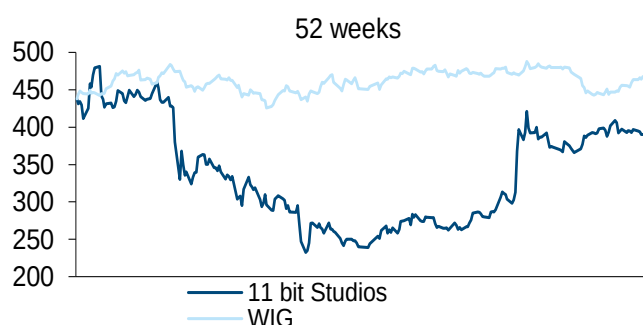


11 bit studios

Kupuj

PLN mn	2018	2019e	2020e	2021e
Przychody	82.8	78.8	70.8	197.3
EBITDA	51.4	37.5	24.5	140.3
EBIT	46.9	31.9	17.8	125.0
Zysk netto dla jedn. dominującej	37.5	25.9	14.7	101.8
Zysk na akcję (PLN)	16.4	11.3	6.1	42.1
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	16.2	15.8	8.9	46.6
Wartość księgowa na akcję (PLN)	37.2	47.9	59.6	101.7
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	13.6	22.1	35.1	5.4
P/E (x)	19.8	34.6	64.4	9.3
P/CE (x)	19.0	23.5	43.8	8.4
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	391.5	Reuters	11b.WA	Akcje w wolnym obrocie	78%
Liczba akcji (mn)	2.29	Bloomberg	11B PW	Akcjonariusze:	G. Miechowski (7.0%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	895	Dzień dywidendy	30.08.2019		NN TFI (5.2%)
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	829	Cena docelowa	493.4	Strona internetowa:	www.11bitstudios.com



Analitik:

Emil Popławski
+48 22 538 62 52
emil.poplawski@erstegroup.com

Projekt 8 z perspektywą poprawy wyników w 2021r

Zakończona sukcesem premiera Frostunka powinna pozwolić spółce na osiągnięcie stabilnej pozycji gotówkowej w roku 2019, szacowanej przez nas na PLN 67mn, co naszym zdaniem powinno pozwolić na ustalenie budżetu produkcyjno-marketingowego dla Projektu 8 na poziomie PLN 20mn i dwukrotne zwiększenie tej kwoty w przypadku Projektu 9, oczekiwanego przez nas w roku 2023. Wierzymy, iż w przypadku sukcesu Projektu 8, 11 bit może zdecydować się na zakup unikalnego IP lub pierwszą w historii wypłatę dywidendy, która według naszych kalkulacji może wynieść PLN 21.05 na akcję przy stopie dywidendy 5.4%.

W scenariuszu bazowym, zakładamy premierę Projektu 8 w pierwszej połowie 2021 roku i liczbę sprzedanych kopii na poziomie 2.4mn w roku premiery, co implikuje sprzedaż gry na poziomie PLN 147mn. Oczekujemy PLN 197.3mn całkowitych przychodów ze sprzedaży i zysku netto na poziomie 101.8mn. Podane wartości implikują wysokość mnożników P/E i EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 9.3x i 5.4x na 2021 rok. Średni trzyletni mnożnik P/E powinien być równy 18.1x. W dalszej części raportu prezentujemy dodatkowe scenariusze dla liczby sprzedanych kopii, symulacje Monte Carlo dla scenariusza bazowego, a także rozkład prawdopodobieństwa i ceny docelowe przypisane konkretnym scenariuszom.

Biorąc pod uwagę powyższe czynniki i perspektywę atrakcyjnej poprawy wyników w roku premiery Projektu 8, rekomendujemy KUPUJ dla akcji 11 bit studios z ceną docelową PLN 493.4, co implikuje 20.5% potencjał wzrostu ceny akcji w odniesieniu do aktualnej wyceny rynkowej.

Podsumowanie głównych tez inwestycyjnych

Bardzo wysokie oczekiwania dotyczące sprzedaży Frostpunka i późniejsze rozczarowanie wraz z wynikami kwartalnymi będącymi 30% poniżej konsensusu rynkowego doprowadziły to istotnej korekty wartości spółki po osiągnięciu maksymalnego poziomu w wysokości PLN 548 za akcję. Naszym zdaniem, 56 procentowa przecena akcji nie była w pełni uzasadniona sytuacją fundamentalną, ponieważ: (i) dzięki planowanej premierze konsolowej wersji Frostpunka i nowych DLC, a także ponadprzeciętnej umiejętności utrzymywania wysokiego zainteresowania graczy danym tytułem nawet długi czas po premierze (przykład TWoM), spółka powinna utrzymać płaskie przychody r/r pomimo braku premiery w 2019 roku, (ii) po sukcesie Moonlightera wierzymy, że segment wydawniczy powinien stać się stabilnym elementem modelu biznesowego spółki, (iii) dalszy rozwój studia powinien skutkować zmniejszeniem odstępu czasowego pomiędzy premierami gier do dwóch lat, z aktualnej trzyletniej średniej.

Wierzymy, że wyniki lat 2019 i 2020 powinny być głównie oparte na sprzedaży Frostpunka, który razem z DLC powinien sprzedać się w ilości niemalże 1.27mn kopii w roku 2019, co oznacza całkowitą sprzedaż w wysokości 2.47mn kopii od premiery w kwietniu 2018 roku. Co więcej, uważamy, że segment wydawniczy, po pierwszym sukcesie z Moonlighterem (PLN 12mn przychodów ze sprzedaży w roku 2018 według naszych kalkulacji), może osiągnąć przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 17.3mn w roku 2019, głównie dzięki premierze Children of Morta i sprzedaży Moonlightera. W dalszym ciągu oczekujemy pozytywnej kontrybucji ze strony TWoM. Zgodnie z naszymi obliczeniami, 11 bit studios może sprzedać około 0.7mn kopii TWoM w latach 2019-20, co implikuje całkowitą liczbę sprzedanych kopii od premiery w wysokości 4.7mn, przy całkowitych przychodach w wysokości około PLN 105mn. W naszym modelu zakładamy konsekwentną erozję liczby sprzedanych kopii z racji faktu, iż tytuł został zaprezentowany 4.5 roku temu.

Zakładając podobną jakość, wrażenia graczy i bardziej rozbudowany świat, wierzymy, że dzięki lepiej rozpoznawalnej marce i wyższym nakładom na produkcję i marketing (szacujemy PLN 20mn), 11 bit powinien opublikować Projekt 8 w pierwszej połowie roku 2021 i sprzedać około 2.4mn kopii w pierwszym roku sprzedaży osiągając przychody w wysokości PLN 147mn. Oczekujemy, że wersje PC i konsolowa zostaną udostępnione jednocześnie, co powinno pozwolić osiągnąć wyniki lepsze a niżeli w przypadku Frostpunka (PLN 55mn w pierwszym roku). Zakładamy, że Projekt 8 będzie wspomagany przynajmniej dwoma płatnymi DLC i kilkoma darmowymi aktualizacjami. Sprzedaż Projektu 8 w perspektywie 3 letniej może sięgnąć 4mn kopii vs. 3.1mn kopii Frostpunka, jakie mogą być sprzedane w porównywalnym okresie. Projekt 9 może ukazać się w roku 2023, a nasze oczekiwania wskazują na możliwą sprzedaż w wysokości 2.7mn kopii w roku premiery i 4.4mn kopii w horyzoncie trzyletnim.

Oczekujemy, iż 11 bit studios powinno znaleźć się pod znaczącą presją kosztową ze względu na wysoką presję płacową w branży a także rozbudowę istniejących zespołów deweloperskich. Wierzymy jednak, że rosnące koszty związane głównie z zatrudnieniem powinny zostać skompensowane dobrą sprzedażą nowych tytułów i coraz niższymi opłatami za dystrybucję online. Zakładamy, że spółka zamknie bieżący rok zatrudniając 142 osoby a także zwiększy zatrudnienie do 177 osób w roku 2020.

Zakładamy, że spółka będzie w stanie zredukować odstęp czasowy pomiędzy tytułami do 2 lat po premierze Projektu 8. Zakładając niezmienną jakość i podobne wrażenia graczy, wierzymy, że 11 bit może zwiększyć skalę działalności generując atrakcyjne przepływy pieniężne o średniej wartości PLN 62.8mn w perspektywie lat 2019-23. Uważamy, że pierwsza dywidenda możliwa jest tylko w przypadku sukcesu Projektu 8, a jej wysokość może sięgnąć PLN 21.05 na akcję przy stopie dywidendy 5.4%.

