym scenariuszu rozwoju pandemii na świecie, ludzie w obawie o swoją przyszłość zaczną ciąć wydatki na rozrywkę, w tym na gry wideo, co może znacząco wpłynąć na sprzedaż produktów dewelopera.

6. Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych

Do celów strategicznych spółki na najbliższe lata należą zwiększanie skali działalności, budowanie zdywersyfikowanego portfolio gier komputerowych wysokiej jakości, rozwój działalności wydawniczej oraz prowadzenie elektronicznej platformy do globalnej dystrybucji gier wideo. Podjęcie nietrafionych decyzji, spowodowanych niewłaściwą oceną sytuacji, bądź nieumiejętność dostosowanie się do dynamicznych warunków na rynku, może wpłynąć na nieosiągnięcie celów strategicznych.

7. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty

Prace związane z produktami spółki, trwają od 12 do 20 miesięcy, w zależności od wielkości projektu. Powodzenie danej gry wideo, mierzone jest wielkością popytu i przychodami z jej sprzedaży, pozwalającymi pokryć poniesione wydatki na proces jej produkcji i przynieść ewentualne zyski. Zainteresowanie daną produkcją, które przekłada się na wysokość przychodów, uzależnione jest od zmiennych gustów konsumentów, produktów konkurencji oraz ciężkich do przewidzenia trendów na rynku gier. Istnieje zatem, duże ryzyko tzw. „nietrafionego” produktu, co wiąże się brakiem zainteresowania zakupu ze strony potencjalnych klientów, który nie trafił w ich upodobania. Podłożem może być słaba jakość produktu bądź błędne określenie docelowego klienta. To wszystko ma wpływ, na trudność w przewidzeniu reakcji odbiorców w momencie premiery i w efekcie zdefiniowania oczekiwanych przychodów.

8. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej

Ilość zewnętrznych projektów, które spełniają wymagania spółki, jest ograniczona. Może, się to wiązać z ryzykiem braku nowych produktów w segmencie wydawniczym. Ponadto, w bliskim otoczeniu spółki, znajdują się konkurencyjne firmy, które również poszukują podobnych tytułów, co może spowodować utrudniony proces pozyskania danego produktu, jak i może skutkować spadkiem cen/prowizji za usługi wydawnicze.

Rynek gier wideo zmienia się bardzo szybko. Pojawiające się nowe trendy technologiczne i ich zbyt późna identyfikacja, może wiązać się z ryzykiem straty ze sprzedaży niemodnych produktów.

Przez rosnącą popularność portali crowd-sourcingowych jak i self-publishingu, zainteresowanie usługami wydawniczymi spada, stającą ważną stroną było współfinansowanie bądź finansowanie produkcji, co z kolei powoduje zmniejszenie ilości potencjalnie dochodowych projektów.

9. Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR

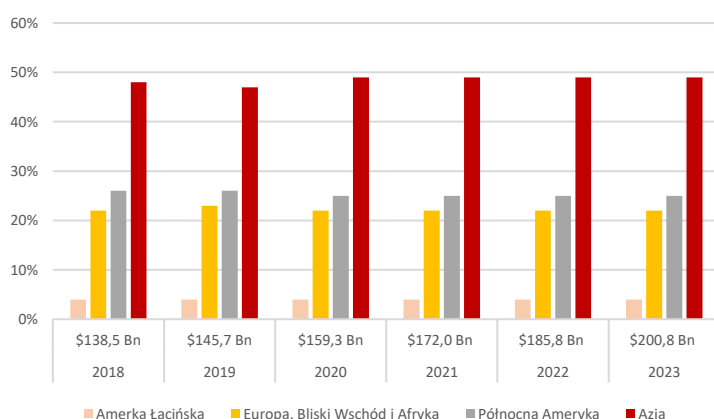
Ze względu na fakt, iż spółka ponosi koszty wytworzenia w PLN, natomiast zdecydowana większość przychodów realizowana jest w walutach obcych, czynnikiem ryzyka, z jakim ma do czynienia, jest ryzyko wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walutowych. Ryzyko to dotyczy szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników 11 bit studios ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,7%, osiągając 200,8 mld USD w 2023 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

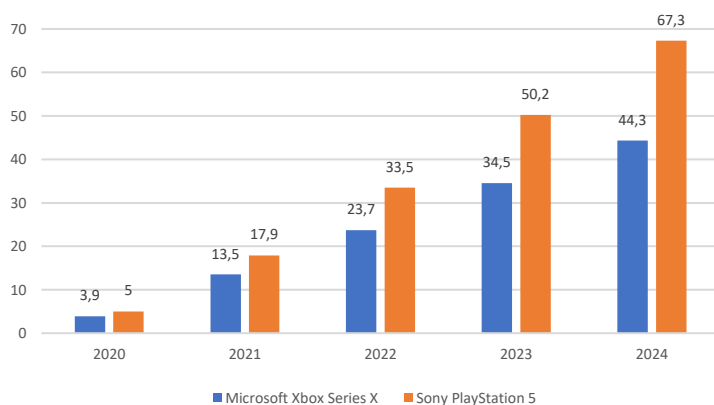
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2020 sięgną 78,4 mld USD, a w 2023 będzie to kwota ok. 98,4 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która z 40,0 mld USD przychodów w 2020 urośnie do 50,2 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2020 osiągną 35 mld USD, a do 2023 kwota ta zwiększy się o 9,2 mld USD i wyniesie 44,2 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

