



Dom Maklerski BDM S.A.

11 bit studios

RAPORT ANALITYCZNY

Nadchodzące miesiące dla 11b będą okresem zbierania owoców z inwestycji, których spółka dokonała w ostatnich latach. Już w drugiej połowie tego roku czekają nas dwie premiery z segmentu wydawniczego, tj. „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”. Dodatkowo w 2H'23 na rynku pojawi się długo wyczekiwana premiera mobilnego „Frostpunka”. Uważamy, że może mieć ona istotny wpływ na wyniki 11b. Ponadto w 1H'24 na rynek trafią dwie własne gry 11b oraz nowo ujawniony projekt wydawniczy „N”. Prognozujemy, że na przestrzeni 2024-2025 spółka wygeneruje 199,8-185,1 mln PLN zysku netto, co implikuje wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 9-10x. Dodatkowo oczekujemy, że postępujące kampanie marketingowe jak i dalsze „odstanie kart” powinny wspierać notowania warszawskiego dewelopera w kolejnych miesiącach. Mając powyższe na uwadze podtrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ podwyższając cenę docelową do 875 PLN/ akcję, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Po długim czasie oczekiwań wchodzimy w okres, w którym 11b zacznie zbierać owoce inwestycji poczynionych na przestrzeni ostatnich lat. Już w drugiej połowie tego roku czekają nas dwie premiery z segmentu wydawniczego, tj. „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”. Społeczności obu gier prezentują się obiecująco, a tytuły te znajdują się na liście najbardziej oczekiwanych gier na miejscach odpowiednio: 48/ 124. Ostatnia informacja o umowie z Microsoft na udostępnienie wybranych gier w programie Game Pass rzuca nowe światło na potencjalny przebieg debiutów części nowych produkcji. Kierując się licznymi wypowiedziami przedstawicieli Starward Industries, oczekujemy, że jednym z projektów, który trafi do tej usługi będzie „The Invincible”, a sama umowa będzie na tyle satysfakcjonująca, że wpływy z niej będą przewyższyły koszty poniesione przez wydawcę i dewelopera na ten tytuł (według naszych szacunków poziom ok. 17 mln PLN).

Podczas ostatniej konferencji inwestorskiej pozytywnie zostaliśmy zaskoczeni informacją o nowym, dotychczas nieznanym projekcie zewnętrznym „N”. Prace nad nim są na zaawansowanym etapie (poziom alphy). Rozmiarami gra zbliżona jest do wyżej wspomnianych tytułów z XDevu, a jej premiera będzie miała miejsce w 1Q'24. Spółka cały czas poszukuje nowych projektów, które poddawane są szczegółowej selekcji. Przypominamy o strategii publikacji rocznie 3-4 gier wydawniczych. W związku z powyższym liczymy, że również w kolejnych miesiącach 11b będzie zaskakiwał nas nowymi ogłoszeniami co do projektów z tego segmentu.

W pierwszej połowie 2024 r. na rynku pojawiają się dwie produkcje własne warszawskiego studia. Zakładamy, że w 1Q'24 zadebiutuje „Frostpunk 2”, a w 2Q'24 „The Alters”. W całym 2024 r. oczekujemy przychodów na poziomie 364,0 mln PLN, 273,3 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 199,8 mln PLN zysku netto, co implikuje wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 9,3x.

Pragniemy zwrócić uwagę na gry mobilne „Frozen City” oraz „Whiteout Survival”, które są podobne, do flagowej produkcji 11b. Uwagę przykuwają przychody generowane przez te gry, które według platformy Sensor Tower, w samym czerwcu'23 wypracowały odpowiednio 4 i 18 mln USD. Kierując się podobieństwem gameplay'u wyżej wspomnianych tytułów, uważamy, że „Frostpunk Mobile” może mieć istotny wpływ na wyniki 11b.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	74,3	82,8	364,0	412,3
EBITDA [mln PLN]	51,1	39,0	25,9	18,6	270,2	293,6
EBITDA skoryg. [mln PLN]	51,1	41,2	29,0	21,8	273,3	296,8
EBIT [mln PLN]	40,8	30,0	20,0	12,4	216,0	202,2
Wynik brutto [mln PLN]	40,7	31,8	27,2	23,2	222,5	207,3
Zysk netto [mln PLN]	37,4	28,7	22,9	19,8	199,8	185,1
P/BV	11,3	9,5	8,3	7,5	4,1	3,3
P/E	49,9	65,0	81,5	94,0	9,3	10,1
P/E skoryg.	49,9	60,3	71,8	81,1	9,2	9,9
EV/EBITDA	34,9	45,4	69,1	98,4	6,0	5,1
EV/EBITDA skoryg.	34,9	42,9	61,7	84,2	6,0	5,1
EV/EBIT	43,7	58,9	89,4	148,4	7,5	7,4

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 875 PLN

14 LIPCA 2023, 11:55 CEST

Wycena DCF [PLN]	851
Wycena końcowa [PLN]	875
Potencjał do wzrostu	19%
Koszt kapitału	13,1%
Cena rynkowa [PLN]	734
Kapitalizacja [mld PLN]	1,8
Ilość akcji [mln. szt.]	2,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	740
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	565
Stopa zwrotu za 3 mc	15,3%
Stopa zwrotu za 6 mc	27,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	34,5%
Struktura akcjonariatu:	
TFI Allianz Polska	9,5%
Grzegorz Miechowski	7,0%
NN OFE	6,0%
Esaliens TFI	5,2%
Przemysław Marszał	5,0%
Pozostali Akcjonariusze	67,4%

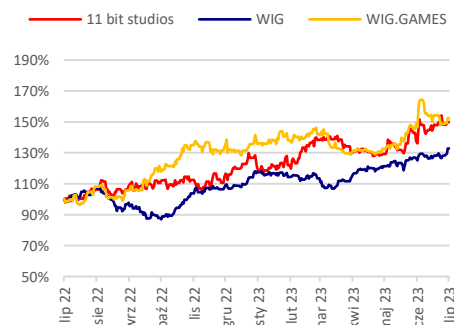
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