Kluczowe czynniki ryzyka

Kluczowe czynniki ryzyka dla założeń poczynionych w procesie wyceny a także działalności operacyjnej analizowanej spółki są przedstawione poniżej:

- Opóźnienia w kalendarzu premier
- Umocnienie złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR
- Brak atrakcyjnych tytułów dostępnych w segmencie wydawniczym
- Dalsza redukcja lub zwiększenie wysokości opłat za dystrybucję online
- Ograniczenie obecności na wybranych platformach dystrybucyjnych

Zmiana wcześniejszych prognoz

Zmiana wcześniejszych prognoz

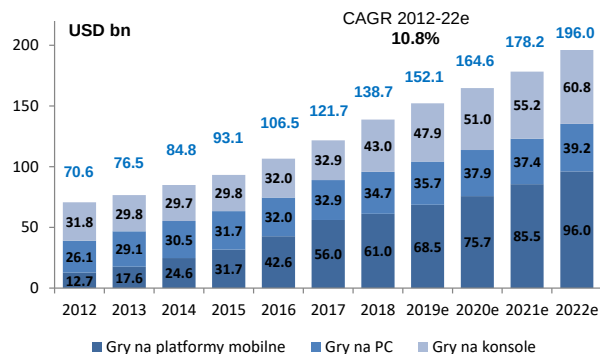
(PLN, mn)	2019E			2020E			2021E		
	Teraz	Poprzednio	Zmiana	Teraz	Poprzednio	Zmiana	Teraz	Poprzednio	Zmiana
Przychody	79	81	-2.7%	71	70	0.9%	197	203	-2.9%
EBITDA	38	38	-1.7%	24	24	1.5%	140	147	-4.7%
EBIT	32	32	0.1%	18	17	4.1%	125	127	-1.6%
Zysk netto	26	26	0.0%	15	14	3.5%	102	103	-1.6%

Źródło: Erste Securities Polska

Rynek gier wideo – branża warta USD 196bn w roku 2022

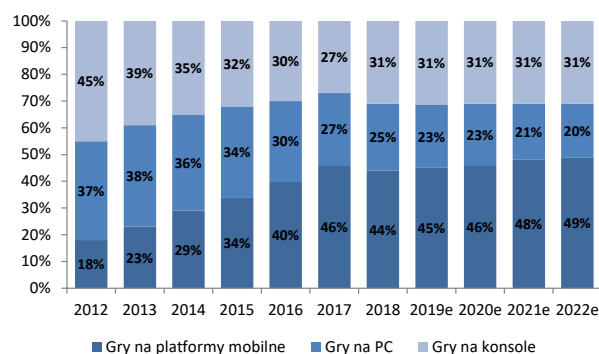
Zgodnie z najnowszymi oczekiwaniami prezentowanymi przez branżowy portal Newzoo, światowy rynek gier wideo może osiągnąć wartość USD 152.1bn na koniec roku 2019. Przychody z gier mobilnych są odpowiedzialne za niemalże 50% całkowitych przychodów branży, a biorąc pod uwagę ostatnie prognozy, udział rynkowy tego segmentu może ulegać dalszej aprecjacji. Wierzymy, że wartość rynku gier wideo powinna rosnąć w wysokim tempie w najbliższych latach, ze względu na: (i) rosnącą populację ludzi na świecie, (ii) wysoki odsetek młodych ludzi korzystających z najnowszych technologii, (iii) postępujące bogacenie się społeczeństwa poprawiające dostępność urządzeń dedykowanych dla graczy. Oczekiwane przychody branży w roku 2019 w wysokości USD 152.1bn oznaczają wzrost o 9.7% w odniesieniu do przychodów roku 2018 szacowanych na USD 138.7bn. Segment mobilny wraz ze skumulowaną średnioroczną stopą wzrostu (CAGR) w wysokości 22.4% powinien pozostać najszybciej rosnącym segmentem, przed konsolami (6.7% CAGR) i PC (4.1% CAGR). Całkowita wartość rynku gier wideo mierzona rocznymi przychodami ze sprzedaży, uwzględniając lata 2012-22 rośnie w tempie CAGR 10.8%.

Globalny rynek gier wideo



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

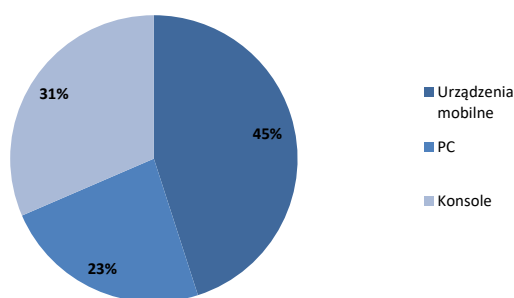
Procentowy udział segmentów



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

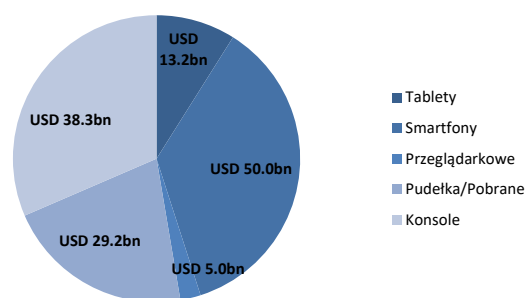
Na potrzeby analizy rynku najczęściej definiuje się trzy główne segmenty: segment mobilny, segment PC i segment konsol. Dodatkowo, segment mobilny można podzielić na gry dedykowane na tablety i smartfony, a segment PC na gry przeglądarkowe i pudełkowe/pochodzące z dystrybucji online.

Główne segmenty rynku



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

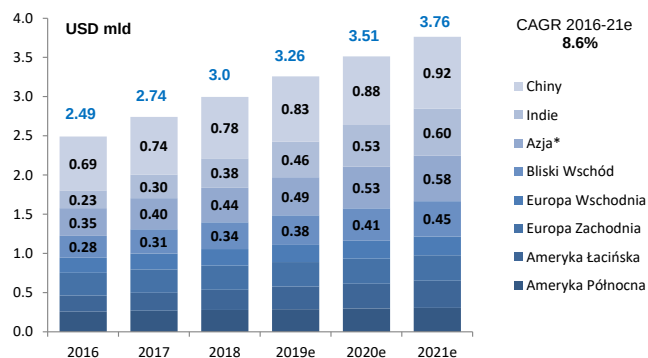
Dodatkowy podział pomiędzy segmentami



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Najszybciej rosnący segment mobilny jest głównie oparty na grach dedykowanych dla użytkowników smartphonów. Przyszłe wyniki segmentu mogą być silnie skorelowane z tempem wzrostu samych użytkowników tych urządzeń, które według ostatnich danych szacowane jest na CAGR 8.6% w latach 2016-21.

Przychody ze sprzedaży w podziale na regiony

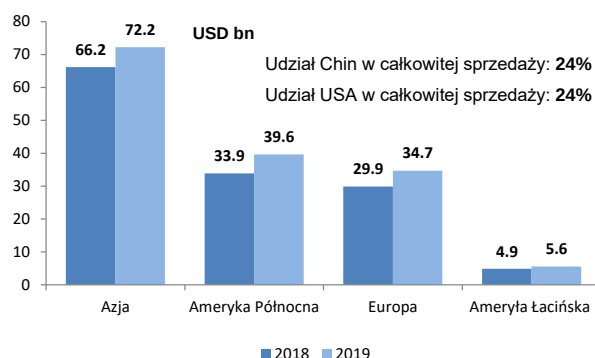


*Nie zawiera Chin i Indii

Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Rynek Azjatycki odpowiada za 24% udział w całkowitych przychodach rynku gier wideo, z wysokim udziałem Chin (drugi największy rynek świata) i Japonii (trzeci największy rynek). Drugi istotny rynek, Ameryka Północna, odpowiedzialny jest, podobnie jak Azja, za 24% udział w całkowitych przychodach rynku gier wideo wraz ze znaczącym udziałem USA (największy rynek świata) w prezentowanych przychodach.