Podział globalnych przychodów z gier na regiony



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

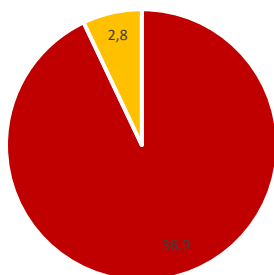
Prognoza sprzedaży nowej generacji konsol - skumulowane [mln sztuk]



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

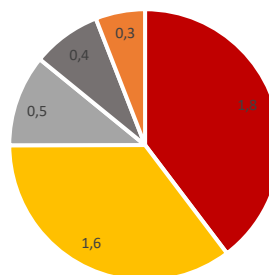
Podział regionów na kraje generujące przychody w 2019 [mln USD]

Ameryka Północna



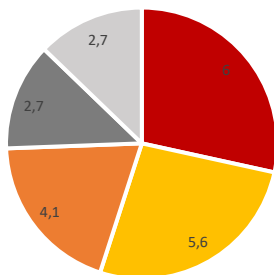
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



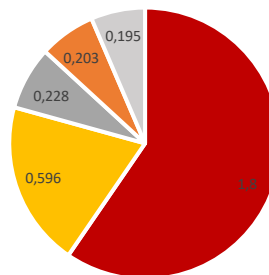
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



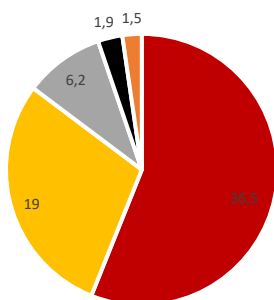
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



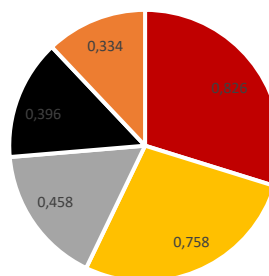
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka

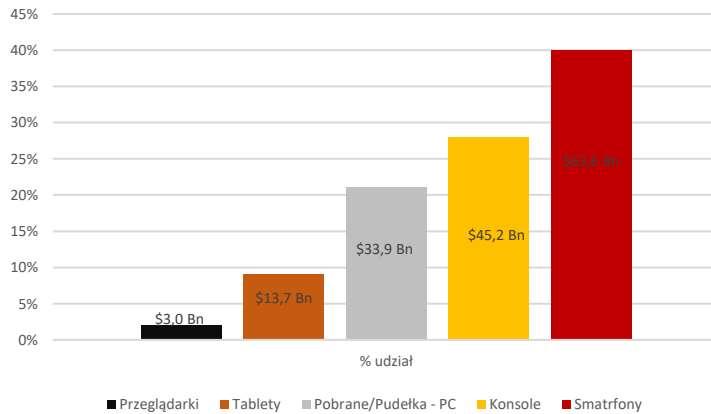


■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2020 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 63,6 mld USD (40%), rosnąc 15,8% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 45,2 mld USD (28%), 33,9 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

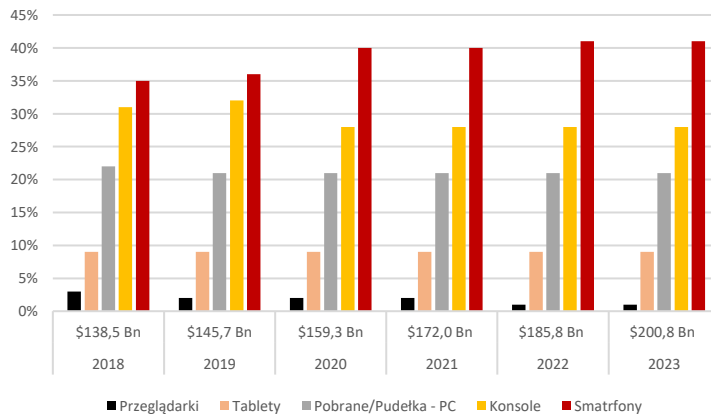
Podział przychodów w 2020 roku na segmenty



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

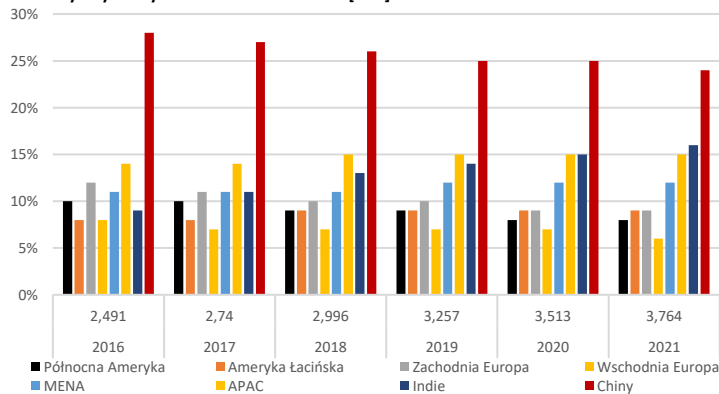
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 11%, tym samym w 2023 roku wygenerują ok. 82,3 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