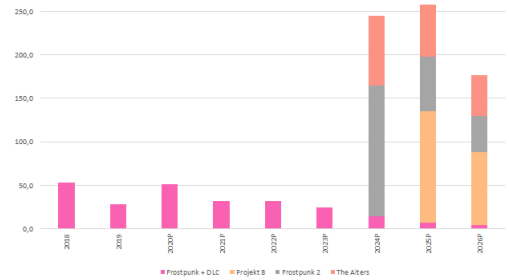
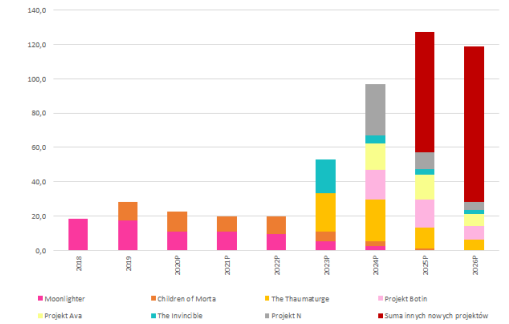
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	7
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	10
CZYNNIKI RYZYKA	11
OTOCZENIE RYNKOWE	12
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23	15
FINANSE I PROGNOZY.....	17
PROGNOZA NA 2Q'23.....	17
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	17
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	24
DANE FINANSOWE	25

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	87,4	70,4	74,3	82,8	364,0	412,3	323,2
EBITDA	51,1	39,0	25,9	18,6	270,2	293,6	211,7
EBITDA skoryg.	51,1	41,2	29,0	21,8	273,3	296,8	211,7
EBIT	40,8	30,0	20,0	12,4	216,0	202,2	108,0
Zysk brutto	40,7	31,8	27,2	23,2	222,5	207,3	112,4
Zysk netto	37,4	28,7	22,9	19,8	199,8	185,1	99,6
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	70,4	90,7	142,5	215,1	210,8	197,5	201,9
Rzeczowe aktywa trwałe	26,9	25,9	24,9	23,8	26,2	29,6	29,5
Wartości niematerialne	37,9	59,1	100,0	172,6	165,9	149,3	153,7
Pozostałe aktywa trwałe	5,6	5,6	17,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Aktywa obrotowe	115,9	128,8	101,7	51,6	262,4	385,4	384,1
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	11,6	16,5	9,5	10,1	16,2	18,3	16,2
Inne aktywa obrotowe	8,2	4,9	4,9	4,7	4,7	4,7	4,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	96,1	107,4	87,3	36,7	241,5	362,4	363,3
- <i>środki pieniężne</i>	24,1	26,7	30,6	36,7	241,5	362,4	363,3
Aktywa razem	186,3	219,5	244,2	266,7	473,2	583,0	586,0
Kapitał własny	164,6	197,3	224,5	247,5	450,5	558,8	565,9
Zobowiązania długoterminowe	10,5	9,0	9,5	7,8	6,2	4,5	3,1
Zobowiązania finansowe odsetkowe	9,8	8,3	7,2	5,5	3,8	2,1	0,8
Przychody przyszłych okresów	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Zobowiązania krótkoterminowe	11,2	13,2	10,2	11,3	16,6	19,7	17,0
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,4	1,3	1,3	1,0	0,7	0,4	0,3
Zobowiązania handlowe	9,8	8,0	2,9	2,8	8,1	11,5	9,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,1	3,9	6,0	7,4	7,7	7,8	7,7
Pasywa razem	186,3	219,5	244,2	266,7	473,2	583,0	586,0
Dług netto	-84,9	-97,8	-78,9	-30,2	-237,0	-359,8	-362,2
Dług netto/ Kapitał własny	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,6	-0,6
Dług netto/ EBITDA	-1,7	-2,5	-3,0	-1,6	-0,9	-1,2	-1,7
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	37,7	40,9	32,9	28,3	256,7	281,0	202,9
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,4	-37,4	-28,8	-20,1	-49,9	-78,2	-108,0
Przepływy z działalności finansowej	6,0	-0,9	-0,3	-2,1	-2,0	-81,9	-94,0
Przepływy pieniężne netto	9,3	2,6	3,8	6,1	204,8	120,9	0,9
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E*	49,9	65,0	81,5	94,0	9,3	10,1	18,7
P/BV*	11,3	9,5	8,3	7,5	4,1	3,3	3,3
EV/ EBITDA*	34,9	45,4	69,1	98,4	6,0	5,1	7,1
EV/ EBITDA skoryg.*	34,9	42,9	61,7	84,2	6,0	5,1	7,1
EV/EBIT*	43,7	58,9	89,4	148,4	7,5	7,4	13,9
EV/S*	20,4	25,1	24,1	22,2	4,5	3,7	4,7
MC/S*	21,4	26,5	25,1	22,5	5,1	4,5	5,8
BVPS	64,8	77,6	88,3	97,4	177,2	219,8	222,6
EPS	14,7	11,3	9,0	7,8	78,6	72,8	39,2
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	31,4	36,4
Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	21,8%	-19,4%	5,5%	11,5%	339,6%	13,3%	-21,6%
EBITDA zmiana r/r	68,5%	-23,7%	-33,6%	-27,9%	1348,9%	8,7%	-27,9%
EBIT zmiana r/r	70,9%	-26,4%	-33,5%	-38,1%	1645,3%	-6,4%	-46,6%
Zysk netto zmiana r/r	72,1%	-23,2%	-20,2%	-13,3%	906,6%	-7,3%	-46,2%
Marża EBITDA	58,4%	55,3%	34,8%	22,5%	74,2%	71,2%	65,5%
Marża EBITDA skoryg.	58,4%	58,5%	39,0%	26,3%	75,1%	72,0%	65,5%
Marża EBIT	46,7%	42,7%	26,9%	14,9%	59,3%	49,0%	33,4%
Marża netto	42,7%	40,8%	30,8%	24,0%	54,9%	44,9%	30,8%
ROE	22,7%	14,5%	10,2%	8,0%	44,4%	33,1%	17,6%
ROA	20,1%	13,1%	9,4%	7,4%	42,2%	31,8%	17,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 734 PLN.

