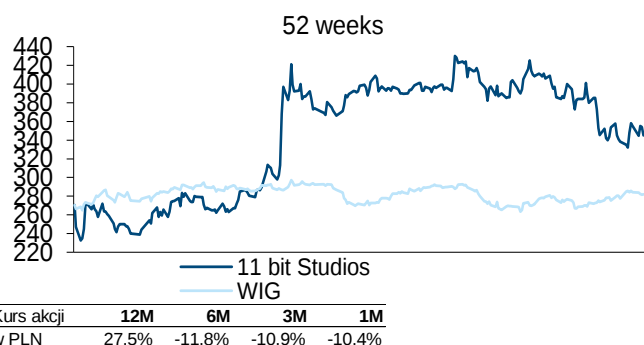


11 bit studios

Trzymaj

PLN mn	2018	2019e	2020e	2021e
Przychody	82.8	75.7	66.9	155.3
EBITDA	51.4	28.9	19.2	96.3
EBIT	46.9	22.7	15.3	88.9
Zysk netto dla jedn. dominującej	37.5	21.4	15.1	82.6
Zysk na akcję (PLN)	15.5	8.8	6.3	34.2
Zysk gotówkowy na akcję (PLN)	16.2	14.2	8.0	35.9
Wartość księgowa na akcję (PLN)	37.2	46.0	57.8	92.0
Dywidenda na akcję (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA (x)	13.3	26.6	38.9	7.0
P/E (x)	19.3	39.0	55.2	10.1
P/CE (x)	14.0	30.3	43.9	9.3
Stopa dywidendy	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu				345
Liczba akcji (mn)				2.4
Wartość rynkowa (PLN mn)				834
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)				770



Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu	345	Reuters	11b.WA	Akcje w wolnym obrocie	77%
Liczba akcji (mn)	2.4	Bloomberg	11B PW	Akcjonariusze:	G. Miechowski (7.0%)
Wartość rynkowa (PLN mn)	834	Dziennik	Dziennik	NN TFI	(6.2%)
Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn)	770	Cena docelowa	356.0	Strona internetowa:	www.11bitstudios.com

Analitik:

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

Poprawa wyników oczekiwana po słabym roku 2020e

Przeanalizowaliśmy nasze długoterminowe założenia ze względu na słabszą niż oczekiwano sprzedaż Children of Morta i konsolowej wersji Frostpunka, oczekiwane oszczędności związane z wdrożeniem IP Box i zawężenie okna pomiędzy premierami gier.

Oczekujemy solidnego zysku w wysokości PLN 82.6mn w 2021 r., związanego głównie z wydaniem Projektu 8, którego spodziewamy się w 3Q21. Ponadto spółka rozpoczęła już opracowywanie kolejnych tytułów, co powinno pozwolić na zawężenie okna pomiędzy premierami do dwóch lat od 2021 r. 11 bit może liczyć na PLN 1.7mn i PLN 9.1mn oszczędności związanych z wdrożeniem IP Box w roku 2020e i 2021e, co obniża średnie 3 letnie P/E w latach 2020-22e i 2021-23e do odpowiednio 19.9x i 11.6x. Biorąc pod uwagę nasze założenie o efektywnej stopie podatkowej wynoszącej 9%, wpływ IP Box na wycenę może wynieść PLN 39 na akcję.

Z drugiej strony, mało inspirująca sprzedaż konsolowej wersji Frostpunka i Children of Morta doprowadziła nas do obniżenia naszej prognozy zysków o 17.5% w roku bieżącym. To, w połączeniu z brakiem dużych premier i oczekiwanym spadkiem zysków o 29% w 2020 r., może nie pozwolić na poprawę nastrojów, zanim pierwsze informacje o Projekcie 8 będą publicznie dostępne. **Biorąc powyższe pod uwagę, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie względem długoterminowych perspektyw spółki. Niemniej jednak uważamy, że brak czynników krótkoterminowych i oczekiwany spadek zysków może nie pozwolić na natychmiastową poprawę sentymentu. Zmieniamy naszą rekomendację dla 11 bit studios do trzymaj i obniżamy naszą cenę docelową do 356 PLN za akcję.**