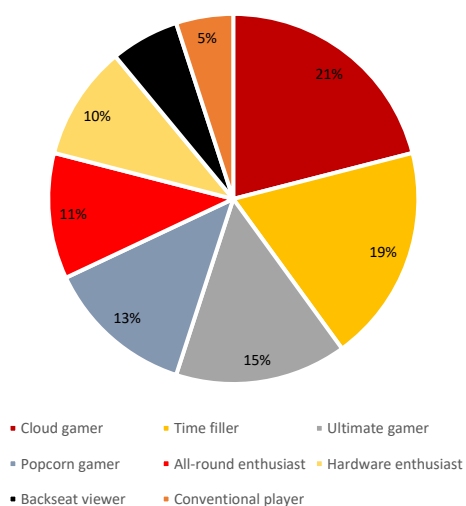
Podział graczy

Profil	Charakterystyka	Średnia wieku	Podział ze względu na płeć (M/K)
Ultimate Gamer	Cały wolny czas i pieniądze spędza/ wydaje na gry.	28	65%/35%
All-round enthusiast	Zainteresowany tematyką gamingową, od grania poprzez oglądanie jak inni grają.	27	65%/35%
Cloud gamer	Obojętny na sprzęt, odnawia go wtedy kiedy to konieczne. Zainteresowany wyłącznie darmowymi grami.	28	59%/41%
Conventional player	Dbą o to, by sprzęt był aktualny. Niezainteresowany oglądaniem innych graczy.	32	62%/38%
Hardware enthusiast	Skupiony przede wszystkim na aktualizacjach sprzętu. Spędza stosunkowo mało czasu na graniu.	30	60%/40%
Popcorn gamer	Śledzi контент związany z grami na Youtube i Twitchu. Preferuje gry typu casual.	29	54%/46%
Backseat viewer	Przeważnie obserwuje jak inni gracze grają w gry online. Prawie nigdy nie gra.	31	57%/43%
Time filler	Mało zainteresowany treścią gry. Gra po to by zabić czas.	38	39%/61%

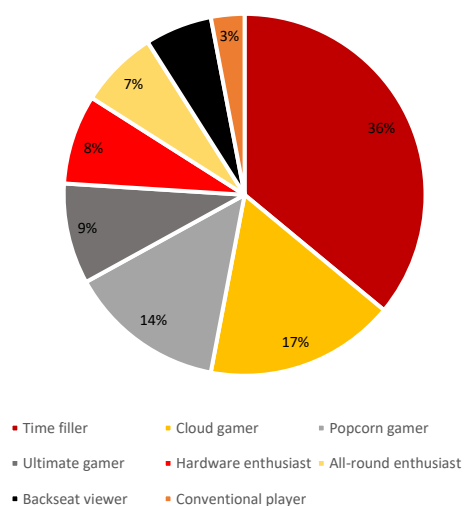
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet

Podział graczy wśród mężczyzn

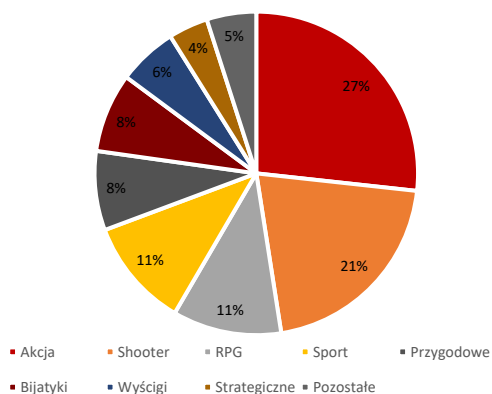


Podział graczy wśród kobiet



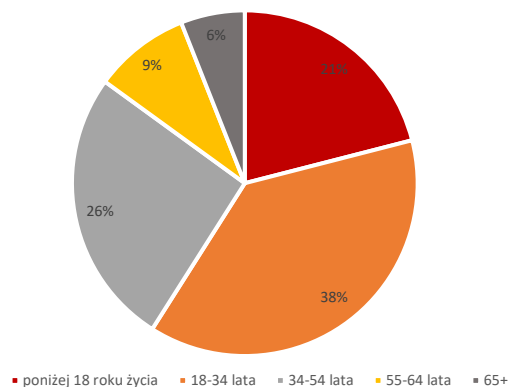
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

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



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

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



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

PROGNOZY NA 4Q'20

4Q'20 to okres bez nowych premier ze strony 11 bit studios, był to jednak czas wielu wyprzedaczy, co w istotny sposób przełożyło się na monetyzację aktualnego portfela gier. Szacujemy, że IP „Frostpunka” wygenerowało w tym okresie ok. 12 mln PLN przychodów, natomiast segment wydawniczy odpowiadał za 25% całości (4,9 mln PLN). Prognozujemy, że w 4Q'20 spółka osiągnęła 19,5 mln PLN przychodów, 13,1 mln PLN EBITDA oraz 7,4 mln PLN zysku netto.

W tym okresie projekt związany z opracowaniem silnika nowej generacji do produkcji gier multiplatformowych „Liquid Engine 6.0”, od 11 bit studios został wybrany przez NCBR na dofinansowanie w wysokości 1,8 mln PLN (całkowity koszt tego projektu wynosi 3,6 mln PLN).