Światowe przychody w podziale na regiony

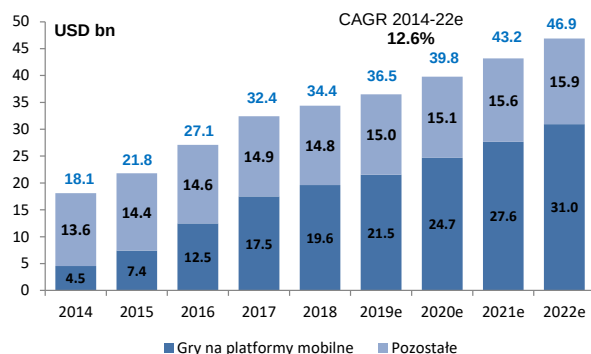


Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Zgodnie z najnowszymi oczekiwaniami, w roku 2019 Chiny mają szansę osiągnąć przychody w wysokości USD 36.5bn (24% udziału w światowej sprzedaży), a biorąc pod uwagę szacowane tempo wzrostu w latach 2014-22 w wysokości CAGR 12.6%, region ten powinien utrzymać pozycję drugiego największego gracza na rynku. Najszybciej rosnącym segmentem jest segment gier mobilnych, który w roku 2022 powinien być odpowiedzialny za 66% udział w sprzedaży na rynku chińskim.

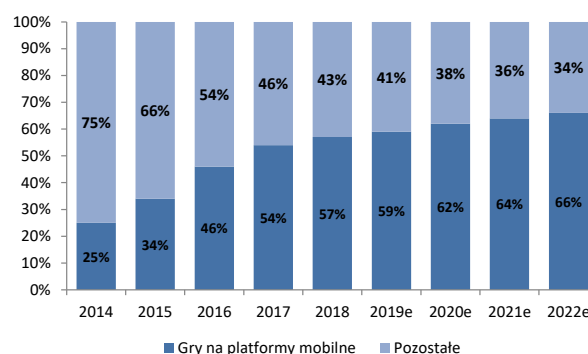
Należy zaznaczyć, iż ostatnie decyzje regulacyjne na rynku chińskim nie były sprzyjające dla deweloperów i graczy. 28 marca 2018 roku, kompetencje dotyczące procesu licencyjnego dla nowych gier zostały przeniesione z Ministerstwa Kultury do Centralnego Departamentu Propagandy, co skutkowało czasowym zawieszeniem procesu licencyjnego. Na koniec grudnia, Chiny pozwoliły na premierę osiemdziesięciu nowych gier, jednakże od lutego nastąpiło ponowne wstrzymanie procesu licencyjnego. W nawiązaniu do niektórych informacji rynkowych, około 5000 gier jest aktualnie w fazie oczekiwania na debiut na rynku chińskim.

Chiny - wartość rynku w podziale na segmenty



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Chiny - procentowy udział segmentów

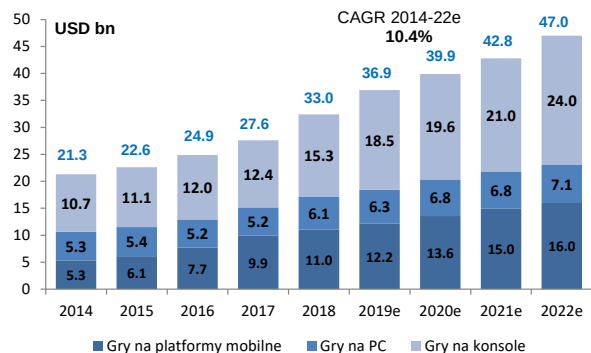


Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Stany Zjednoczone są największym rynkiem pod względem przychodów z gier wideo o wartości USD 36.9bn w roku 2019 i stopa wzrostu CAGR w

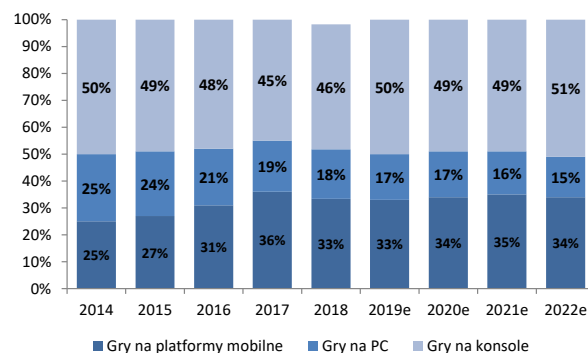
wysokości 10.4% w latach 2014-22. Biorąc pod uwagę estymacje stworzone przez Newzoo, różnica między rynkiem USA i chińskim powinna pozostać stabilna, jednakże takie założenie może być zagrożone w przypadku nieprzewidzianej aktywności Centralnego Departamentu Propagandy Republiki Chińskiej.

USA - wartość rynku w podziale na segmenty



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

USA - procentowy udział segmentów



Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Okolo 54% populacji Ameryki Północnej gra w gry komputerowe. Jest to wynik szczególnie imponujący w porównaniu do regionu azjatyckiego gdzie wskaźnik graczy do populacji wynosi 32.2%. Wierzymy, że widoczna różnica spowodowana jest dysproporcją dotyczącą zamożności społeczeństwa w analizowanych regionach i powinna zanikać wraz ze wzrostem gospodarczym regionu azjatyckiego.

Wartość rynku i udział poszczególnych krajów

Region	Wartość rynku (USD bd)	Udział w rynku globalnym	Gracze/ populacja
Ameryka Północna	39.6	26.0%	53.9%
U.S.	36.9	24.3%	
Kanada	2.8	1.8%	
Ameryka Łacińska	5.6	3.7%	38.5%
Meksyk	1.8	1.2%	
Kolumbia	0.4	0.3%	
Chile	0.3	0.2%	
Argentyna	0.5	0.3%	
Brazylia	1.6	1.1%	
Azja	72.2	47.5%	32.2%
Chiny	36.5	24.0%	
Korea Południowa	6.2	4.1%	
Tajwan	1.5	1.0%	
Australia	1.9	1.2%	
Japonia	19.0	12.5%	
Europa	25.7	16.9%	52.6%
Francja	4.1	2.7%	
Włochy	2.7	1.8%	
Niemcy	6.0	3.9%	
Wielka Brytania	5.6	3.7%	
Hiszpania	2.7	1.8%	
Polska	0.6	0.4%	

Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Wielkość populacji i populacji internetowej a także przychody rynkowe to podstawowe czynniki pozwalające opisać perspektywy danego regionu. Według naszych obserwacji, największe rynki pod względem przychodów z gier wideo posiadają zarówno dużą populację i populację internetową. Jeszcze niezagospodarowanym, a perspektywnym rynkiem wydają się być Indie, ze względu na silny wzrost PKB w tym regionie, który powinien sprzyjać transformacji indyjskiej społeczności w społeczność internetową.

Market revenue & internet population in particular countries

I.p.	Kraj	Region	Populacja	Populacja internetowa	Przychody
1	USA	Ameryka Północna	329M	274M	\$36,869M
2	Chiny	Azja	1,420M	901M	\$36,540M
3	Japonia	Azja	127M	121M	\$18,952M
4	Korea	Azja	51M	49M	\$6,194M
5	Niemcy	Europa Zachodnia	82M	77M	\$6,012M
6	Wielka Brytania	Europa Zachodnia	67M	65M	\$5,616M
7	Francja	Europa Zachodnia	65M	59M	\$4,091M
8	Kanada	Ameryka Północna	37M	35M	\$2,772M
9	Hiszpania	Europa Zachodnia	46M	40M	\$2,735M
10	Włochy	Europa Zachodnia	59M	42M	\$2,689M
11	Australia	Oceania	25M	23M	\$1,934M
12	Rosja	Europa Wschodnia	144M	116M	\$1,810M
13	Meksyk	Ameryka Łacińska	132M	92M	\$1,807M
14	Brazylia	Ameryka Łacińska	212M	150M	\$1,645M
15	Indie	Azja	1,369M	529M	\$1,543M
16	Indonezja	Azja	270M	91M	\$1,404M
17	Tajwan	Azja	24M	20M	\$1,260M
18	Turcja	Bliski Wschód	83M	57M	\$826M
19	Tajlandia	Azja	69M	40M	\$777M
20	Holandia	Europa Zachodnia	17M	16M	\$776M
21	Arabia Saudyjska	Bliski Wschód	34M	28M	\$758M
22	Malezja	Azja	32M	28M	\$697M
23	Szwajcaria	Europa Zachodnia	9M	8M	\$635M
24	Polska	Europa Wschodnia	38M	31M	\$596M
25	Filipiny	Azja	108M	71M	\$586M

Źródło: Newzoo, Erste Securities Polska

Steam – redukcja prowizji dystrybutorów wpłynie na wyższe zyski producentów gier

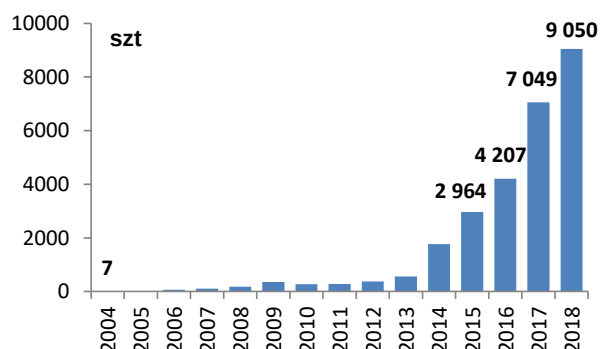
Steam jest najbardziej popularną platformą dystrybucyjną znajdującą się pod kontrolą Valve Corporation. Ostatnie dane wskazują, iż steam posiada około 47mn aktywnych użytkowników w skali dziennej lub 90mn w skali miesięcznej, a każdego miesiąca pozyskuje średnio 1.5mn nowych użytkowników.