Podsumowanie głównych tez inwestycyjnych

Aktualizujemy nasze długoterminowe prognozy i cenę docelową dla 11 bit studios – spółka najprawdopodobniej nie spełni naszych poprzednich oczekiwań ze względu na nienajlepszą sprzedaż konsolowej wersji Frostpunka i będącą poniżej naszych oczekiwań sprzedaż Children of Morta. Z drugiej strony, spółka powinna opublikować Project 8 w Q3'21 i zawęzić okno pomiędzy premierami do 2 lat od tego momentu, z racji faktu, iż Project 9 i Project 10 są już w procesie produkcji. Oczekujemy jednego tytułu w segmencie wydawniczym w roku 2020e i dwóch kolejnych produkcji w latach 2022e i 2023e, co potwierdza, że wydawnictwo powinno pozostać stabilnym elementem biznesu. Zarząd 11 bit studios osiągał wszystkie wymagania programu motywacyjnego, co oznacza, że jego uczestnicy powinni mieć możliwość objęcia 0.13mn akcji za kwotę PLN 13.4mn, która to może zostać w całości alokowana na skup akcji. Zgodnie z naszymi obliczeniami, spółka powinna mieć możliwość skupu ok. 1.6% kapitału akcyjnego.

Rok 2020e może być ciężkim czasem dla 11 bit studios, z racji faktu, iż spółka nie planuje żadnej dużej premiery a wszystkie gry z dotychczasowego portfela są już dość stare, co doprowadziło nas do oczekiwania 12% r/r spadku sprzedaży i 29% r/r spadku zysków, co może nie pozwolić na poprawę sentymentu wobec spółki. Oczekujemy premiery Projektu 8 w Q3'21 i sprzedaży na poziomie 3mn kopii w okresie 3 letnim, w porównaniu do 2.6mn kopii Frostpunka sprzedanych w analogicznym okresie. Nasze prognozy wydają się konserwatywne, z racji faktu, iż budżet Projektu 8 może oscylować wokół PLN 20mn (vs. PLN 10mn wydane na Frostpunka), a wydatki na marketing mogą być blisko PLN 8mn vs. ok. PLN 2mn wydane na promocję Frostpunka. Oczekujemy debiutu Projektu 9 w 2023 r. przy możliwej sprzedaży w wysokości 3.3mn kopii w okresie 3 lat. Zawężające się okno pomiędzy premierami powinno pozwolić na solidną poprawę zysków od roku 2021e – oczekujemy zysku netto w wysokości PLN 83mn, PLN 28mn i PLN 105mn odpowiednio latach 2021-23e. Co więcej, 3 letnie średnie P/E powinno wynosić 19.9x w roku 2020e (podobnie jak w całej branży) i istotnie spaść do poziomu 11.6x w roku 2021e, co implikuje 42% dyskonto do grupy porównawczej.

Nasze oczekiwania zostały również zaktualizowane o potencjalny wpływ IP Box. Oczekujemy, że 11 bit studio rozpozna niższą stopę podatkową od bieżącego roku (korekta całego roku powinna zostać dokonana w raporcie za Q4) co pozwoli na oszczędności w wysokości PLN 2.3mn w roku 2019e i PLN 1.7mn w roku 2020e. W nawiązaniu do naszych obliczeń, spółka może rozpoznać efektywną stopę procentową w wysokości 9%, jednakże wysokość kwartalnej stopy podatkowej powinna podlegać istotnej zmienności z racji fluktuacji głównych źródeł przychodów (sprzedaż gier własnych vs. wydawnictwo). Korzystna stopa podatkowa powinna pozwolić na obniżenie 3 letniego średniego P/E ratio o 11% do 19.9x z 22.4x wcześniej. Wpływ implementacji IP Box na wycenę jest szacowany przez nas na PLN 39 na akcję.

Podsumowując, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do spółki w długim terminie ze względu na implementacji ulgi IP Box i zawężające się okno pomiędzy premierami, jednakże słabsze perspektywy i oczekiwany spadek zysków w roku 2020e mogą nie pozwolić na natychmiastową poprawę sentymentu wobec spółki.