11b - przychody w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]

11b - przychody w podziale na poszczególne tytuły - wydawnictwo [mln PLN]


Główne założenia	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	82,8	364,0	412,3	323,2
Frostpunk	24,6	14,4	6,9	4,3
Frostpunk 2	0,0	150,4	62,5	42,0
The Alters	0,0	79,8	60,4	46,7
Projekt 8	0,0	0,0	127,9	83,5
The Thaumaturge	22,4	24,3	11,9	5,8
The Invincible	20,0	4,7	3,3	2,3
Projekt N	0,0	30,2	9,8	4,7
Projekt Botin	0,0	17,1	16,4	8,1
Projekt Ava	0,0	15,2	14,6	7,2
Frostpunk Mobile	0,0	24,3	26,7	27,0
Pozostałe	15,8	3,7	71,9	91,4
Sprzedż kopii [mln]				
Frostpunk 2	0,0	1,9	1,1	0,8
The Alters	0,0	1,3	0,9	0,7
Projekt 8	0,0	0,0	1,7	1,2
USD/PLN	4,023	4,064	4,036	4,036

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 2) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 3) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 4) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami 5) Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych 6) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty 7) Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej 8) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR 9) Ryzyko braku atrakcyjnych tytułów do pozyskania przez wydawnictwo 10) Ryzyko zmian stóp procentowych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki 11 bit studios opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym to nadaliśmy wagę 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 851 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 812 PLN, a do spółek zagranicznych 1 050 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 224 mln PLN, czyli **875 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	851
Wycena porównawcza	30%	931
Wycena porównawcza Polska	15%	812
Wycena porównawcza zagranica	15%	1 050
Wycena 1 akcji 11 bit studios [PLN]		875

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zbieranie owoców z poczynionych inwestycji

Po długim czasie oczekiwań wchodzimy w okres, w którym 11b zacznie zbierać owoce inwestycji poczynionych na przestrzeni ostatnich lat. Już w drugiej połowie tego roku czekają nas dwie premiery z segmentu wydawniczego, tj. „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”. W przypadku produkcji od Starward Industries, kampania marketingowa, która aktualnie znajduje się na ostatniej prostej, wypadła nadzwyczaj dobrze. Pomimo ograniczonego budżetu (szacujemy poziom 2 mln PLN), „Niezwyrodnemu” udało się wspiąć na 48 miejsce na liście najbardziej oczekiwanych gier, a w samym czerwcu zyskał ponad 100 tys. dodań do wishlisty. W tym samym rankingu „The Thaumaturge” zajmuje obecnie 124 pozycję, jednakże w jego przypadku działania marketingowe dopiero nabierają tempa. Oczekujemy, że pierwsza z wyżej wspomnianych gier zadebiutuje na przełomie września/października, natomiast nowa produkcja od Fool’s Theory pojawi się w późniejszych miesiącach 4Q’23.

Ostatnia informacja o umowie z Microsoft na udostępnienie wybranych gier w programie Game Pass rzuca nowe światło na potencjalny przebieg debiutów części nowych produkcji. Kierując się licznymi wypowiedziami przedstawicieli Starward Industries, oczekujemy, że jednym z projektów, który trafi do tej usługi będzie „The Invincible”, a sama umowa będzie na tyle satysfakcjonująca, że wpływy z niej będą przewyższały koszty poniesione przez wydawcę i dewelopera na stworzenie i wydanie tej gry (według naszych szacunków poziom ok. 17 mln PLN). W całym 2023 r. zakładamy kontrybucję do przychodów wyżej wspomnianych tytułów na poziomie 20,0 mln PLN/ 22,4 mln PLN. Ponadto w 2H’23 zadebiutuje długo wyczekiwana gra mobilna „Frostpunk Mobile”, którą szerzej opisujemy niżej. Prognozujemy, że w aktualnym roku spółka będzie w stanie wypracować 82,8 mln PLN przychodów, 21,8 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 19,8 mln PLN zysku netto.

Podczas konferencji inwestorskiej zostaliśmy pozytywnie zaskoczeni informacją o nowym, dotychczas nieznanym projekcie zewnętrznym o roboczej nazwie „N”. Obecnie wiemy, że prace nad tą produkcją są na zaawansowanym etapie (poziom alfa), a spółka współpracuje z deweloperem już od pewnego czasu. Gra rozmiarami zbliżona jest do „The Invincible” oraz „The Thaumaturge” (budżet kształtuje się na poziomie ok. 17 mln PLN). Premiera tego projektu planowana jest na 1Q’24. Dysponując ograniczoną ilością informacji na temat tego przedsięwzięcia, prognozy w naszym modelu opieramy o szacowane przez nas przepływy z gier „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”. Ponadto spółka cały czas poszukuje nowych projektów, które poddawane są szczegółowej selekcji. Przypominamy, że aktualna strategia 11b obejmuje premiery 3-4 gier wydawniczych rocznie. W związku z powyższym liczymy, że również w kolejnych miesiącach spółka będzie zaskakiwała nas nowymi ogłoszeniami co do projektów z xDevu.

W pierwszej połowie 2024 r. na rynku pojawią się dwie produkcje własne warszawskiego studia. Zakładamy, że w 1Q’24 zadebiutuje „Frostpunk 2”, a w 2Q’24 „The Alters”. Jeżeli chodzi o pierwszą z nich tak jak zaznaczaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji, oczekujemy iż gracze zostaną zaskoczeni skalą ewolucji tej gry. Spodziewamy się, że oprócz znacznej rozbudowy świata/mechanik, które znamy z FP1, zostaną wprowadzone znacznie szersze możliwości polityczne, czy interakcja z AI, co powinno przełożyć się na jeszcze większe zainteresowanie graczy tym IP. Podtrzymujemy nasze założenie co do sprzedaży 1,9 mln kopii w pierwszym roku od debiutu, mimo zakładanego w naszym modelu przesunięcia premiery na konsole o pół roku (3Q’24), co wynika z dynamicznie budującej się społeczności tego tytułu (wishlista przekraczająca milion zapisów). Przypominamy, że w analogicznym okresie od premiery pierwsza część z tej serii rozeszła się w nakładzie 1,4 mln sztuk (tylko PC). Zmianie nie ulega również prognozowana przez nas sprzedaż „The Alters”. Oczekujemy, że sprzedaż tego tytułu w rok od premiery wyniesie 1,5 mln kopii (PC + konsole). Ponadto w drugiej połowie 2024 r. oczekujemy premier dwóch gier wydawniczych („Botin” i „Ava”). W całym 2024 r. zakładamy, że spółce uda się wypracować 364,0 mln PLN przychodów, z czego za 150,4 będzie odpowiadał „F2” a za 79,8 mln PLN „The Alters”. Szacujemy wzrost skoryg. EBITDA o 1153,9% r/r do poziomu 273,3 mln PLN oraz zysku netto do 199,8 mln PLN (+906,6% r/r).

„Frostpunk Mobile” potencjalnym game changerem

Jak już wyżej wspomnieliśmy, premiera długo wyczekiwanej gry „Frostpunk Mobile” będzie miała miejsce w 2H’23. Za rozwój tego projektu na urządzeniach mobilnych oraz jego wydanie (w tym kampanie pozyskiwania graczy) odpowiada globalny gigant NetEase. Tym samym spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie trafiało do właściciela IP czyli 11b, a reszta do wydawcy. Mobilny Frostpunk będzie grą opartą o formułę F2P (gameplay z testowej wersji dostępny pod [LINKIEM](#)), monetyzowaną poprzez reklamy oraz mikropłatności. W naszej ostatniej rekomendacji, przez wzgląd na brak podobnych gier porównywalnych do tej produkcji, nie uwzględniliśmy jej w naszej wycenie.