Steam – kluczowe dane

Steam - kluczowe informacje	
Średnia miesięczna liczba aktywnych użytkowników	90 mn
Średnia dzienna liczba aktywnych użytkowników	47 mn
Średnia miesięczna liczba graczy	1.5 mn
Średnia liczba zarejestrowanych użytkowników	125 mn
Średnia liczba płacących użytkowników	27 mn
Liczba dostępnych gier	20 489 szt
Średnia liczba gier posiadanych przez gracza	11.07 szt

Źródło: Expandedrambling, Erste Securities Polska

Liczba gier opublikowanych na platformie Steam każdego roku



Źródło: Statista, Erste Securities Polska

Zaczynając od pierwszego października 2018 roku, Steam wprowadził nową politykę opłat uzależnioną od poziomu sprzedaży. Jeżeli dany tytuł przekroczy USD 10mn sprzedaży na platformie Steam, opłata dystrybucyjna zostanie zmniejszona do 25% z bazowego poziomu 30%. W przypadku przekroczenia poziomu USD 50mn, opłata dystrybucyjna zostanie zredukowana do poziomu 20%. Przychody są kalkulowane jako suma wszystkich wpływów generowanych ze sprzedaży danej gry, dedykowanych DLC, przedmiotów zakupionych w grze i opłat poniesionych w ramach Steam Community Market. Przychody są kalkulowane począwszy od 01.10.2018.

W naszej opinii wprowadzona zmiana jest bardzo pozytywna dla 11 bit studios, jednakże osiągnięcie poziomu USD 50mn przez Frostpunka może być zbyt wymagające z racji faktu, iż gra swoją premierę miała w kwietniu, 2018 roku. Nowa polityka platformy Steam powinna wpłynąć na obniżenie opłat na konkurencyjnych platformach takich jak GOG.com, co w przypadku wyników 11 bit studios powinno być odbierane pozytywnie.

Model biznesowy i strategia

11 bit studios jest Polskim studiem deweloperskim zajmującym się produkcją i wydawnictwem gier wideo. Spółka została założona w 2009 roku a już 28 października 2010 zadebiutowała na rynku NewConnect przy cenie emisyjnej wynoszącej 1.92 zł za akcje. Do największych sukcesów warszawskiego studia należą gry This War of Mine czy też Frostpunk wydane odpowiednio w 2014 i 2018 roku. W chwili obecnej spółka pracuje na kolejną grę określaną roboczym tytułem Project 8. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, prawdopodobna data premiery Project 8 przypada na rok 2021.

Akcjonariat spółki 11 bit studios jest bardzo rozdrobniony. Największym akcjonariuszem i równocześnie osobą sprawującą funkcję Prezesa Zarządu jest Pan Grzegorz Miechowski posiadający niewiele ponad siedmioprocentowy udział w kapitale zakładowym.

Struktura akcjonariatu

Podmiot	Liczba akcji	% udział w kapitale zakładowym	liczba głosów	% udział w liczbie głosów na WZA
Grzegorz Miechowski	162 000	7.1%	162 000	7.1%
NN TFI	119 229	5.2%	119 229	5.2%
Przemysław Marszał	118 000	5.2%	118 000	5.2%
Aviva Investors Polska TFI	116 038	5.1%	116 038	5.1%
Michał Drozdowski	89 630	3.9%	89 630	3.9%
Pozostali Akcjonariusze	1 683 606	73.6%	1 683 606	73.6%
Razem	2 287 199	100.0%	2 287 199	100.0%

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Model biznesowy 11 bit studios zakłada dywersyfikację źródeł przychodów za pomocą prowadzonej działalności wydawniczej, która obok podstawowego segmentu deweloperskiego, powinna dodatkowo kontrybuować do wyników spółki.

Segment deweloperski zakłada produkcję gier własnych. 11 bit zdecydowało o stworzeniu trzech zespołów deweloperskich, z których jeden zajmować się ma obsługą This War of Mine, drugi wsparciem Frostpunka, a trzeci będzie skupiony na produkcji projektu 8. Docelowa struktura produkcji zakłada premiery nowych gier w dwuletnich odstępach, a także aktywne wsparcie dla najważniejszych tytułów w postaci aktualizacji, a także darmowych i płatnych DLC.

Segment wydawniczy obejmuje współpracę z innymi deweloperami w celu marketingu i wydania tworzonych przez nich tytułów. Dodatkowo 11 bit studios jest gotowe pokryć koszty produkcji danej gry, co może być niezbędne dla początkujących zespołów deweloperskich. Wynagrodzenie spółki ustalane jest prowizyjnie, w zależności od stopnia zaangażowania kapitałowego w projekt i jego premierę. Według naszych szacunków, średnia wartość prowizji znajduje się w przedziale od 30% do 50% przychodów netto ze sprzedaży gry. Biznes wydawniczy pozbawiony jest tak dużej zmienności wyników, jaka może być obserwowana w segmencie deweloperskim, z racji częściej występujących premier i przepływów pieniężnych generowanych na wcześniejszych tytułach.

Główne założenia i oczekiwane premiery gier

Produkcja gier

Oczekujemy, że 11 bit studio wyda jedno płatne DLC do Frostpunka w roku 2019 i dwa kolejne DLC w roku 2020. Dodatkowo, pojawiać się powinny darmowe aktualizacje w celu podtrzymania wysokiego zainteresowania wśród graczy. Wersji konsolowej Frostpunka oczekujemy w trzecim kwartale 2019 roku. Premiera projektu 8 może nastąpić dopiero w roku 2021, ponieważ wierzymy, iż spółka nie zdecyduje się na wypuszczenie swojej kluczowej gry bez zapewnienia jej wymaganej jakości. Oczekujemy podobnego mechanizmu rozgrywki jak w przypadku Frostpunka przy całkowicie odmiennej fabule gry. Wierzymy również, iż zarówno wersja na PC jak i na konsole zostanie zaprezentowana w tym samym czasie. Podobnie jak w przypadku Frostpunka, oczekujemy przynajmniej dwóch płatnych DLC, pierwszego w roku 2021 i drugiego w roku 2022. Projekt 9 może zadebiutować w roku 2023, co może oznaczać redukcję odstępu pomiędzy tytułami do 2 lat, z aktualnego trzyletniego okresu.

Segment wydawniczy

Oczekujemy przynajmniej jednego tytułu rocznie w segmencie wydawniczym. Dzięki już zdobytym doświadczeniom, wierzymy, że sprzedaż Moonlightera może służyć jako niewymagający benchmark dla przyszłych tytułów.

Prognoza sytuacji finansowej

Rachunek zysków i strat

Oczekiwana premiera konsolowej wersji Frostpunka i płatnego DLC powinny pozwolić na osiągnięcie przychodów w wysokości PLN 78.8mn w roku 2019 vs. PLN 82.8 w roku 2018. Biorąc pod uwagę nasze założenie o dwóch DLC i pełnym skupieniu na Projekcie 8, rok 2020 może zostać uwieńczony słabszymi przychodami w wysokości PLN 70.8mn. Rok 2021 to już premiera Projektu 8 i szansa na rekordową sprzedaż, która według naszych kalkulacji może wynieść PLN 197.3mn (PLN 147mn z Projektu 8). Rosnąca skala biznesu i nowe premiery powinny pozwolić spółce na zwiększenie wydatków na produkcję i marketing nowych tytułów, co powinno prowadzić do dalszej poprawy wyników w następnych latach. Należy wspomnieć, iż koszty dostosowania nowej siedziby mogą wynieść PLN 4.8mn, co w znacznej części może zostać skapitalizowane.