Dokonałiliśmy przeglądu naszych wcześniejszych prognoz z racji możliwej implementacji IP Box i słabszej niż oczekiwaliśmy sprzedaży konsolowej

wersji Frostpunka i Children of Morta. Zdecydowaliśmy się obniżyć naszą prognozę przychodów i zysku netto w roku 2019e o odpowiednio 4% i 17.5%. Co więcej, w wyniku wspomnianych czynników obniżamy również prognozy na lata 2020e i 2021e.

Zmiana wcześniejszych prognoz

(PLN, mn)	2019E			2020E			2021E		
	Teraz	Poprzednio	Zmiana	Teraz	Poprzednio	Zmiana	Teraz	Poprzednio	Zmiana
Przychody	76	79	-3.9%	67	71	-5.5%	155	197	-21.3%
EBITDA	29	38	-22.9%	19	25	-21.6%	96	140	-31.3%
EBIT	23	32	-28.8%	15	18	-13.8%	89	125	-28.8%
Zysk netto	21	26	-17.5%	15	15	2.8%	83	102	-18.8%

Źródło: Erste Securities Polska

Główne założenia i oczekiwane premiery gier

Projekt 8 – oczekujemy równoczesnej premiery Projektu 8 na PC i konsole w trzecim kwartale 2021 roku. Budżet produkcji powinien wynosić około PLN 20mn, przy oczekiwanym budżecie marketingowym w wysokości PLN 8mn, co oznacza istotny wzrost w porównaniu do Frostpunka, kiedy to spółka wydała PLN 10mn na produkcję i PLN 2mn na marketing. Wyższy budżet alokowany na produkcję i marketing, rozpoznawalna marka, jak również nowa mechanika gry dedykowana dla szerszego grona odbiorców w porównaniu do Frostpunka, może naszym zdaniem pozwolić na sprzedaż gry w wysokości 1.7mn kopii w roku 2021e i 0.9mn kopii w roku 2022e. Oczekiwana liczba sprzedanych kopii Projektu 8, przekłada się na przychody w wysokości odpowiednio PLN 112mn i PLN 61mn.

Oczekujemy, iż kampania marketingowa zostanie zainicjowana na rok przed premierą, a gameplay może zostać pokazany na targach branżowych takich jak E3 czy gamescom (opcja nr. 2 wydaje się bardziej realna z racji faktu, iż E3 jest zazwyczaj pełne informacji dot. tytułów AAA). Aktualna wielkość zespołu Projektu 8 zbliża się do 30 deweloperów, a wielkość zespołu powinna urosnąć do około 60 osób w końcowej fazie produkcji.

Oczekujemy, iż Projekt 8 zostanie stworzony z użyciem innej technologii w porównaniu do poprzednich tytułów studia (główna designer potwierdziła, że city-builder nie jest najlepszym wyborem wobec tego, co spółka chce przekazać graczom). Co więcej, gra powinna być dedykowana dla szerszego grona odbiorców, co powinno pozwolić na lepszy wolumen sprzedaży.

Projekt 9 – 11 bit studios rozpoczął już prace nad developmentem Projektu 9, a aktualna wielkość zespołu to około 10 osób. Oczekujemy premiery gry w Q3'23, tj. 2 lata po premierze Projektu, 8 co naszym zdaniem wydaje się rozsądnym założeniem. Oczekujemy wydatków inwestycyjnych na poziomie PLN 35mn. W nawiązaniu do naszych kalkulacji, 11 bit studios może sprzedać 1.87mn kopii Projektu 9 w roku 2023e i 0.97mn kopii w roku 2024e.

Projekt 10 – podobnie jak w przypadku projektu 9, 11 bit rozpoczął już pracę nad Projektem 10, a aktualna wielkość zespołu nie przekracza 10 osób. Spółka planuje zawęzić okno pomiędzy premierami gier do jednego roku, co może sugerować premierę Projektu 10 w roku 2024e. Niemniej jednak, biorąc pod uwagę historyczne niepowodzenia w zakresie realizacji pierwotnego harmonogramu premier, zakładamy, iż premiera Projektu 10 nastąpi w roku 2025e.

IP Box

Ulga podatkowa IP Box pozwala rozpoznać 5% stawkę podatku dochodowego w ramach przychodów pochodzących ze sprzedaży własności intelektualnej. Korzystna zmiana podatkowa jest w szczególności nakierowana na wsparcie innowacyjnych branż w Polsce, takich jak produkcja gier czy software development.