Aktualnie pragniemy jednak zwrócić uwagę na dwa tytuły „Frozen City” oraz „Whiteout Survival”, które są podobne do flagowej produkcji 11b. Uwagę przykuwają przychody generowane przez te tytuły. Według platformy Sensor Tower, na przestrzeni maja-czerwca’23 wypracowały odpowiednio 4-5 mln USD i 15-18 mln USD (pomniejszone o prowizję platform). Dla porównania w tym samym czasie najlepsze gry z rodzimego podwórka czyli „Huuuge Casino” i „Fishing Clash” osiągnęły wynik na poziomie 8-10 mln USD i 3 mln USD. Co ciekawe, zarówno „Frozen City” jak i „Whiteout Survival” zostały stworzone przez tego samego dewelopera czyli Century Games. Pierwsza z nich zadebiutowała, w grudniu’22, natomiast druga kilka miesięcy później i została rozszerzona o mechaniki bitewne (element odróżniający od FP), co pozwoliło jej ok. 3-4x zwiększyć przychody.

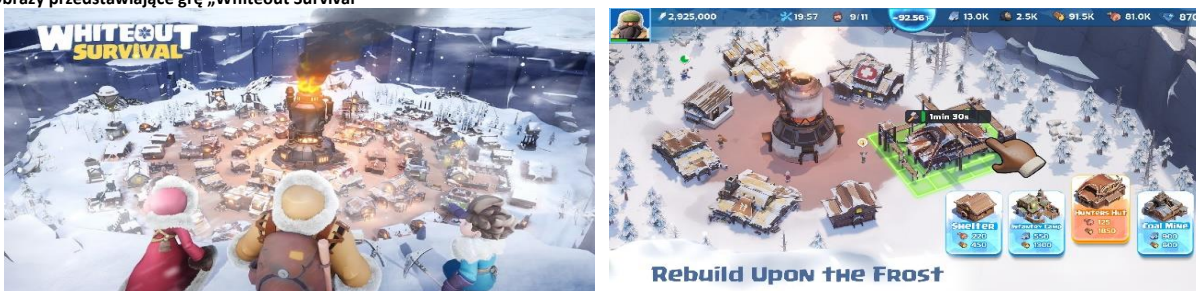
Kierując się podobieństwem gameplay’u wyżej wspomnianych tytułów, uwzględniamy w naszej analizie mobilnego „Frostpunka”. Zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 5 mln USD (7 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie ok. 5-6 mln PLN kwartalnie (21-24 mln PLN w skali roku). W scenariuszu, w którym „FP” będzie w stanie dorównać „Whiteout Survival”, kwartalnie wpływy dla spółki mogą kształtować się na poziomie 18-22 mln PLN (73-88 mln PLN rocznie).

Przychody gier podobnych do „Frostpunk Mobile” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody maj 2023		Przychody czerwiec 2023	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Whiteout Survival	Century Games	7,0	8,0	8,0	10,0
2. Frozen City	Century Games	2,0	3,0	2,0	2,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Obrazy przedstawiające grę „Whiteout Survival”



Źródło: GooglePlay

Jak już zdążyliśmy zauważyć oba wyżej wspomniane tytuły zostały stworzone przez tego samego dewelopera czyli Century Games. Jako pierwsza zadebiutowała gra „Frozen City” (symulator budowy miasta pośród apokaliptycznych śniegów i mrozu), a jej premiera miała miejsce w grudniu 2022 r. (do połowy marca’23 wygenerowała 11,3 mln USD przychodów i została pobrana 10,8 mln razy). Kilka miesięcy później (luty’23) na rynku pojawił się „Whiteout Survival”, czyli zaktualizowana wersja „Frozen City” rozszerzona o mechanizmy akcji/ bitew, a których implikacja pozwoliła na znaczące zwiększenie zaangażowania użytkowników i 3-4x lepszą monetyzację.

Naszym zdaniem przewagami „Frostpunka” mobilnego nad wyżej wspomnianymi tytułami mogą okazać się m.in. jego jakość (powinien przyciągnąć graczy dojrzałych, dysponujących większymi zasobami pieniężnymi) oraz ogromna baza graczy jaką dysponują NetEase i 11b.

Obrazy przedstawiające grę „Frozen City”



Źródło: GooglePlay

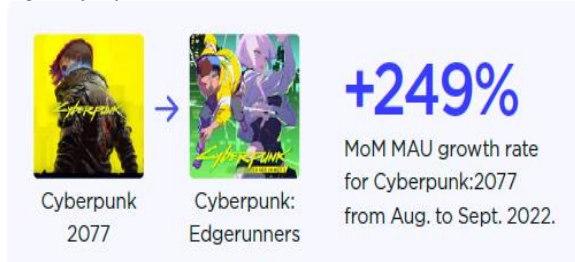
Działania marketingowe potencjalnym wsparciem dla notowań

Przed nami miesiące bogate w działania marketingowe spółki. W ostatni etap promocji wkraczać będzie „The Invincible”, natomiast tempa nabierać będzie odłona własnych gier oraz „The Thaumaturge”. Już na sierpniowym Gamescomie, za zamkniętymi drzwiami spółka zaprezentuje prasie branżowej „Frostpunk 2” oraz „The Alters”. Miesiąc później bo już we wrześniu zostanie udostępniony szerszej publiczności gameplay tych gier, a moment ten, będzie czasem częściowej weryfikacji naszych założeń (m.in. takich jak oczekiwana znaczna rozbudowa świata/mechanik w FP). Ponadto prawdopodobnie również podczas tego samego branżowego „święta” (Gamescom) poznamy nowo ogłoszony „Projekt N”. Odrobinę dłużej bo do 2024 r. przyjdzie nam poczekać na odtajnienie długo skrywanego produkcji wydawniczych („Ava” oraz „Botin”) oraz owianego tajemnicą „Projektu 8”. Spodziewamy się, że postępujące „odstanie kart” powinno również w kolejnych miesiącach wspierać notowania warszawskiego dewelopera.