Pod koniec listopada rada nadzorcza 11bit studios powołała na stanowisko prezesa członka zarządu Przemysław Marszał. Dotychczasowy prezes Grzegorz Miechowski pozostał we władzach spółki jako członek zarządu odpowiedzialny za sprawy operacyjne. Poinformowano o planie zwiększenia liczebności załogi do 300 osób, tak żeby ok. 100 osób pracowało nad każdym z ich tytułów. Na chwilę obecną zespoły te sięgają nawet do 70 osób. Cel ten chcą osiągnąć w przeciągu 2 lat. Naszym zdaniem zmiany te pomogą w dynamicznym rozwoju 11b, rozłożeniem strategicznych obowiązków na poszczególnych członków, tym samym na lepsze i efektywniejsze wywiązywanie się z nich.

W grudniu spółka przedstawiła cele nowego programu motywacyjnego - wypracowanie łącznie 656 mln PLN przychodów i 328 mln PLN zysku brutto w latach 2021-2025. W ramach programu spółka chce wyemitować łącznie do 125 tys. warrantów wymiennych na akcje z ceną emisyjną opartą o średni ważony kurs akcji spółki z 4Q'20. Osiągnięcie celu 656 mln PLN łącznych przychodów w latach 2021-25 ma umożliwić uprawnionym osobom objęcie 37,5 tys. warrantów. Z kolei wypracowanie przez spółkę co najmniej 328 mln PLN zysku brutto (skorygowanego o koszty programu motywacyjnego) ma uwolnić pulę 87,5 tys. warrantów.

Na przełomie 1Q/2Q'21 spółka zapowiedziała pierwsze prezentacje długo skrywanych projektów nad którymi pracują.

Prognozy wyników na 4Q'2020

	4Q'19	4Q'20P	zmiana r/r	2019	2020P	zmiana r/r	2021P	zmiana r/r	2022P	zmiana r/r
Przychody	21,9	19,5	-11,2%	71,7	87,9	22,6%	67,1	-23,6%	72,4	7,9%
EBITDA	12,5	13,1	5,5%	30,3	55,6	83,7%	38,4	-30,9%	30,0	-21,8%
EBIT	10,6	10,5	-0,6%	23,9	45,7	91,3%	30,4	-33,5%	20,5	-32,6%
Zysk brutto	11,1	10,3	-7,3%	25,0	45,3	80,8%	31,3	-30,9%	21,5	-31,4%
Zysk netto	11,7	7,4	-36,5%	21,7	39,5	82,1%	27,6	-30,3%	18,2	-34,0%
Marża EBITDA	56,9%	67,6%		42,3%	63,3%		57,2%		41,5%	
Marża EBIT	48,4%	54,2%		33,3%	52,0%		45,2%		28,3%	
Marża zysku netto	53,4%	38,2%		30,3%	45,0%		41,1%		25,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO ZMIANIE PREZESA (25.11.2020).

- Rada nadzorcza 11bit studios powołała na stanowisko prezesa dotychczasowego członka zarządu Przemysław Marszał. Dotychczasowy prezes Grzegorz Miechowski pozostaje we władzach 11bit studios jako członek zarządu odpowiedzialny za sprawy operacyjne.

- komentarz video: <https://www.youtube.com/watch?v=dd85xTLOk0U&feature=youtu.be>

- P.Marszał uważa, iż 11b jest w świetnym momencie, aby wykonać kolejny krok w rozwoju spółki. Wyzwanie, przed którym stoi spółka, czyli tworzenie coraz większych i ambitniejszych projektów growych, zespołami liczącymi ponad 100 osób, wymaga zmian. Spółka musi postawić na dynamiczną organizację, wspierającą pracę dużych zespołów. Chcą budować coraz większe projekty 'Alternative AAA' i jednocześnie lepiej rozumieć swoje przewagi i budować je na przyszłość. W jego ocenie, zmiana zakresu obowiązków w ramach zarządu usprawni jego funkcjonowanie.

- G.Miechowski uważa, że Przemek to wizjoner. Wzmocni potencjał 11b zajmując się strategicznym długoterminowym planowaniem oraz sferą innowacji. Miechowski skupi się na tematach operacyjno-finansowych, administracyjnych i marketingowych.

- nowy prezes 11bit studios zapowiada, że spółka będzie nadal koncentrować się na produkcji i wydawaniu gier opartych na wyraźnych ideach (meaningful entertainment).

- po zmianach, które weszły w życie z dniem 24 listopada, Zarząd 11 bit studios S.A. przedstawia się następująco: Przemysław Marszał - prezes zarządu, Grzegorz Miechowski - członek zarządu, Michał Drozdowski - członek zarządu.

Q&A po konferencji poświęconej temu wydarzeniu:

- spółka planuje rozrosnąć się do 300 osób, tak żeby ok. 100 osób pracowało nad każdym z ich tytułów. Na chwilę obecną zespoły te sięgają nawet do 70 osób. Cel ten chcą osiągnąć w przeciągu 2 lat;

- na przełomie 1Q/2Q'21 będą chcieli pokazać coś więcej o wszystkich projektach nad którymi pracują;

- spółka jest otwarta na akwizycje;

- Program Motywacyjny -> wkrótce będą chcieli o nim poinformować „parametry zmieniły się tak, że będą się podobały”.