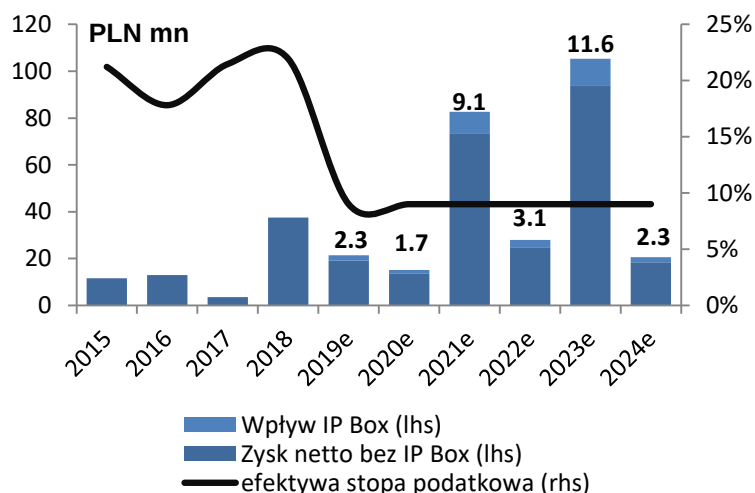
11 bit studios planuje implementacji ulgi IP Box wraz z końcem roku 2019e, co oznacza, że wyniki całego roku powinny zostać skorygowane o wpływ niższej stopy podatkowej, a każdy nadchodzący kwartał zaczynając od roku 2020e powinien być raportowany zgodnie z niższą stopą podatkową. W porównaniu do głównych konkurentów (Ten Square Games, CD Projekt, PlayWay), 11 bit studios nie planuje wystąpienia o indywidualną interpretację organu podatkowego z racji faktu, iż spółka planuje wprowadzić IP Box wraz z doradcą podatkowym. Wierzymy, że 11 bit studios ma pełne prawo do implementacji niższej stawki podatkowej, jednakże, interpretacja organu podatkowego eliminuje pewne ryzyka z całego procesu. Warto wspomnieć o głównym czynniku niepewności – niektóre elementy rozgrywki, takie jak np. muzyka, są nierozłącznie sprzedawane razem z grą, co może prowadzić do problemów interpretacyjnych, jeżeli nie są one tworzone wewnętrznie. W ramach uwzględnienia tego ryzyka używamy wyższej stopy podatkowej, jednakże, jego eliminacja nie jest w pełni możliwa.

Do chwili obecnej, tylko dwie notowane spółki otrzymały indywidualną interpretację organu podatkowego. W przypadku Ten Square Games (deweloper gier mobilnych, przychody spółki pochodzą głównie z wbudowanych mikropłatności), organ podatkowy stwierdził, iż gry tworzone przez spółkę, jak również wszystkie dodatki sprzedawane w ramach mikropłatności są w całości programami komputerowymi w rozumieniu ulgi IP Box. Ponadto, koszty produkcji ponoszone przez spółkę, są klasyfikowane, jako koszty R&D, które zawierają się w kategorii dozwolonych kosztów w rozumieniu IP Box. Z drugiej strony, organ podatkowy odmówił wydania opinii dotyczącej kwalifikacji przychodów spółki, niemniej jednak, zarząd spółki rozpoczął implementację IP Box, co w naszej opinii jest rozsądne.

W przypadku LiveChat (spółka oferuje software pozwalający na komunikację z klientem), organ podatkowy stwierdził, że spółka ma prawo skorzystać z ulgi IP Box w przypadku miesięcznych opłat abonamentowych, jeżeli ta opłata jest płacona jedynie za możliwość korzystania z aplikacji. Podobnie jak w przypadku Ten Square Games zarząd spółki rozpoczął proces implementacji IP Box.