Bilans

Nie oczekujemy istotnych zmian po stronie bilansu. Pod koniec 2018 roku, 11 bit studios zdecydowało o zakupie nieruchomości o całkowitej powierzchni użytkowej 2 657,37 m kw. Cena transakcji wyniosła PLN 22.14mn i została częściowo sfinansowana ze środków własnych spółki (PLN 9.52mn) i częściowo z kredytu inwestycyjnego na kwotę PLN 12.6mn (oprocentowanie ustalone na 1M WIBOR powiększony o stałą marżę banku w wysokości 0.9%).

Rachunek przepływów pieniężnych

Uwarunkowania modelu biznesowego w połączeniu z historycznymi wynikami osiąganymi przez spółkę przekonują nas, że 11 bit będzie w stanie generować regularny i pozytywny FCF. Nie oczekujemy wypłaty dywidendy do roku 2022, a pierwsza wypłata jest naszym zdaniem możliwa tylko w przypadku sukcesu Projektu 8. Zgodnie z naszymi szacunkami dywidenda na akcje może wynieść PLN 21.05 co implikuje stopę dywidendy na poziomie 5.4% biorąc pod uwagę aktualną cenę rynkową i rozwodnioną liczbę akcji.

Wierzymy, że Zarząd będzie w stanie objąć wszystkie akcje dostępne w ramach programu motywacyjnego, a biorąc pod uwagę cenę akcji ustaloną na poziomie PLN 103.38, objęcie akcji przez Zarząd może oznaczać dodatkowy wpływ gotówki do spółki na poziomie PLN 13.4mn w roku 2020.

Prognozy i mnożniki (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

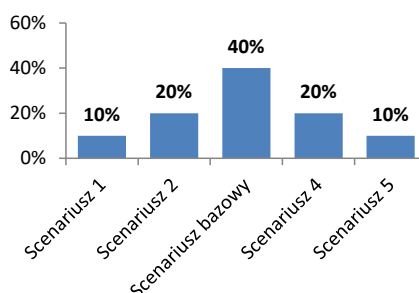
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	27.5	19.5	82.8	78.8	70.8	197.3
TWoM	26	17	12	7	5	2
Frostpunk	0	0	55	53	46	29
Projekt 8	0	0	0	0	0	147
Segm. wydawniczy	0	0	12	17	18	19
EBITDA	17	9	51	38	24	140
marża %	61%	47%	62%	48%	35%	71%
Zysk netto (strata)	13	4	38	26	15	102
marża %	47%	18%	45%	33%	21%	52%
OCF	12	8	39	38	22	113
Capex (zaw. M&A)	-5	-10	-29	-15	-13	-15
Amortyzacja	3	2	4	6	7	15
FCF	6	2	8	23	9	97
Wygladzony FCF	0	0	0	55	58	61
Zysk na akcję	5.3	1.5	16.4	11.3	6.1	42.1
Dywidenda na akcję	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E	31.0	208.4	19.8	34.6	64.4	9.3
EV/EBITDA	22.2	76.9	13.6	22.1	35.1	5.4
Pozycja gotówkowa	29.1	31.2	43.6	66.8	89.1	186.6
Stopa dywidendy	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Analiza scenariuszy

Pomimo naszej wiary w scenariusz bazowy, zakładający sprzedaż Projektu 8 na poziomie 2.4mn kopii w roku premiery, zdecydowaliśmy się zaprezentować kilka dodatkowych scenariuszy, z racji faktu, iż liczba sprzedanych kopii jest kluczowym założeniem modelu. Ze względu na brak dokładnych informacji dotyczących Projektu 8, wierzymy, że scenariusze wyceny są w tym przypadku najbardziej wartościowe. Każdy scenariusz posiada nadane prawdopodobieństwo realizacji.

Prawdopodobieństwo przypisane do scenariuszy



Źródło: Erste Securities Polska

Scenariusz bazowy (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

Scenariusz bazowy	Sprzedane kopie	Przychody	EBITDA	Zysk netto	Stopa dywidendy
	2.4	197	140	102	5.4%
vs. najgorszy scenariusz	49%	32%	49%	58%	58%
vs. najlepszy scenariusz	-25%	-20%	-25%	-27%	-27%

Base case	P/E	EV/EBITDA	3y śr. P/E	Cena docelowa
	9.3	5.4	18.1	493.4
vs. najgorszy scenariusz	-37%	-36%	-24%	35%
vs. najlepszy scenariusz	37%	40%	24%	-21%

Base case	Prawdopodobieństwo
	40%

Źródło: Erste Securities Polska

W scenariuszu bazowym, zakładamy, że 11 bit studios sprzeda około 2.4mn kopii Projektu 8 w roku premiery. Nasze założenie oparte jest głównie o wyższy, wynoszący PLN 20mn budżet produkcji, a także bardziej rozpoznawalną markę po sukcesie poprzednich tytułów. W porównaniu do Frostpunka, oczekujemy podobnej jakości i równie pozytywnych opinii graczy, a także bardziej rozbudowanego świata i rozgrywki. Wierzymy, że 11 bit studios powinno przeprowadzić premierę Projektu 8 w roku 2021, sprzedając 2.4mn kopii w roku premiery, co powinno przełożyć się na PLN 147mn przychodów ze sprzedaży. Wersje na PC i konsole powinny zostać opublikowane jednocześnie. W scenariuszu bazowym zakładamy, że spółka powinna osiągnąć PLN 197mn przychodów ze sprzedaży i PLN 102mn zysku netto. Podane wartości implikują wysokość mnożników P/E i EV/EBITDA na poziomie odpowiednio 9.3x i 5.4x na 2021 rok. Średnie P/E w horyzoncie trzyletnim wyniesie 18.1x. Do scenariusza bazowego przypisujemy prawdopodobieństwo równe 40%.

Scenariusz 1 (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

Scenariusz 1	Sprzedane kopie	Przychody	EBITDA	Zysk netto	Stopa dywidendy
	1.6	149	94	64	3.4%
vs. scenariusz bazowy	-33%	-24%	-33%	-37%	-37%

Scenariusz 1	P/E	EV/EBITDA	3y śr. P/E	Cena docelowa
	14.7	8.5	23.8	365.5
vs. scenariusz bazowy	58%	57%	31%	-26%

Scenariusz 1	Prawdopodobieństwo
	10%

Źródło: Erste Securities Polska

Scenariusz pierwszy implikuje nasze najgorsze założenia. Oczekujemy słabej reakcji graczy po publikacji gameplaya i niskich ocen ekspertów na forach branżowych. Najgorszy z możliwych scenariuszy zakłada 1.6mn sprzedanych kopii, co powinno implikować przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 149mn. Takie założenia winduje wskaźnik P/E do wysokości 14.7x przy mnożniku EV/EBITDA sięgającym 8.5x i trzyletnim średnim P/E w wysokości 23.8x. Szansa na realizację najgorszego scenariuszy wynosi naszym zdaniem 10%.

Scenariusz 2 (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

Scenariusz 2	Sprzedane kopie	Przychody	EBITDA	Zysk netto	Stopa dywidendy
	2.0	173	117	83	4.4%
vs. scenariusz bazowy	-16%	-12%	-16%	-18%	-18%

Scenariusz 2	P/E	EV/EBITDA	3y śr. P/E	Cena docelowa
	11.4	6.6	20.6	429.6
vs. scenariusz bazowy	23%	23%	14%	-13%

Scenariusz 2	Prawdopodobieństwo
	20%

Źródło: Erste Securities Polska

Scenariusz drugi jest pierwszym pośrednim założeniem. W tym scenariuszu zakładamy, że sprzedaż Projektu 8 może przekroczyć sprzedaż Frostpunka, która wyniosła około 1.2mn kopii w roku premiery, dzięki wyższemu budżetowi przeznaczonemu zarówno na produkcję i marketing. Zakładamy, że jakość gry i opinie graczy będą dobre, ale nie nadzwyczajne. Pośrednie założenie implikuje mnożniki P/E i EV/EBITDA na poziomie 11.4x i 6.6x w roku 2021 i 3 letnie średnie P/E w wysokości 20.6x. Do scenariusza drugiego przypisujemy prawdopodobieństwo w wysokości 20%.