Nowy sposób monetyzacji IP i jego potencjalny wpływ na zmianę ścieżki monetyzacji gier po premierach

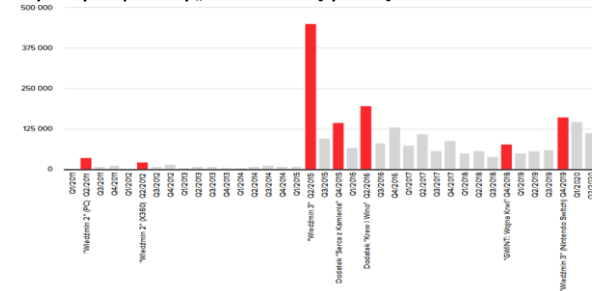
Pragniemy zwrócić uwagę na plany spółki co do rozszerzenia posiadanych swoich IP o nowe kanały. Jedną z pierwszych inicjatyw była niedawno powstała planszowa gra, która w krótkim czasie wygenerowała 7cyfrowe przychody. Aktualnie spółka pracuje nad czterema nowelami ze świata „Frostpunka”. Trwają również rozmowy z Netflixem co do adaptacji filmowych. Obrana przez 11b strategia powinna przełożyć się na wzrost zainteresowania IP spółki, tym samym na bardzo dobrą sprzedaż gier (w szczególności FP2) w kolejnych latach po premierze. Takie działania „bitów” mogą mieć w przyszłości znaczący wpływ na zmianę ścieżki monetyzacji gier po premierach, których sprzedaż od momentu debiutu sukcesywnie spada w kolejnych miesiącach. Przykładu efektu takiej strategii nie trzeba daleko szukać, gdyż podobny model funkcjonuje i dobrze się sprawdza u pioniera polskiego gamedevu czyli w CD Projekcie. Pragniemy zauważyć, że wydany we wrześniu’22 serial „Cyberpunk: Edgerunners” podniósł MAU w „Cyberpunk 2077” o ponad 249%, a sprzedaż tej gry (według naszych obliczeń) na przestrzeni 3Q-4Q’22 wrosła o ok. 54% vs 1H’22 i ponad 42% vs 2H’21. Innym przykładem był debiutujący pod koniec grudnia 2019 r. serial „Wiedźmin”, który znacząco podniósł monetyzację „W3” w kwartale premiery i kolejnych miesiącach. W naszych analizach podchodzimy jednak konserwatywnie do prognozowania przyszłych przepływów z nowych gier spółki, stąd nie uwzględniamy tego efektu w wycenie. Liczymy się jednak z tym, że ogon sprzedażowy nowych tytułów 11b może nas pozytywnie zaskoczyć.

Wpływ serialu „Cyberpunk: Edgerunners” na wzrost ilości użytkowników w grze „Cyberpunk 2077”



Źródło: Newzoo

Przychody ze sprzedaży „Wiedźmina 3” [tys. PLN]



Źródło: CD Projekt raport za 1H’20

Potencjalne nowe akwizycje

Pod koniec 2022 r., w raporcie za 3Q’22 spółka poinformowała, że planuje dalsze przejęcia, które mają rozbudować i wzmocnić kompetencje oraz pozycję rynkową 11b. Warszawski deweloper gier prowadzi rozmowy z kolejnymi podmiotami, które są na różnym szczeblu zaawansowania. Preferowanym źródłem finansowania ewentualnych transakcji będą środki własne. Spółka nie wyklucza również innych modeli finansowania akwizycji. Na ostatniej konferencji inwestorskiej zaznaczono jednak, że w związku z tym, iż lata 2023-24 będą okresem „dowożenia” produktów, 11b mniejszą presję będzie kładł w tym czasie na zmiany operacyjne i akwizycje. Nie zakładamy przejęć w naszym modelu. Jesteśmy przekonani, że spółka będzie bardziej skłonna inwestować w nowe projekty wydawnicze oraz dążyć do zacieśniania współpracy z deweloperami, którzy podzielają wizję 11b, niż podejmować agresywne działania na rynku.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Czekamy z niecierpliwością na kolejne informacje odnośnie realizowanych przez nią projektów oraz nadchodzące wielkimi krokami premiery. Wydajemy zalecenie **KUPUJ** z ceną docelową **875 PLN/akcję**, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 5,5%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 4Q'23 roku zakładamy premierę dwóch gier wydawniczych („The Invincible”, „The Thaumaturge”) oraz mobilnej wersji „Frostpunka”. Prognozujemy, że w całym 2023 r. spółka wypracuje 82,8 mln PLN przychodów (+11,5% r/r), z czego za 20,0/ 22,4 mln PLN będą odpowiadały wyżej wspomniane tytuły z XDevu. Na poziomie skoryg. EBITDA oraz zysku netto oczekujemy odpowiednio 21,8/ 19,8 mln PLN.
- Jeżeli chodzi o mobilnego „Frostpunka”, przypominamy, że za tworzenie i wydanie gry odpowiada NetEase. Zakładamy, że tytuł ten będzie oparty o formułę F2P, monetyzowany poprzez reklamy oraz mikropłatności. Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie należało do 11b, a reszta do wydawcy, który będzie odpowiedzialny za pozyskiwanie użytkowników. Kierując się niedawno powstałymi grami („Whiteout Survival” oraz „Frozen City”), które są podobne do flagowej gry 11b, uwzględniamy w naszej analizie mobilnego „Frostpunka” począwszy od 2024 r. Zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 5 mln USD (7 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie ok. 5-6 mln PLN kwartalnie (21-24 mln PLN w skali roku).
- W pierwszej połowie 2024 r. zakładamy premiery dwóch własnych produkcji. Pierwszą grą, która zadebiutuje będzie „Frostpunk 2”, a jego budżet produkcyjny zamknie się w granicach 60 mln PLN. W związku z większą skalą przedsięwzięcia vs poprzednia część i dynamicznie budującą się wishlistą, spodziewamy się większego potencjału monetyzacji, tym samym w rok od premiery prognozujemy 1,9 mln sprzedanych kopii i 150,4 mln PLN przychodów. Jeżeli chodzi o drugą grę, czyli „The Alters”, szacujemy jej budżet na 35 mln PLN oraz spodziewamy się, że w rok od premiery sprzeda się ona w nakładzie 1,5 mln sztuk co przełoży się na 98,4 mln PLN przychodów. Ponadto w 1Q'24 zadebiutuje nowo ogłoszony projekt „N”. Zakładamy, że łączny koszt stworzenia i wydania gry wyniesie około 17 mln PLN, a przychody w rok od debiutu wyniosą ok. 30,2 mln PLN (podział 50/50). Dodatkowo w 2H'24 liczymy na kolejne debiuty gier z segmentu wydawniczego, czyli projektu „Botin” oraz „Ava”. Szacujemy, że koszt stworzenia i wydania tych projektów sięgnie 14-15 mln PLN, a przychody w rok od premiery wyniosą odpowiednio 30,6/27,3 mln PLN (podział 50/50). W całym 2024 r. prognozujemy 364,0 mln PLN przychodów, 273,3 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 199,8 mln PLN zysku netto.
- Uwzględniając opóźnienia „Projekt 8”, które miały miejsce na przestrzeni 2022 r., przesuwamy w naszych założeniach premierę tej gry z 4Q'24 na 2Q'25. Jego budżet prod. szacujemy na 55 mln PLN. W związku z tym, jak dużym przedsięwzięciem jest ta produkcja, liczymy na jej większy potencjał monetyzacji vs poprzednie tytuły. Prognozujemy sprzedaż w rok od premiery na poziomie 2,0 mln sztuk, co przełoży się na 154,1 mln PLN przychodów
- W naszym modelu zakładamy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcje kolejnych gier. Zakładamy wykorzystanie wcześniej stworzonych IP w kolejnych projektach, co przełoży się na krótszy okres produkcji.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem, pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Ze względu na istotny i różny w poszczególnych latach udział segmentu wydawniczego w przychodach spółki, prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 10-15%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Oczekujemy pierwszej wypłaty dywidendy w 2025 roku.
- Program motywacyjny – zostaną nim objęci członkowie zarządu oraz kluczowi pracownicy spółki. W ramach programu spółka może wyemitować łącznie do 125 tys. warrantów wymiennych na akcje z ceną emisyjną opartą o średni ważony kurs akcji spółki z 4Q'20. Osiągnięcie celu 656 mln PLN łącznych przychodów w latach 2021-25 ma umożliwić uprawnionym osobom objęcie 37,5 tys. warrantów. Z kolei wypracowanie przez spółkę co najmniej 328 mln PLN zysku brutto (skorygowanego o koszty programu motywacyjnego) ma uwolnić pulę kolejnych 87,5 tys. warrantów. – uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz zostanie zrealizowany.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 2,5 mln akcji (obecna liczba akcji + 125 tys. warrantów).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 31 października 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 2,2 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 851 PLN.