Naszym zdaniem, 11 bit studios powinno mieć możliwość implementacji IP Box na przychody pochodzące z produkcji gier własnych (TWoM, Frostpunk, DLCs), a stopa podatkowa dotycząca przychodów z wydawnictwa powinna pozostać na niezmiennym poziomie. W nawiązaniu do naszych kalkulacji, spółka może oczekiwać 9% efektywnej stopy podatkowej (oczekujemy wyższej stopy podatkowej w porównaniu do 8% prognozowanej dla Ten Square Games i CD Projektu ze względu na istotny udział przychodów z segmentu wydawniczego) i wysokiej zmienności w zakresie kwartalnej stopy podatkowej z racji istotnej fluktuacji udziału przychodów z produkcji gier własnych i wydawnictwa. Zgodnie z naszymi kalkulacjami, implementacja ulgi IP Box podnosi wycenę spółki o PLN 39 na akcję.

Wpływ ulgi IP Box na prognozę zysków



Source: Spółka, Erste Securities Polska

Zakładając 9% efektywną stopę podatkową, możliwe oszczędności na podatku dochodowym w latach 2019e, 2020e i 2021e wynoszą odpowiednio PLN 2.3mn, PLN 1.7mn i PLN 9.1mn. Poniższa tabela przedstawia analizę wrażliwości w odniesieniu do możliwych oszczędności w roku premiery Projektu 8. Bardziej optymistyczne założenie stopy podatkowej w przedziale 6-8% oznacza oszczędności w przedziale PLN 11.8-10mn w roku 2021e.

Oszczędności związane z implementacją ulgi IP Box w roku 2021e (PLN mn)

		Zysk przed opodatkowaniem w roku 2021e						
		61	71	81	91	101	111	121
Efektywna stopa podatkowa	19%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	18%	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
	17%	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4
	16%	1.8	2.1	2.4	2.7	3.0	3.3	3.6
	15%	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0	4.4	4.8
	14%	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	6.0
	13%	3.6	4.2	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2
	12%	4.3	5.0	5.7	6.4	7.1	7.8	8.5
	11%	4.9	5.7	6.5	7.3	8.1	8.9	9.7
	10%	5.5	6.4	7.3	8.2	9.1	10.0	10.9
	9%	6.1	7.1	8.1	9.1	10.1	11.1	12.1
	8%	6.7	7.8	8.9	10.0	11.1	12.2	13.3

Source: Erste Securities Polska

Zakładając brak efektu IP Box w naszych prognozach, 3 letnie średnie P/E ratio 2020-22e powinno wynosić 22.4x, a implementacja IP Box obniża wartość mnożnika o 11% do poziomu 19.9x.

Wpływ IP Box na 3 letnie średnie P/E 2020-22e (x)

		Uśredniony zysk przed opodatkowaniem w latach 2020-23e						
		16	26	36	46	56	66	76
Efektywna stopa podatkowa	19%	64.3	39.6	28.6	22.4	18.4	15.6	13.5
	18%	63.5	39.1	28.2	22.1	18.2	15.4	13.4
	17%	62.7	38.6	27.9	21.8	17.9	15.2	13.2
	16%	62.0	38.2	27.6	21.6	17.7	15.0	13.1
	15%	61.3	37.7	27.2	21.3	17.5	14.9	12.9
	14%	60.5	37.3	26.9	21.1	17.3	14.7	12.8
	13%	59.8	36.8	26.6	20.8	17.1	14.5	12.6
	12%	59.2	36.4	26.3	20.6	16.9	14.4	12.5
	11%	58.5	36.0	26.0	20.4	16.7	14.2	12.3
	10%	57.8	35.6	25.7	20.1	16.5	14.0	12.2
	9%	57.2	35.2	25.4	19.9	16.4	13.9	12.1
	8%	56.6	34.8	25.2	19.7	16.2	13.7	11.9
	7%	56.0	34.5	24.9	19.5	16.0	13.6	11.8
	6%	55.4	34.1	24.6	19.3	15.8	13.4	11.7
	5%	54.8	33.7	24.4	19.1	15.7	13.3	11.5

Source: Erste Securities Polska

Prognoza sytuacji finansowej

Rachunek zysków i strat

Oczekujemy słabych wyników w roku 2020e z racji faktu, iż spółka nie planuje żadnej dużej premiery a wszystkie gry z dotychczasowego portfela są już dość stare. Z drugiej strony, 11 bit studio oferuje solidną poprawę wyników zaczynając od roku 2021e w związku z premierą Projektu 8 i zawężającym się oknem pomiędzy premierami. W latach 2019-20e oczekujemy przychodów spółki w wysokości odpowiednio PLN 67mn i PLN 155mn, a także zysku netto w wysokości odpowiednio PLN 15mn i PLN 83mn. Nasza projekcja kosztowa uwzględnia koszty nowego programu motywacyjnego.