Scenariusz 4 (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

Scenariusz 4	Sprzedane kopie	Przychody	EBITDA	Zysk netto	Stopa dywidendy
	2.8	221	163	120	6.4%
vs. scenariusz bazowy	16%	12%	16%	18%	18%

Scenariusz 4	P/E	EV/EBITDA	3y śr. P/E	Cena docelowa
	7.9	4.5	16.2	557.6
vs. scenariusz bazowy	-16%	-16%	-11%	13%

Scenariusz 4	Prawdopodobieństwo
	20%

Źródło: Erste Securities Polska

Scenariusz czwarty zakłada, że sprzedaż Projektu 8 może znacznie przekroczyć sprzedaż Frostpunka i osiągnąć poziom 2.8mn kopii w pierwszym roku. Spółka nie płaciła i w naszej opinii nie będzie płacić dywidendy przynajmniej do roku 2022, a przepływy pieniężne z działalności operacyjnej zostaną w naszej opinii przeznaczone na rozwój studia, co pozwoli na zwiększenie częstotliwości premier i dalsze podnoszenie jakości gier. Dwie zakończone sukcesem premiery powinny w naszej opinii pozwolić na budowę wysokiej wishlist na portalu steam i wysokiej konwersji fanów z poprzednich tytułów na nową grę. Założenie dotyczące liczby sprzedanych kopii w scenariuszu czwartym implikuje przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 221mn, wynik EBITDA w wysokości PLN 163mn a także mnożniki P/E i EV/EBITDA w wysokości odpowiednio 7.9x i 4.5. Średnie P/E w horyzoncie trzyletnim wyniesie 16.2x. Scenariusz czwarty posiada prawdopodobieństwo w wysokości 20%.

Scenariusz 5 (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

Scenariusz 5	Sprzedane kopie	Przychody	EBITDA	Zysk netto	Stopa dywidendy
	3.2	246	187	139	7.4%
vs. scenariusz bazowy	33%	24%	33%	37%	37%

Scenariusz 5	P/E	EV/EBITDA	3y śr. P/E	Cena docelowa
	6.8	3.9	14.6	621.6
vs. scenariusz bazowy	-27%	-28%	-19%	26%

Scenariusz 5	Prawdopodobieństwo
	10%

Źródło: Erste Securities Polska

Ostatni scenariusz przedstawia nasze najbardziej optymistyczne założenia. Sądzymy, że sprzedaż Projektu 8 może osiągnąć wynik około 3.2mn kopii w roku premiery, istotnie przekraczając wynik osiągnięty przez Frostpunka w wysokości około 1.2mn kopii. Scenariusz piąty zakłada bardzo wysoką jakość gry a także topowe oceny graczy i portali branżowych. Dodatkowo zakładamy, iż dobre wyniki sprzedażowe pozwolą na zwiększenie wydatków na marketing gry, co dodatkowo pozwoli podbić wynik sprzedażowy. Nasz najbardziej optymistyczny scenariusz zakłada przychody ze sprzedaży w wysokości PLN 246mn i EBITDA w wysokości PLN 187mn. Mnożniki P/E i EV/EBITDA mogą wynieść odpowiednio 6.8x i 3.9x a trzyletni uśredniony wskaźnik P/E powinien znajdować się w okolicach 14.6. Prawdopodobieństwo realizacji piątego scenariusza zostało przez nas ocenione na 10%.

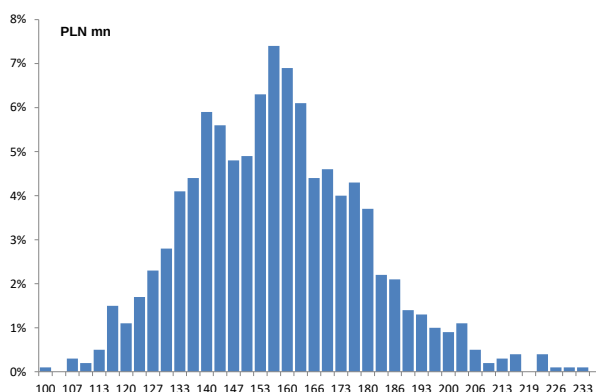
Podsumowanie (ceny aktualne na dzień 2 lipca 2019 roku)

2021e	Scenariusz 1	Scenariusz 2	Scenariusz bazowy	Scenariusz 4	Scenariusz 5
Sprzedane kopie (mn szt.)	1.6	2.0	2.4	2.8	3.2
Przychody Projekt 8	99	123	147	171	195
Przychody	149	173	197	221	246
EBIT	79	102	125	148	171
EBITDA	94	117	140	163	187
Zysk netto	64	83	102	120	139
Marża EBITDA	63%	68%	71%	74%	76%
Marża netto	43%	48%	52%	54%	57%
Pozycja gotówkowa netto	149	168	187	205	224
EPS	26.60	34.35	42.09	49.84	57.59
Stopa wypłaty dywidendy	50%	50%	50%	50%	50%
Dywidenda na akcje w 2021	13.30	17.17	21.05	24.92	28.79
Stopa dywidendy	3.4%	4.4%	5.4%	6.4%	7.4%
P/E	14.7	11.4	9.3	7.9	6.8
EV/EBITDA	8.5	6.6	5.4	4.5	3.9
3y średnie P/E	23.8	20.6	18.1	16.2	14.6
(2019e-2021e)	0	0	0%	0	0
Prawdopodobieństwo	10%	20%	40%	20%	10%
Cena docelowa	365.5	429.6	493.4	557.6	621.6

Źródło: Erste Securities Polska

Zdecydowaliśmy się na przeprowadzenie symulacji Monte Carlo w celu zaprezentowania rozkładu prawdopodobieństwa dla naszego scenariusza bazowego. Wymagane parametry symulacji tj. średni wzrostu równa 0.8% i odchylenie standardowe próbki w wysokości 7.6% zostały ustalone w oparciu o wszystkie scenariusze sprzedażowe ujęte w naszym modelu. Zaprezentowany poniżej rozkład częstości jest wynikiem 1000 symulacji.

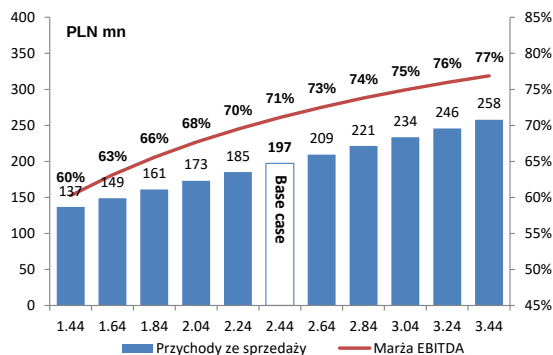
Symulacje Monte Carlo dla liczby sprzedanych kopii



Źródło: Erste Securities Polska

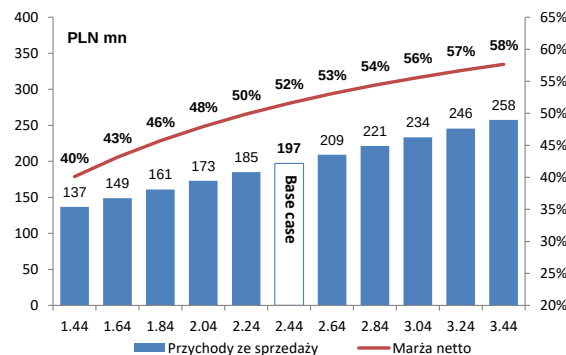
2021e – scenariusze dla marż, mnożników, dywidendy

Marża EBITDA w 2021 – scenariusze oparte na zmiennej liczbie sprzedanych kopii



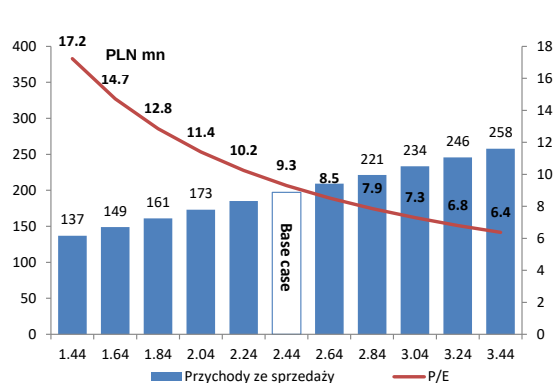
Źródło: Erste Securities Polska

Marża zysku netto w 2021 – scenariusze oparte na zmiennej liczbie sprzedanych kopii