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	82,8	364,0	412,3	323,2	481,9	542,6	567,5	606,9	654,7	701,5
EBIT [mln PLN]	12,4	216,0	202,2	108,0	275,3	335,1	333,5	349,0	371,1	394,9
Stopa podatkowa	14,7%	10,2%	10,7%	11,4%	10,1%	9,8%	10,1%	10,2%	10,1%	10,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	1,8	22,0	21,6	12,3	27,9	32,9	33,7	35,5	37,3	39,6
NOPLAT [mln PLN]	10,6	193,9	180,5	95,7	247,4	302,2	299,7	313,5	333,8	355,3
Amortyzacja [mln PLN]	6,3	54,2	91,5	103,7	84,7	77,6	94,9	106,8	118,6	126,2
CAPEX [mln PLN]	-70,7	-35,5	-63,7	-78,3	-93,5	-109,9	-121,8	-134,9	-149,2	-158,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-1,4	-0,5	1,3	-0,4	-0,7	-1,0	-0,4	-0,6	-0,7	-0,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	-55,3	212,2	209,5	120,7	238,0	268,8	272,4	284,9	302,4	322,1
DFCF [mln PLN]	-54,2	183,5	160,0	81,3	141,6	141,2	126,2	116,5	109,2	102,7
Suma DFCF [mln PLN]	1 108,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	3 005,4									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	957,8									
Wartość firmy EV [mln PLN]	2 065,8									
Dług netto 2022 [mln PLN]	-78,9									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]*	18,4									
Wartość kapitału [mln PLN]	2 163,1									
Ilość akcji [mln szt.]	2,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	851									

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

Przychody zmiana r/r	11,5%	339,6%	13,3%	-21,6%	49,1%	12,6%	4,6%	7,0%	7,9%	7,1%
EBIT zmiana r/r	-38,1%	1645,3%	-6,4%	-46,6%	154,9%	21,7%	-0,5%	4,7%	6,3%	6,4%
FCF zmiana r/r	64,3%	-	-1,3%	-42,4%	97,2%	12,9%	1,3%	4,6%	6,2%	6,5%
Marża EBITDA	22,5%	74,2%	71,2%	65,5%	74,7%	76,0%	75,5%	75,1%	74,8%	74,3%
Marża EBIT	14,9%	59,3%	49,0%	33,4%	57,1%	61,8%	58,8%	57,5%	56,7%	56,3%
Marża NOPLAT	12,7%	53,3%	43,8%	29,6%	51,3%	55,7%	52,8%	51,7%	51,0%	50,6%
CAPEX / Przychody	85,4%	9,7%	15,5%	24,2%	19,4%	20,3%	21,5%	22,2%	22,8%	22,7%
CAPEX / Amortyzacja	1127,3%	65,4%	69,7%	75,5%	110,3%	141,7%	128,4%	126,2%	125,9%	126,0%
Zmiana KO / Przychody	1,7%	0,1%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	16,2%	0,2%	-2,6%	-0,5%	0,4%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	0,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;* - udział w Fools Theory i Starward Industries

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Udział kapitału własnego	97,6%	99,0%	99,6%	99,8%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,0%	6,3%	6,3%	6,2%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Udział kapitału obcego	2,4%	1,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,1%	13,2%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	923	945	969	996	1026	1059	1096	1139	1188
	1,0	866	885	905	927	952	979	1010	1045	1084
	1,1	815	831	848	867	888	911	936	964	996
	1,2	770	783	798	814	832	851	872	895	922
	1,3	729	741	753	767	782	798	816	836	857
	1,4	692	702	713	725	738	751	767	783	801
	1,5	658	667	677	687	698	710	723	737	752

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	4,5%	967	992	1019	1049	1083	1122	1165	1215	1272
	5,5%	858	876	896	918	942	968	998	1031	1069
	6,5%	770	783	798	814	832	851	872	895	922
	7,5%	697	708	719	731	744	758	774	791	809
	8,5%	637	645	653	663	673	683	695	708	721
	9,5%	585	592	598	606	613	622	631	640	650
	10,5%	541	546	552	557	563	570	577	584	592