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

W związku ze starzejącym się portfelem gier spółki prognozujemy spadek wyników w pierwszych okresach 2021 roku i poprawy w okolicach 4Q'21. Na odbudowę przychodów, będzie miała wpływ premiera gry z segmentu wydawniczego „Projekt Foxhol” oraz debiut mobilnego „Frostpunka”. Spodziewamy się stopniowego wzrostu kosztów związanych z powiększaniem zespołów deweloperskich. Szacujemy, że w tym roku 11 bit studios wypracuje 67,1 mln PLN przychodów, 38,4 mln PLN EBITDA oraz 27,6 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	14,3	16,6	18,9	21,9	30,6	19,7	18,1	19,5	15,2	14,0	13,0	24,9
EBITDA	7,3	4,4	6,1	12,5	19,6	11,6	11,3	13,1	9,7	8,4	7,3	13,0
EBIT	5,7	2,9	4,6	10,6	17,2	9,1	8,7	10,5	6,9	6,8	5,7	10,9
Zysk brutto	6,0	3,0	4,9	11,1	17,9	8,8	8,3	10,3	7,1	7,0	6,0	11,2
Zysk netto	4,4	2,0	3,6	11,7	14,5	10,5	7,1	7,4	6,2	6,2	5,3	9,8
Marża EBITDA	51,23%	26,52%	32,42%	56,9%	64,1%	58,8%	62,3%	67,6%	63,7%	60,1%	56,0%	52,4%
Marża EBIT	40,26%	17,65%	24,25%	48,4%	56,4%	46,3%	48,3%	54,2%	45,2%	48,5%	44,1%	44,0%
Marża zysku netto	31,10%	11,88%	19,11%	53,4%	47,4%	53,2%	39,3%	38,2%	41,0%	44,2%	40,8%	39,5%

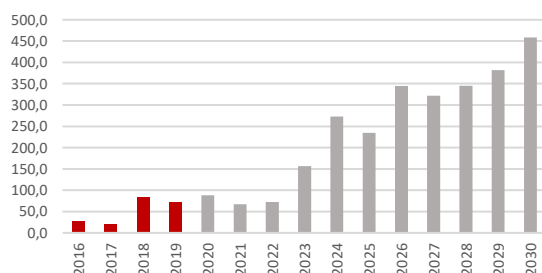
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

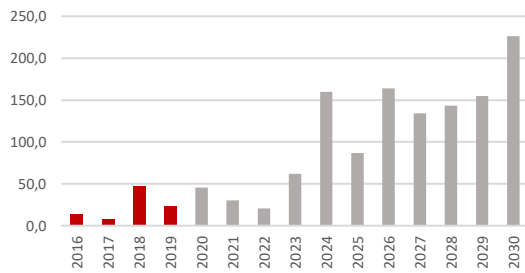
	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	27,5	19,5	82,8	71,7	87,9	67,1	72,4	156,3	273,0	235,0	342,8	321,6	345,3	382,2	458,9
EBITDA	16,7	9,3	51,5	30,3	55,6	38,4	30,0	80,3	194,8	139,7	229,6	193,1	205,2	222,1	304,4
EBIT	14,1	7,6	47,0	23,9	45,7	30,4	20,5	62,0	159,8	86,6	164,1	134,3	143,4	154,8	226,3
Zysk brutto	15,7	4,4	48,2	25,0	45,3	31,3	21,5	63,3	162,5	90,2	168,6	139,0	148,0	159,7	232,5
Zysk netto	12,9	3,4	37,6	21,7	39,5	27,6	18,2	55,8	146,5	79,9	150,9	123,8	132,2	142,1	207,9
Marża EBITDA	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	63,3%	57,2%	41,5%	51,4%	71,4%	59,5%	67,0%	60,0%	59,4%	58,1%	66,3%
Marża EBIT	51,4%	39,1%	56,8%	33,3%	52,0%	45,2%	28,3%	39,7%	58,5%	36,9%	47,9%	41,8%	41,5%	40,5%	49,3%
Marża zysku netto	47,0%	17,6%	45,4%	30,3%	45,0%	41,1%	25,1%	35,7%	53,7%	34,0%	44,0%	38,5%	38,3%	37,2%	45,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

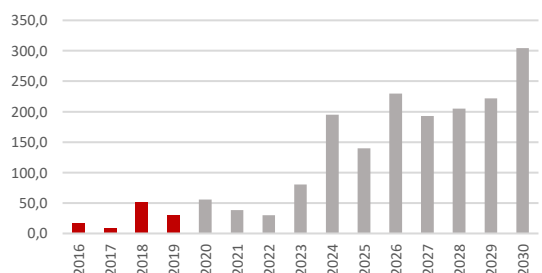
Przychody [mln PLN]



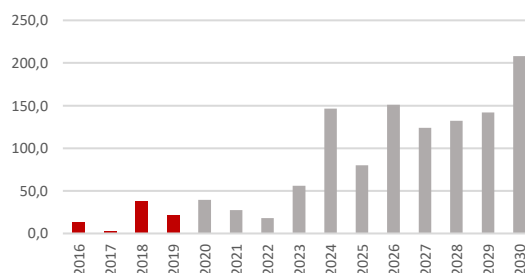
EBIT [mln PLN]



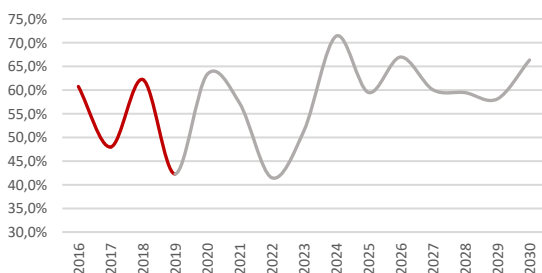
EBITDA [mln PLN]