Bilans

Nie widzimy szansy na większe niespodzianki w zakresie bilansu. Oczekujemy, że spółka osiągnie pozycję gotówkową netto w wysokości PLN 86mn i PLN 161mn odpowiednio w latach 2020e i 20201e, głównie dzięki premierze Projektu 8.

Rachunek przepływów pieniężnych

Spółka powinna otrzymać PLN 13.4mn w 2020 roku w ramach emisji akcji związanej z programem motywacyjnym, co zgodnie z sugestią CEO może zostać przeznaczone na skup akcji własnych. W przypadku sukcesu Projektu 8, wierzymy, że spółka może wypłacić pierwszą dywidendę lub zakupić zewnętrzne IP w roku 2022e. Zgodnie z naszymi obliczeniami, zakładając 50% wskaźnik wypłaty dywidendy, spółka może wypłacić DPS w wysokości PLN 17.09 co oznacza DY w wysokości 5.0%.

Prognozy i mnożniki (ceny aktualne na dzień 15 listopada 2019 roku)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Przychody	27.5	19.5	82.8	75.7	66.9	155.3
TWoM	26	17	12	6	4	1
Frostopunk	0	0	56	38	23	11
Projekt 8	0	0	0	0	0	112
Segm. wydawniczy	0	0	14	33	40	31
EBITDA	17	9	51	29	19	96
marża %	61%	47%	62%	38%	29%	62%
Zysk netto (strata)	13	4	38	21	15	83
marża %	47%	18%	45%	28%	23%	53%
OCF	12	8	39	34	19	87
Capex (zaw. M&A)	-5	-10	-29	-14	-11	-12
FCF	7	-2	10	20	7	73
Zysk na akcję	5.3	1.5	15.5	8.8	6.3	34.2
Dywidenda na akcję	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/E	31.0	208.4	19.3	39.0	55.2	10.1
EV/EBITDA	22.2	76.9	13.3	26.6	38.9	7.0
Pozycja gotówkowa	29.1	31.2	43.6	63.8	85.7	160.8
Stopa dywidendy	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Program motywacyjny

Program motywacyjny na lata 2017-19e dedykowany dla głównych pracowników jest oparty na dwóch kluczowych celach – skumulowane przychody i zysk przed podatkiem (skorygowany o rezerwę na program motywacyjny) powinny wynosić odpowiednio minimum PLN 126.4mn i PLN 71.2mn. Cel oparty na przychodach posiada 33% wagi przy 66% wadze nadanej celowi opartemu o zysk przed opodatkowaniem.

Zgodnie z założeniami programu motywacyjnego, jego uczestnicy mogą objąć maksymalnie 130 000 warrantów subskrypcyjnych pozwalających na objęcie takiej samej liczby akcji. Cena konwersji jest oparta o średnią cenę akcji w trzecim i czwartym kwartale 2016 r. obniżoną o 10%, tj. PLN 103.38 na akcję.

Spółka osiągnęła wymagany zysk przed opodatkowaniem w drugim kwartale 2019 r., a cel na poziomie przychodów został osiągnięty w okresie wcześniejszym. W naszych prognozach oczekujemy, że wszystkie akcje z programu motywacyjnego zostaną objęte, co może skutkować wzrostem liczby akcji o 5.7% i dodatkowym wpływem gotówki z emisji nowych akcji w wysokości PLN 13.4mn. Z drugiej strony, CEO spółki niedawno wspomniał, iż Zarząd 11 bit może zdecydować o przeprowadzeniu skupu akcji własnych, z racji satysfakcjonującej pozycji gotówkowej spółki, co powinno zmniejszyć rozwodnienie kapitału. Wierzymy, że w roku 2020e, 11 bit studios może przedstawić warunki nowego programu motywacyjnego o podobnej skali do obecnego.