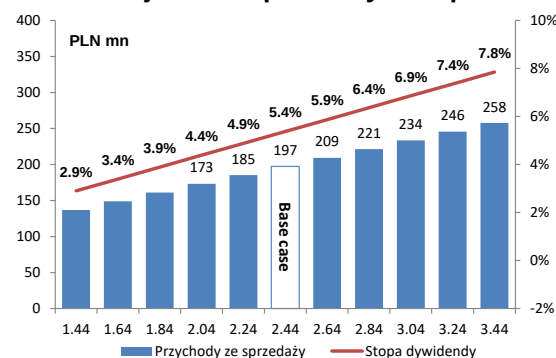
Źródło: Erste Securities Polska

Wskaźnik P/E – scenariusze oparte na zmiennej liczbie sprzedanych kopii



Źródło: Erste Securities Polska

Stopa dywidendy w 2022 – scenariusze oparte na zmiennej liczbie sprzedanych kopii



Źródło: Erste Securities Polska

Wyglądzona metoda DCF

Metodologia wyceny

Na potrzeby wyceny spółki 11 bit studios używamy wyglądzonej metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF. Zwykła metoda DCF nie oddaje wartości spółki w sposób całkowicie adekwatny. Przesunięcie terminu premiery gry na kolejne lata, co w większości przypadków jest uznawane za informację negatywną, przybliża wysokie przepływy pieniężne do wartości rezydualnej tj. terminala DCF, co bezpodstawnie zwiększa wartość spółki w okresie rezydualnym, a z racji na wysoki udział wartości rezydualnej w całości wyceny, zawyża wycenę całej spółki w sposób istotny. Z drugiej strony, przyspieszenie premiery gry zazwyczaj uznawane jest za czynnik pozytywny, jednakże konstrukcja metody DCF prowadzi do zaniżenia wyceny spółki z racji oddalenia wyższych przepływów pieniężnych od wartości rezydualnej. Wierzymy, że zwykła metoda DCF pozostawia niepotrzebną przestrzeń dla nieprawidłowej interpretacji wyceny, co może być problemem dla odbiorców raportu.

Zdecydowaliśmy się zastosować wyglądzoną metodę DCF w celu eliminacji negatywnego wpływu wynikającego z konstrukcji metody DCF. Wyglądzenie polega na rozłożeniu przepływów pieniężnych z lat 2019-23 w ten sposób, że zostają one równo rozłożone w czasie i rosną w długoterminowym tempie 3%. WACC stosowany jest jako stopa dyskontowa dla okresów. Wartość rezydualna określana jest jako przepływ pieniężny z ostatniego roku powiększony o stopę wzrostu przepływów pieniężnych tj. 3%. Dla zachowania porównywalności, w naszym DCF prezentujemy również FCF liczony metodą standardową. Dodatkowo, w postaci załącznika na końcu niniejszego raportu, zamieszczona została wyceny zwykłą metodą DCF, co również może służyć celom porównawczym.

Wycena przedsiębiorstwa

Wycena spółki 11 bit studios zostanie przeprowadzona za pomocą wyglądzonej metody DCF na podstawie naszych oczekiwań na lata 2019-23. Używamy stopy dyskontowej opartej na WACC i wartości rezydualnej bazującej na nieskończonym horyzoncie inwestycyjnym i rozwodnionej liczbie akcji. Dla porównania, przedstawiona zostanie również metoda porównawcza, która jednakże nie będzie brana pod uwagę przy ustaleniu ceny docelowej ze względu na fakt, iż metoda DCF lepiej oddaje przyszłe perspektywy spółki.

Założenia

Nasza wycena jest oparta o następujące założenia

- Zastosowanie wyglądzonej metody waluacji
- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 2.4% w okresach zdefiniowanych i 4% w nieskończoności, premia rynku akcji w wysokości 6%, premia za dług 3%, współczynnik beta w wysokości 1.0
- Nominalna stopa podatkowa 19%
- Stopa wzrostu w terminalu 3%
- Premiera Projektu 8 w roku 2021
- Premiera Projektu 9 w roku 2023

Wycena metodą porównawczą

	P/E			EV/EBITDA		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Activision Blizzard Inc	21.1	17.9	15.8	13.7	11.9	11.1
Electronic Arts Inc	26.1	22.9	20.5	17.3	15.4	13.8
Ubisoft Entertainment	26.3	23.5	20.0	9.5	8.3	7.9
Take-Two Interactive Software	20.2	19.5	17.6	14.0	12.9	11.8
Konami	18.3	16.7	15.8	8.6	7.9	7.4
Capcom	20.4	18.0	16.4	12.7	10.9	9.9
Naver Corp	30.4	24.2	21.0	15.7	12.6	10.7
Tencent	32.2	25.4	20.9	23.2	18.8	16.3
Square Enix	24.5	18.2	18.0	10.7	7.8	7.8
Ten Square Games	15.0	13.9	11.6	13.0	12.0	9.7
CD Projekt	57.4	15.3	22.9	33.4	9.8	14.8
Mediana	24.5	18.2	18.0	13.7	11.9	10.7
11 bit studios	34.6	64.4	9.3	22.1	35.1	5.4
<i>Premia/dyskonto</i>	<i>41%</i>	<i>254%</i>	<i>-48%</i>	<i>61%</i>	<i>195%</i>	<i>-49%</i>
Wartość implikowana (PLN/akcję)	262.2	110.6	759.4	240.5	157.1	696.8

Źródło: Bloomberg, Erste Securities Polska

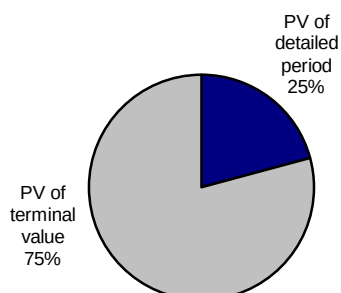
Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	Term. value NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.7%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	9.7%
Koszt kapitału obcego	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	6.0%
Efektowna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	4.9%
Udział kapitału własnego	99%	99%	99%	99%	99%	99.5%
WACC	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	9.7%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	NY / TV
<i>Wzrost przychodów</i>	-4.8%	-10.1%	178.7%	-40.0%	127.3%	3.0%
EBIT	31.9	17.8	125.0	48.1	178.5	138.6
<i>Marża EBIT</i>	40.5%	25.1%	63.4%	40.6%	66.3%	50.0%
<i>Stopa podatkowa</i>	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Opodatkowanie EBIT	-6.1	-3.4	-23.8	-9.1	-33.9	-26.3
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	25.9	14.4	101.3	38.9	144.6	112.3
+ Amortyzacja	5.6	6.6	15.3	12.6	23.8	25.5
<i>Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja</i>	266.8%	191.1%	98.7%	142.2%	89.6%	100.0%
+/- Zmiana kapitału pracującego	6.6	0.3	-4.5	2.8	-5.4	0.1
<i>Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów</i>	-165.3%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	1.0%
- Inwestycje rzeczowe	-14.9	-12.7	-15.1	-17.9	-21.4	-25.5
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	23.2	8.6	97.0	36.4	141.7	112.4
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	55.1	58.1	61.2	64.5	68.0	70.1
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>						3.0%
Wartość rezydualna						1 151.2
<i>Discount factor</i>	0.92	0.85	0.79	0.73	0.67	0.67
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2018	50.8	49.5	48.1	46.8	45.5	770.7
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2018	1 011.4					
Udziały mniejszości	0.0					
Inne aktywa	0.0					
Dług netto	-43.6					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2018	1 055.0					
Liczba akcji (mn)	2.4					
Koszt kapitału własnego	8.4%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	493.4					
Obecna cena akcji (PLN)	391.5					
<i>Potencjał wzrostu/spadku</i>	26.0%					

Enterprise value breakdown



Wyglądzona kalkulacja DCF

2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	
23.2	8.6	97.0	36.4	141.7	FCFF
				306.9	Suma z FCFF
				0.00	Sprawdzenie
55.1	58.1	61.2	64.5	68.0	Wyglądzone FCFF
				306.9	Suma z FCFF
	3%	3%	3%	3%	Stopa wzrostu