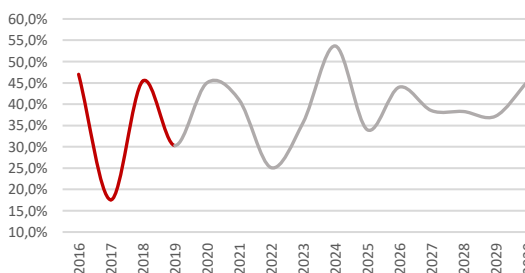
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Od naszej ostatniej rekomendacji dużo się w spółce zmieniło, szczególnie w zakresie segmentu wydawniczego. Od tamtego momentu dowiedzieliśmy się o czterech nowych umowach wydawniczych: „Foxhole”, „Vitriol”, „Botin” oraz „Ava”. Przewyższają one swoimi budżetami poprzednie produkcje z tego segmentu („Moonlighter”, „Children of Morta”), a nawet dorównują „Frostpunkowi”. Znając mniej więcej budżety tych tytułów mogliśmy lepiej uwzględnić ich potencjał monetyzacji, co przyczyniło się do podniesienia wyników (wcześniej prognozowaliśmy, powolne podnoszenie budżetów w segmencie wydawniczym, za czym szedł powolny wzrost przychodów). Ponadto w pionie tym w latach 2023-2025 zakładamy rocznie po dwie premiery gier, 2026-2028 po trzy, a od 2029 cztery (vs poprzednia rekomendacja 2023-2028 po dwie).