Wygładzona metoda DCF

Metodologia wyceny

Na potrzeby wyceny spółki 11 bit studios używamy wygładzonej 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 wygładzoną metodę DCF w celu eliminacji negatywnego wpływu wynikającego z konstrukcji metody DCF. Wygładzenie polega na rozłożeniu przepływów pieniężnych z lat 2020-24 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.

Wycena przedsiębiorstwa

Wycena spółki 11 bit studios zostanie przeprowadzona za pomocą wygładzonej metody DCF na podstawie naszych oczekiwań na lata 2020-24. 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

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 2% (4% w okresie rezydualnym), premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6% (5.7% w okresie rezydualnym), koszt zadłużenia ponad stopę wolną od ryzyka w wysokości 2% i współczynnik beta w wysokości 1.0
- Zastosowanie wygładzonej metody waluacji
- Nominalna stopa podatkowa w wysokości 9%
- Wpływ ulgi IP Box na wycenę w wysokości PLN 39 na akcję
- Stopa wzrostu w okresie rezydualnym 3%
- Rozwodniona liczba akcji z uwzględnieniem programu motywacyjnego
- Oczekiwana sprzedaż Projektu 8 w wysokości 1.7mn w roku 2021e i 3.0mn kopii w okresie 3 lat
- Premiera Projektu 9 w roku 3Q2023

Wycena metodą porównawczą

Analiza porównawcza

	P/E			EV/EBITDA		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Activision Blizzard Inc	23.8	21.1	18.4	17.5	15.0	13.6
Electronic Arts Inc	24.9	20.8	20.0	16.3	13.9	13.3
Ubisoft Entertainment	17.1	166.6	14.4	6.4	12.2	6.3
Take-Two Interactive Software	25.9	25.3	24.8	17.6	18.2	17.1
Konami	18.4	19.8	16.4	8.7	8.7	7.4
Capcom	20.5	17.7	16.3	12.2	11.1	9.9
Naver Corp	57.0	36.1	28.1	26.8	18.7	15.2
Tencent	29.0	24.0	19.7	21.1	17.5	14.6
Square Enix	31.1	24.2	18.8	14.8	11.7	9.7
Ten Square Games	19.8	16.7	15.9	16.6	14.1	13.0
CD Projekt	217.5	13.8	19.7	174.6	10.1	15.8
Mediana	24.9	21.1	18.8	16.6	13.9	13.3
11 bit studios	39.0	55.2	10.1	26.6	38.9	7.0
<i>Premia/dyskonto</i>	<i>57%</i>	<i>162%</i>	<i>-46%</i>	<i>60%</i>	<i>179%</i>	<i>-47%</i>
Wartość implikowana (PLN/akcję)	219.7	131.7	643.5	225.4	146.3	595.8

Źródło: Bloomberg, Erste Securities Polska

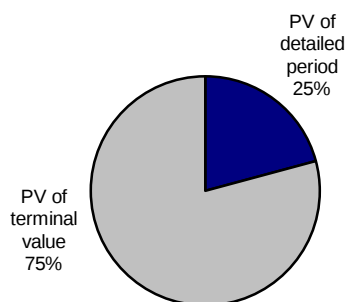
Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	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%
Efektywna 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%	99.4%
WACC	8.3%	8.3%	8.4%	8.4%	8.4%	9.7%

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

(PLN mn)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	NY / TV
Wzrost przychodów	-11.6%	132.0%	-43.3%	131.9%	-48.4%	3.0%
EBIT	15.3	88.9	26.9	112.3	16.9	54.3
Marża EBIT	22.9%	57.3%	30.5%	55.0%	16.1%	50.0%
Stopa podatkowa	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
Opodatkowanie EBIT	-1.4	-8.0	-2.4	-10.1	-1.5	-4.9
Zysk operacyjny skorygowany o podatek	14.0	80.9	24.5	102.2	15.4	49.4
+ Amortyzacja	3.9	7.4	7.7	16.9	14.1	16.9
Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja	279.2%	159.6%	167.6%	83.4%	109.4%	100.0%
+/- Zmiana kapitału pracującego	0.3	-3.1	2.4	-4.1	3.5	0.0
Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	-3.6%	1.0%
- Inwestycje rzeczowe	-10.8	-11.8	-12.9	-14.1	-15.4	-16.9
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	7.3	73.4	21.7	100.9	17.6	49.5
Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa	39.7	41.8	44.1	46.4	48.9	50.4
Wzrost w okresie rezydualnym						3.0%
Wartość rezydualna						828.0
Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2018	36.8	35.9	35.0	34.2	33.4	564.8
Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2018	740.0					
Udziały mniejszości	0.0					
Inne aktywa	0.0					
Dług netto	-63.8					
Inne korekty	0.0					
Wartość kapitału własnego - Dec 31 2018	803.8					
Liczba akcji (mn)	2.4					
Koszt kapitału własnego	8.0%					
12M cena docelowa na akcję (PLN)	356.0					
Obecna cena akcji (PLN)	345.0					
Potencjał wzrostu/spadku	3.2%					