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	4,5%	1245	1198	1158	1122	1089	1061	1034	1011	989
	5,5%	1072	1033	998	968	941	918	896	877	859
	6,5%	939	905	876	851	829	809	791	775	761
	7,5%	833	804	780	758	740	723	708	695	683
	8,5%	747	722	701	683	668	654	641	630	620
	9,5%	676	655	637	622	608	596	586	577	568
	10,5%	616	598	583	570	558	548	540	532	525

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **812 PLN**, natomiast do globalnych **1 050 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy je w naszej wycenie, nadając im wartość odpowiednio po 15%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
Big Cheese Studio	9,7	6,6	-	7,5	4,7	-
CD Projekt	37,1	58,8	95,9	24,7	40,5	42,6
CI Games	12,9	46,9	-	6,3	16,8	-
Creepy Jar	20,8	8,5	9,3	15,6	6,0	5,9
PCF Group	43,0	25,0	6,9	26,2	13,1	-
PlayWay	15,0	13,1	10,9	10,5	9,2	7,5
Mediana	17,9	19,0	10,1	13,1	11,2	7,5
11 bit studios*	81,1	9,2	9,9	84,2	6,0	5,1
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	352,8%	-51,7%	-2,0%	545,0%	-46,6%	-32,8%
Wycena wg wskaźnika	162,1	1 520,2	748,7	123,8	1 293,7	1 022,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		810,3			813,5	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	812					

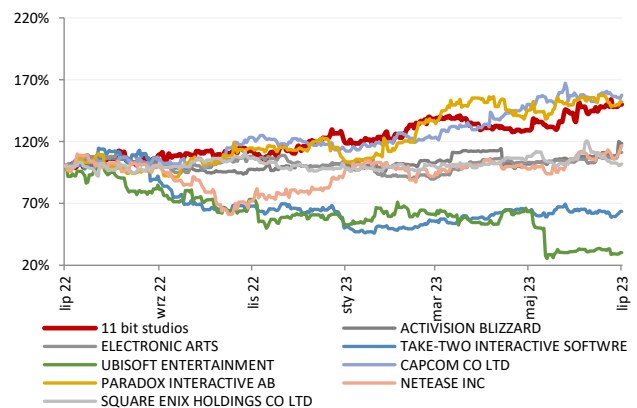
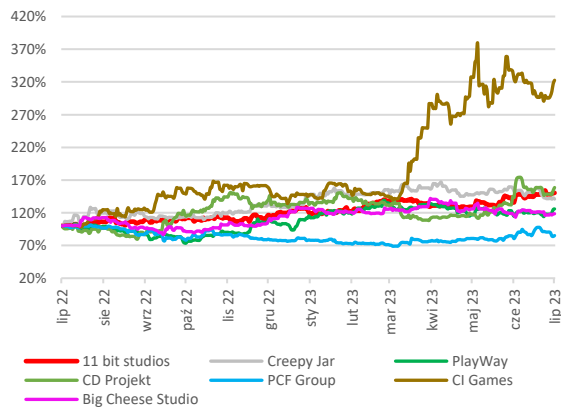
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-skoryg. o Program Motywacyjny

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
ACTIVISION BLIZZARD INC	22,6	21,3	20,3	17,5	15,2	13,3
ELECTRONIC ARTS INC	22,0	19,7	18,0	15,2	14,0	12,2
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	43,9	45,7	19,6	29,5	29,8	14,8
UBISOFT ENTERTAINMENT	-7,7	20,2	13,1	4,9	4,9	4,0
EMBRACER GROUP AB	4,1	6,1	5,3	5,0	4,7	3,6
CAPCOM CO LTD	41,2	36,0	31,9	25,8	21,9	18,9
PARADOX INTERACTIVE AB	32,7	30,3	27,1	15,0	13,1	11,8
NETEASE	20,0	18,3	16,7	14,6	12,4	10,9
SQUARE ENIX	17,4	17,8	17,5	10,7	7,8	7,1
Mediana	22,0	20,2	18,0	15,0	13,1	11,8
11 bit studios*	81,1	9,2	9,9	84,2	6,0	5,1
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	269,4%	-54,4%	-44,8%	461,6%	-54,4%	-57,1%
Wycena wg wskaźnika	198,7	1 610,8	1 330,3	140,5	1 497,8	1 523,4
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 046,6			1 053,9	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1 050					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-skoryg. o Program Motywacyjny

Zachowanie kursów od lipca 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

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

2. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

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

3. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

4. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

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

5. Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych

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

6. Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty

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

7. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej

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

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

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

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

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

9. Ryzyko braku atrakcyjnych tytułów do pozyskania przez wydawnictwo

Podaż atrakcyjnych projektów zewnętrznych jest ograniczona. Może się zdarzyć sytuacja, w której przez dłuższy czas spółka nie będzie mógł znaleźć produktu, który będzie spełniał wszystkie oczekiwania.

10. Ryzyko zmian stóp procentowych

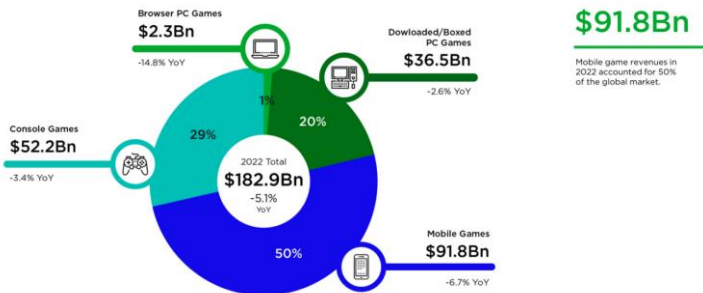
Spółka w niewielkim stopniu lokuje nadwyżki środków w oprocentowane aktywa stąd nie jest istotnie narażona na ryzyko związane ze zmianami stóp procentowych. 11b lokuje środki pieniężne w inwestycje oparte o stałą stopę procentową. Główne ryzyko zmiany stóp procentowych związane jest z instrumentami dłużnymi, jednakże w 2022 i 2021 roku spółka nie korzystała z zewnętrznych instrumentów dłużnych o zmiennym.

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo w 2022 roku światowy rynek gier odnotował niewielki spadek, a całkowite przychody stopniały o 5,1% r/r. Tym samym był to rok korekcyjny dla rynku po dwóch latach wzrostu napędzanego obostrzeniami związanymi z pandemią. Prognozy firmy analitycznej wskazują, że zarówno w 2023 roku, jak i w kolejnych latach, rynek gier będzie kontynuował trend wzrostowy. Według szacunków Newzoo, do 2025 roku będzie rozwijać się on średniorocznie o 2,9%, osiągając na koniec tego okresu wartość 206,4 mld USD.