Jeżeli chodzi o produkcje własne, w minionych okresach poznaliśmy więcej szczegółów co do ich specyfikacji, stąd możemy dokładniej umiejscowić ich premiery w pipeline 11 bit studios oraz oszacować zdolność generowania przychodów. Spodziewamy się, że premiery autorskich gier będą miały miejsce w latach 2023-2024 i od 2026 roku co roku po nowej premierze.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.12.2019 [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
POPRIEDNIA REKOMENDACJA									
Przychody [mln PLN]	85,5	174,5	95,1	168,2	200,4	153,3	288,9	286,6	314,7
Frostpunk	31,6	27,7	8,4	2,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Projekt 8	0,0	96,8	44,2	28,7	38,0	10,3	3,0	0,5	0,1
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	99,4	47,2	31,7	41,7	12,1	3,9
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	74,1	67,2	57,0	50,5	28,0
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	144,1	60,3	48,0
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	115,6	63,6
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	122,7
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydawnictwo	46,7	44,5	39,4	35,8	39,2	43,1	41,3	45,8	46,6
AKTUALNA REKOMENDACJA									
Przychody [mln PLN]	87,9	67,1	72,4	156,3	273,0	235,0	342,8	321,6	345,3
Frostpunk	55,0	33,4	17,9	9,7	6,3	4,0	2,6	1,7	1,1
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	118,1	68,0	43,5	23,3	13,3
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	79,7	46,6	33,0	19,9	11,9	5,7
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	36,0	43,1	31,1	19,6	11,8
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	143,7	40,5	26,6
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	118,8	38,5
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	140,3
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydawnictwo	24,5	27,0	49,7	64,7	64,6	85,7	100,3	104,1	106,1
ZMIANA %									
Przychody [mln PLN]	2,8%	-61,5%	-23,9%	-7,1%	36,2%	53,3%	18,7%	12,2%	9,7%
Frostpunk	74,0%	20,4%	112,8%	303,1%	1472,9%	3910,2%	-	-	-
Projekt 8	-	-100,0%	-100,0%	-100,0%	210,9%	560,6%	1350,2%	4552,0%	13151,5%
Projekt 9	-	-	-	-19,8%	-1,3%	4,2%	-52,3%	-1,7%	45,5%
Projekt 10	-	-	-	-	-51,4%	-35,9%	-45,5%	-61,1%	-57,9%
Projekt 11	-	-	-	-	-	-	-0,3%	-32,9%	-44,5%
Projekt 12	-	-	-	-	-	-	-	2,8%	-39,4%
Projekt 13	-	-	-	-	-	-	-	-	14,4%
Projekt 14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Projekt 15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wydawnictwo	-47,5%	-39,4%	26,3%	80,6%	64,8%	99,0%	142,8%	127,3%	127,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.12.2019 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	85,5	87,9	2,8%	174,5	67,1	-61,5%	95,1	72,4	-23,9%
EBITDA	17,9	55,6	210,9%	101,7	38,4	-62,2%	20,3	30,0	48,0%
EBIT	12,8	45,7	256,7%	94,0	30,4	-67,7%	11,6	20,5	76,5%
Wynik brutto	14,2	45,3	218,7%	96,4	31,3	-67,6%	14,6	21,5	47,0%
Wynik netto	12,4	39,5	218,9%	86,8	27,6	-68,2%	13,2	18,2	37,8%
marża EBITDA	21,0%	63,3%		58,3%	57,2%		21,4%	41,5%	
marża EBIT	15,0%	52,0%		53,9%	45,2%		12,2%	28,3%	
marża netto	14,5%	45,0%		49,7%	41,1%		13,9%	25,1%	
USD/PLN	3,866	3,896	0,8%	3,792	3,748	-1,2%	3,715	3,666	-1,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	17,2	41,3	49,8	79,2	104,0	132,2	153,5	171,4	179,5	174,2	187,5	197,7	202,6	197,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,8	18,7	24,0	36,0	35,9	31,8	28,7	27,8	27,0	25,5	24,6	22,9	21,5	20,5
Wartości niematerialne	13,1	17,1	24,9	37,3	62,3	94,5	118,9	137,8	146,7	142,8	157,0	168,9	175,2	171,0
Pozostałe aktywa trwałe	3,3	5,4	0,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9	5,9
Aktywa obrotowe	31,5	67,9	105,9	113,6	111,9	101,6	136,3	245,6	180,7	272,3	243,6	254,5	275,8	367,4
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	2,7	14,6	17,8	12,3	9,4	10,1	8,8	15,4	13,2	19,3	18,1	19,5	21,6	25,9
Inne aktywa obrotowe	0,6	2,1	5,9	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	28,2	51,3	82,2	95,0	96,2	85,2	121,2	223,9	161,1	246,7	219,2	228,7	247,9	335,2
- w tym środki pieniężne	28,2	24,3	14,9	65,1	66,2	55,2	91,3	194,0	131,2	216,7	189,3	198,8	218,0	305,2
Aktywa razem	48,6	109,3	155,7	192,8	215,9	233,8	289,9	417,0	360,2	446,5	431,1	452,2	478,4	564,8
Kapitał własny	46,2	89,9	119,7	166,7	194,3	212,5	268,2	386,8	334,9	413,9	401,9	422,7	445,8	525,8
Zobowiązania długoterminowe	0,8	12,0	11,3	10,7	9,8	9,0	8,1	7,3	5,6	3,9	2,3	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania finansowe odsetkowe	0,0	11,3	10,8	10,0	9,2	8,3	7,5	6,7	5,0	3,3	1,6	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,8	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	1,7	7,3	24,7	15,4	11,8	12,3	13,5	22,9	19,7	28,7	26,9	28,9	32,0	38,3
Zobowiązania finansowe odsetkowe	0,0	1,5	1,3	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	1,2	5,1	11,4	14,0	10,7	11,5	13,0	22,7	19,6	28,6	26,8	28,8	31,8	38,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,5	0,8	11,9	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Pasywa razem	48,6	109,3	155,7	192,8	215,9	233,8	289,9	417,0	360,2	446,5	431,1	452,2	478,4	564,8
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	19,5	82,8	71,7	87,9	67,1	72,4	156,3	273,0	235,0	342,8	321,6	345,3	382,2	458,9
Koszty działalności operacyjnej	-11,8	-35,8	-47,8	-42,2	-36,8	-51,9	-94,3	-113,2	-148,3	-178,7	-187,3	-201,9	-227,4	-232,6
EBITDA	9,3	51,5	30,3	55,6	38,4	30,0	80,3	194,8	139,7	229,6	193,1	205,2	222,1	304,4
Amortyzacja	-1,7	-4,5	-6,4	-10,0	-8,1	-9,6	-18,3	-35,1	-53,1	-65,4	-58,8	-61,9	-67,3	-78,1
EBIT	7,6	47,0	23,9	45,7	30,4	20,5	62,0	159,8	86,6	164,1	134,3	143,4	154,8	226,3
Saldo działalności finansowej	-3,2	1,2	1,4	0,4	0,9	1,0	1,3	2,7	3,6	4,5	4,6	4,7	4,9	6,2
Zysk (strata) brutto	4,4	48,2	25,0	45,3	31,3	21,5	63,3	162,5	90,2	168,6	139,0	148,0	159,7	232,5
Zysk (strata) netto	3,4	37,6	21,7	39,5	27,6	18,2	55,8	146,5	79,9	150,9	123,8	132,2	142,1	207,9
CF [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	8,1	39,0	41,6	44,8	35,2	27,9	76,9	184,7	132,0	219,2	182,0	194,4	210,4	288,1
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-10,0	-55,6	-49,3	-1,0	-32,9	-37,7	-39,6	-53,0	-61,2	-60,0	-72,1	-72,1	-72,2	-72,9
Przepływy z działalności finansowej	1,0	12,6	-1,7	6,3	-1,2	-1,2	-1,2	-29,0	-133,6	-73,6	-137,5	-112,7	-119,0	-127,9
Przepływy pieniężne netto	-0,9	-3,9	-9,4	50,2	1,2	-11,0	36,1	102,7	-62,8	85,6	-27,5	9,5	19,2	87,3
Środki pieniężne na początek okresu	29,1	28,2	24,3	14,9	65,1	66,2	55,2	91,3	194,0	131,2	216,7	189,3	198,8	218,0
Środki pieniężne na koniec okresu	28,2	24,3	14,9	65,1	66,2	55,2	91,3	194,0	131,2	216,7	189,3	198,8	218,0	305,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz pozostałe aktywa finansowe