Erste Securities Polska

11 bit studios

04 July 2019

Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Przychody ze sprzedaży	27.50	19.50	82.78	78.78	70.80	197.30
Koszty usług obcych	-6.72	-5.90	-16.51	-20.88	-21.82	-23.34
Koszty materiałów i energii	-0.18	-0.35	-0.23	-0.26	-0.28	-0.31
Koszty zatrudnienia	-2.43	-2.17	-12.97	-16.36	-20.51	-29.61
Pozostałe koszty	-1.47	-1.85	-1.63	-3.75	-3.75	-3.75
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	16.70	9.24	51.44	37.53	24.45	140.30
Amortyzacja	-2.57	-1.71	-4.49	-5.59	-6.65	-15.28
Zysk operacyjny - EBIT	14.13	7.52	46.95	31.94	17.80	125.02
Przychody i koszty finansowe	1.60	-3.23	1.16	0.05	0.34	0.60
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	15.73	4.53	48.11	31.99	18.14	125.62
Podatek dochodowy	-2.80	-0.97	-10.56	-6.08	-3.45	-23.87
Wynik na działalności niekontynuowanej	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zyski przypadające na udziały niekontrolujące	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	12.93	3.56	37.55	25.91	14.70	101.75
Skonsolidowany bilans	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Rzeczowe aktywa trwałe	0.78	0.81	18.73	22.80	22.00	21.26
Wartości niematerialne	7.92	13.07	17.14	22.40	29.26	29.81
Pozostałe aktywa trwałe	0.79	3.29	5.44	5.44	5.44	5.44
Razem aktywa trwałe	9.49	17.17	41.32	50.64	56.70	56.51
Zapasy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Należności	5.45	2.68	14.55	10.79	9.70	27.03
Inne aktywa obrotowe	1.59	0.62	2.14	2.14	2.14	2.14
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	29.11	28.18	51.25	72.71	93.37	189.81
Razem aktywa obrotowe	36.16	31.48	67.95	85.64	105.21	218.98
RAZEM AKTYWA	45.65	48.65	109.26	136.29	161.91	275.49
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	42.1	46.2	89.9	115.8	144.0	245.7
Udziały niekontrolujące	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.0	0.0	11.3	10.3	9.3	8.3
Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Razem zobowiązania długoterminowe	0.44	0.76	12.02	11.02	10.02	9.02
Zobowiązanie finansowe odsetkowe	0.0	0.0	1.5	0.7	0.0	0.0
Zobowiązania handlowe	1.9	1.2	5.1	8.0	7.2	20.0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.2	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
Razem zobowiązania krótkoterminowe	3.08	1.66	7.33	9.44	7.94	20.76
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	45.65	48.65	109.26	136.29	161.91	275.49
Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
PLN mn	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	12.1	8.1	39.0	38.1	21.6	112.5
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-5.4	-10.0	-55.6	-14.9	-12.7	-15.1
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-0.6	1.0	12.6	-1.8	11.7	-1.0
ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH	6.14	-0.94	-3.93	21.46	20.66	96.44
Marże i wskaźniki	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Wzrost przychodów rdr	17.3%	-29.1%	324.6%	-4.8%	-10.1%	178.7%
Marża EBITDA	60.7%	47.4%	62.1%	47.6%	34.5%	71.1%
Marża EBIT	51.4%	38.6%	56.7%	40.5%	25.1%	63.4%
Marża zysku netto	47.0%	18.2%	45.4%	32.9%	20.8%	51.6%
ROE	30.7%	7.7%	41.8%	22.4%	10.2%	41.4%
ROCE	33.6%	16.3%	52.2%	27.6%	12.4%	50.9%
Wskaźnik kapitału własnego	92.3%	95.0%	82.3%	85.0%	88.9%	89.2%
Dług netto	-29.1	-31.2	-43.6	-66.8	-89.1	-186.6
Kapitał pracujący	3.5	1.5	9.4	2.8	2.5	7.0
Wskaźnik rotacji zapasów	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Załącznik 1 – 11 bit DCF (metoda nie wygładzona)

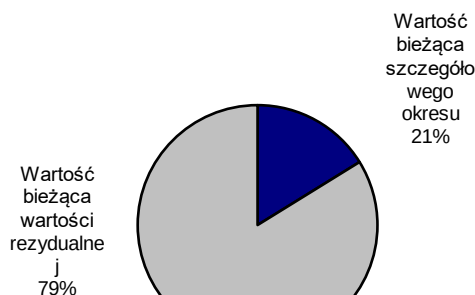
Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	NY / TV
Stopa wolna od ryzyka	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	4.0%
Premia za ryzyko	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.7%
Beta	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Koszt kapitału własnego	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	9.7%
Koszt kapitału obcego	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	6.0%
Efektowna stopa podatkowa	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	4.9%
Udział kapitału własnego	99%	99%	99%	99%	99%	99.5%
WACC	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	9.7%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	NY / TV
<i>Wzrost przychodów</i>	-4.8%	-10.1%	178.7%	-40.0%	127.3%	3.0%
EBIT	31.9	17.8	125.0	48.1	178.5	138.6
<i>Marża EBIT</i>	40.5%	25.1%	63.4%	40.6%	66.3%	50.0%
<i>Stopa podatkowa</i>	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
Opodatkowanie EBIT	-6.1	-3.4	-23.8	-9.1	-33.9	-26.3
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	25.9	14.4	101.3	38.9	144.6	112.3
+ Amortyzacja	5.6	6.6	15.3	12.6	23.8	25.5
<i>Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja</i>	266.8%	191.1%	98.7%	142.2%	89.6%	100.0%
+/- Zmiana kapitału pracującego	6.6	0.3	-4.5	2.8	-5.4	-5.8
<i>Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów</i>	-165.3%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%
- Inwestycje rzeczowe	-14.9	-12.7	-15.1	-17.9	-21.4	-25.5
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	23.2	8.6	97.0	36.4	141.7	106.5
<i>Wzrost w okresie rezydualnym</i>						
Wartość rezydualna						
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2018	21.4	7.4	76.2	26.4	94.9	1 170.9
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2018	1 397.2					
Udziały mniejszości	0.0					
Inne aktywa	0.0					
Dług netto	-43.6					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2018	1 440.7					
Liczba akcji (mn)	2.4					
Koszt kapitału własnego	8.4%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	674.0					
Obecna cena akcji (PLN)	391.5					
<i>Potencjał wzrostu/spadku</i>	72.2%					

Podział wartości firmy



Source: Erste Securities Polska

Wrażliwość (na akcję)

		Marża EBIT w okresie rezydualnym				
		49.0%	49.5%	50.0%	50.5%	51.0%
WACC	8.7%	751.2	758.0	764.7	771.4	778.1
	9.2%	703.3	709.5	715.7	721.9	728.1
	9.7%	662.5	668.3	674.0	679.8	685.6
	10.2%	627.4	632.8	638.2	643.6	649.0
	10.7%	596.9	602.0	607.0	612.1	617.2
		Wzrost w okresie rezydualnym				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
WACC	8.7%	669.1	713.0	764.7	826.4	901.2
	9.2%	633.6	671.5	715.7	767.6	829.6
	9.7%	602.7	635.9	674.0	718.4	770.6
	10.2%	575.6	604.9	638.2	676.5	721.1
	10.7%	551.6	577.6	607.0	640.5	679.0

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). 11 bit studios Spółka Akcyjna została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym spółki 11 bit studios Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W związku z powyższym Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wyczerpującego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikację wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracę korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązanymi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Definicje ocen Erste Group

Kup	> +20% od ceny docelowej
Akumuluj	+10% < cena docelowa < +20%
Trzymaj	0% < cena docelowa < +10%
Redukuj	-10% < cena docelowa < 0%
Sprzedaj	< -10% od ceny docelowej

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fusze i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnośniki

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiał na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wielka Brytania: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Turcja: Tarkus Advisory, nieregulowana turecka firma doradcza, jest wyłącznym partnerem Erste Group Bank AG w zakresie badań inwestycyjnych i działa w imieniu Erste Group Bank AG na rzecz tureckich emitentów. Za treści, oceny i ceny docelowe odpowiada wyłącznie Erste Group Bank AG.

Erste Securities Polska

11 bit studios

04 July 2019

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2019. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.

Departament Analiz

Ul. Królewska 16

00-103 Warszawa

Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG

Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Siedziba: Wiedeń

Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m

Sądzie Gospodarczym w Wiedniu

Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com