Enterprise value breakdown



Wyglądźona kalkulacja DCF

2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
7.3	73.4	21.7	100.9	17.6	FCFF
				220.9	Suma z FCFF
				0.00	Sprawdzenie
39.7	41.8	44.1	46.4	48.9	Wyglądźone FCFF
	3%	3%	3%	3%	Suma z FCFF
					Stopa wzrostu

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	75.71	66.94	155.27
Koszty usług obcych	-6.72	-5.90	-16.51	-30.53	-31.29	-31.72
Koszty materiałów i energii	-0.18	-0.35	-0.23	-0.45	-0.45	-0.45
Koszty zatrudnienia	-2.43	-2.17	-12.97	-13.80	-13.99	-24.27
Pozostałe koszty	-1.47	-1.85	-1.63	-2.00	-2.00	-2.50
Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA	16.70	9.24	51.44	28.93	19.21	96.34
Amortyzacja	-2.57	-1.71	-4.49	-6.21	-3.87	-7.40
Zysk operacyjny - EBIT	14.13	7.52	46.95	22.72	15.34	88.94
Przychody i koszty finansowe	1.60	-3.23	1.16	0.75	1.27	1.85
Pozostałe przychody/koszty	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
Zysk przed opodatkowaniem	15.73	4.53	48.11	23.47	16.61	90.79
Podatek dochodowy	-2.80	-0.97	-10.56	-2.11	-1.49	-8.17
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	21.36	15.12	82.62

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	22.61	21.15	19.83
Wartości niematerialne	7.92	13.07	17.14	21.15	29.54	35.27
Pozostałe aktywa trwałe	0.79	3.29	5.44	5.44	5.44	5.44
Razem aktywa trwałe	9.49	17.17	41.32	49.20	56.14	60.55
Zapasy	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Należności	5.45	2.68	14.55	10.37	9.17	21.27
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	69.70	89.93	164.00
Razem aktywa obrotowe	36.16	31.48	67.95	82.22	101.25	187.42
RAZEM AKTYWA	45.65	48.65	109.26	131.42	157.39	247.96
Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej	42.1	46.2	89.9	111.3	139.8	222.4
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	7.7	6.8	15.7
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1.2	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
Razem zobowiązania krótkoterminowe	3.08	1.66	7.33	9.13	7.54	16.50
RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY	45.65	48.65	109.26	131.42	157.39	247.96

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	34.3	19.3	86.9
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-5.4	-10.0	-55.6	-14.1	-10.8	-11.8
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	18.45	20.23	74.07

Marże i wskaźniki	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Wzrost przychodów rdr	17.3%	-29.1%	324.6%	-8.5%	-11.6%	132.0%
Marża EBITDA	60.7%	47.4%	62.1%	38.2%	28.7%	62.0%
Marża EBIT	51.4%	38.6%	56.7%	30.0%	22.9%	57.3%
Marża zysku netto	47.0%	18.2%	45.4%	28.2%	22.6%	53.2%
ROE	30.7%	7.7%	41.8%	19.2%	10.8%	37.1%
ROCE	33.6%	16.3%	52.2%	20.4%	11.0%	40.0%
Wskaźnik kapitału własnego	92.3%	95.0%	82.3%	84.7%	88.8%	89.7%
Dług netto	-29.1	-31.2	-43.6	-63.8	-85.7	-160.8
Kapitał pracujący	3.5	1.5	9.4	2.7	2.4	5.5
Wskaźnik rotacji zapasów	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

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 powiązаныmi 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).

Odnosi

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

18 November 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