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	325,3%	-13,4%	22,6%	-23,5%	7,9%	115,8%	74,7%	-13,9%	45,9%	-6,2%	7,4%	10,7%	20,1%
EBITDA zmiana r/r	451,7%	-41,2%	83,7%	-30,9%	-21,8%	167,5%	142,5%	-28,3%	64,3%	-15,9%	6,3%	8,2%	37,1%
EBIT zmiana r/r	516,8%	-49,2%	91,3%	-33,5%	-32,6%	203,0%	157,6%	-45,8%	89,5%	-18,2%	6,7%	8,0%	46,2%
Zysk netto zmiana r/r	1000,4%	-42,3%	82,1%	-30,3%	-34,0%	206,5%	162,7%	-45,4%	88,8%	-17,9%	6,8%	7,5%	46,3%
Marża EBITDA	62,2%	42,3%	63,3%	57,2%	41,5%	51,4%	71,4%	59,5%	67,0%	60,0%	59,4%	58,1%	66,3%
Marża EBIT	56,8%	33,3%	52,0%	45,2%	28,3%	39,7%	58,5%	36,9%	47,9%	41,8%	41,5%	40,5%	49,3%
Marża netto	45,4%	30,3%	45,0%	41,1%	25,1%	35,7%	53,7%	34,0%	44,0%	38,5%	38,3%	37,2%	45,3%
ROE	41,8%	18,1%	23,7%	14,2%	8,6%	20,8%	37,9%	23,9%	36,5%	30,8%	31,3%	31,9%	39,5%
ROA	34,4%	13,9%	20,5%	12,8%	7,8%	19,2%	35,1%	22,2%	33,8%	28,7%	29,2%	29,7%	36,8%
Dług netto	-38,5	-70,1	-83,7	-86,0	-76,1	-113,4	-217,2	-156,1	-243,4	-217,6	-228,7	-247,9	-335,2
Dług netto / kapitał własny	-42,8%	-58,6%	-50,2%	-44,3%	-35,8%	-42,3%	-56,1%	-46,6%	-58,8%	-54,1%	-54,1%	-55,6%	-63,7%
Dług netto / EBITDA	-0,7	-2,3	-1,5	-2,2	-2,5	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Dług netto / EBIT	0,8	2,9	1,8	2,8	3,7	1,8	1,4	1,8	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
EV	1221,3	1266,6	1322,2	1319,8	1329,7	1292,5	1188,6	1249,7	1162,5	1188,3	1177,1	1157,9	1070,6
CAPEX / Przychody	32,4%	38,7%	48,5%	52,1%	25,4%	19,4%	26,1%	17,5%	22,4%	20,9%	18,9%	19,2%	0,0%
CAPEX / Amortyzacja	-591,4%	340,7%	403,5%	394,4%	216,4%	151,1%	115,3%	91,8%	122,6%	116,5%	107,4%	100,0%	0,0%
Amortyzacja / Przychody	5,4%	9,0%	11,4%	12,0%	13,2%	11,7%	12,8%	22,6%	19,1%	18,3%	17,9%	17,6%	17,0%
Zmiana KO / Przychody	10,8%	-14,9%	4,6%	0,6%	-0,1%	-1,8%	-1,2%	0,4%	-0,8%	0,2%	-0,2%	-0,3%	-0,5%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	14,1%	96,4%	24,7%	-2,0%	-2,0%	-3,3%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,7%	-2,6%	-2,7%	-2,7%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	15,3	18,6	16,0	20,9	19,4	9,0	5,2	6,0	4,1	4,4	4,1	3,7	3,1
P/E*	33,6	61,6	35,5	51,0	77,3	25,2	9,6	17,6	9,3	11,4	10,6	9,9	6,8
P/BV*	14,1	11,2	8,4	7,2	6,6	5,2	3,6	4,2	3,4	3,5	3,3	3,2	2,7
P/CE*	147,0	135,7	82,2	63,9	53,9	82,5	93,6	82,4	89,3	86,0	86,9	85,9	88,1
EV/EBITDA*	23,7	41,8	23,8	34,3	44,3	16,1	6,1	8,9	5,1	6,2	5,7	5,2	3,5
EV/EBIT*	26,0	53,1	29,0	43,5	65,0	20,8	7,4	14,4	7,1	8,8	8,2	7,5	4,7
EV/S*	14,8	17,7	15,1	19,7	18,4	8,3	4,4	5,3	3,4	3,7	3,4	3,0	2,3
BVPS	39,3	49,5	65,6	76,4	83,6	105,5	152,2	131,7	162,8	158,1	166,3	175,4	206,8
EPS	16,4	9,0	15,6	10,8	7,2	21,9	57,6	31,4	59,4	48,7	52,0	55,9	81,8
CEPS	3,8	4,1	6,7	8,6	10,3	6,7	5,9	6,7	6,2	6,4	6,4	6,4	6,3
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,9	131,8	71,9	135,8	111,5	119,0	127,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	11,0	51,9	28,3	53,4	43,8	46,8	50,3
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	9,4%	5,1%	9,7%	7,9%	8,5%	9,1%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 553,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
strategia, chemia, przemysł, energetyka

Michał Fidelus

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

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:

Leszek Mackiewicz

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	654	kupuj	437,9	15.02.2021	08:00 CEST	553,0	57 428
kupuj	437,9	-	-	04.12.2019	09:55 CEST	355,0	56 483

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

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.

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).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 1Q'21*:			, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:	
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	4	80%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	1	20%	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.

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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest 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, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

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 pojędynczą 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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na jedynym instrumentem finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 15.02.2021 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 22.02.2021 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały ujawnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wycytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

W opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 15.02.2021 roku:

- 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim 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.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.