Na przestrzeni 2022 r. przychody z gier mobilnych stanowiły 50% światowego rynku, osiągając 91,8 miliarda USD. Drugi najwyższy całkowity przychód pochodził z konsol i wyniósł 52,2 miliarda USD (-o 3,4% r/r). W tym czasie największy spadek r/r odnotowały przychody z gier przeglądarkowych (-14,8% r/r) do poziomu 2,3 mld USD.

Podział rynku gamingowego w 2022 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r

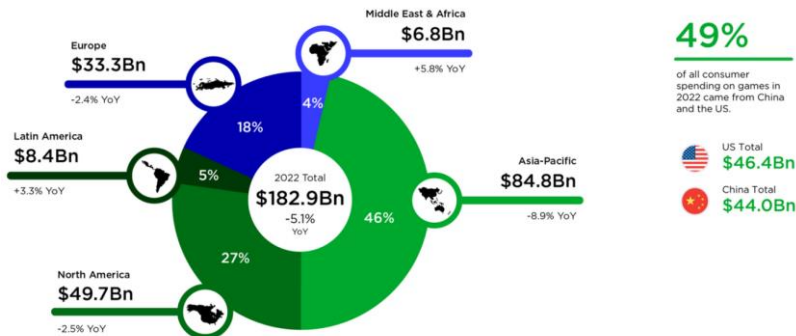


Źródło: Newzoo

W większości regionów, przychody z gier spadły w 2022 roku. Pozytywnie wyróżniły się takie obszary świata jak Ameryka Łacińska, Bliski Wschód i Afryka (stanowiły łącznie 9% łącznych przychodów), które zanotowały wzrost r/r. Przychody z rynku gier w Ameryce Łacińskiej wzrosły o 3,3% w porównaniu do poprzedniego roku, podczas gdy na Bliskim Wschodzie i w Afryce zanotowano wzrost przychodów o 5,8%.

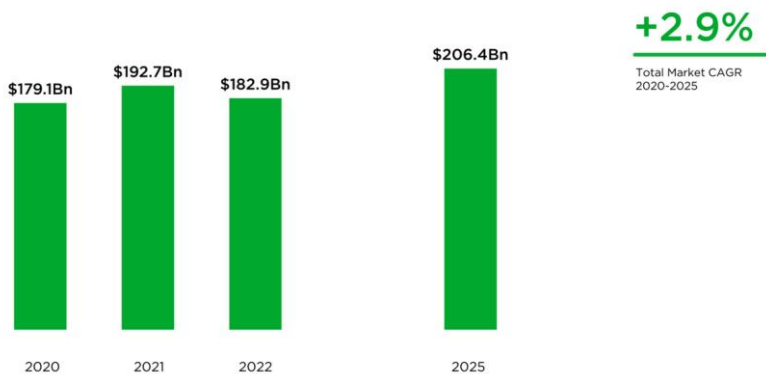
W kontekście globalnym Chiny i Stany Zjednoczone były głównymi potęgami pod względem wydatków użytkowników na gry. Te dwa regiony odpowiadały za 49% wszystkich wydatków konsumenckich na ten rodzaj rozrywki.

Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



Źródło: Newzoo

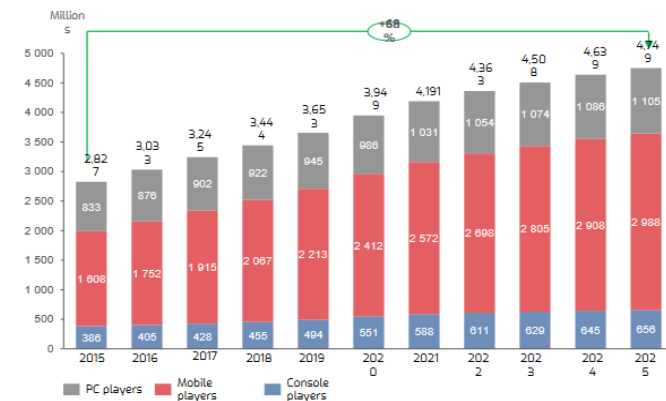
Wartość rynku gier 2020-2025



Źródło: Newzoo

Według prognoz firmy analitycznej na przestrzeni 2023-2025 globalna liczba graczy wzrośnie o 386 mln do poziomu 4,75 mld, z czego 62,9% stanowią będą gracze mobilni, 23,3% PCtowi, a 13,8% konsolowi.

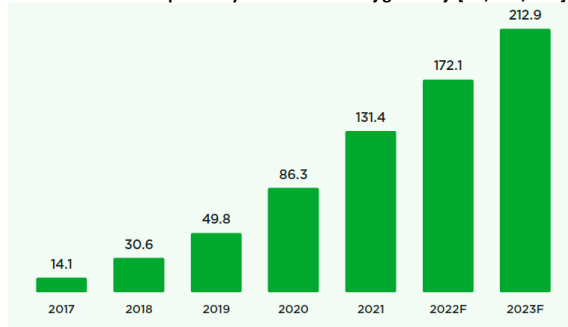
Prognozowana liczba graczy w podziale na platformę 2023-25 [mln]



Źródło: Newzoo

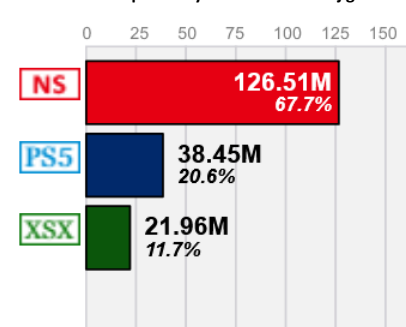
Globalne wyzwania związane z przerwaniem łańcuchów dostaw, w szczególności niedobór półprzewodników, doprowadziły do problemów z dostępnością konsol obecnej generacji (PS5 i Xbox Series X|S). Po dwóch latach zawirowań, wiele z tych problemów zostało rozwiązanych, a podaż tych urządzeń zaczyna doganiać popyt. Firma analityczna Newzoo szacuje, że skumulowana ilość sprzedanych konsol obecnej generacji (NS, PS5, XSX) wzrośnie do 212,9 mln na koniec 2023 r. Na koniec maja '23 łączna sprzedaż kształtuje się na poziomie 186,9 mln, z czego za 67,7% odpowiada NS (126,5 mln), 20,6% PS5 (38,5 mln), a za 11,7% XSX (22,0 mln).

Skumulowana ilość sprzedanych konsol obecnej generacji [NS, PS5, XSX]



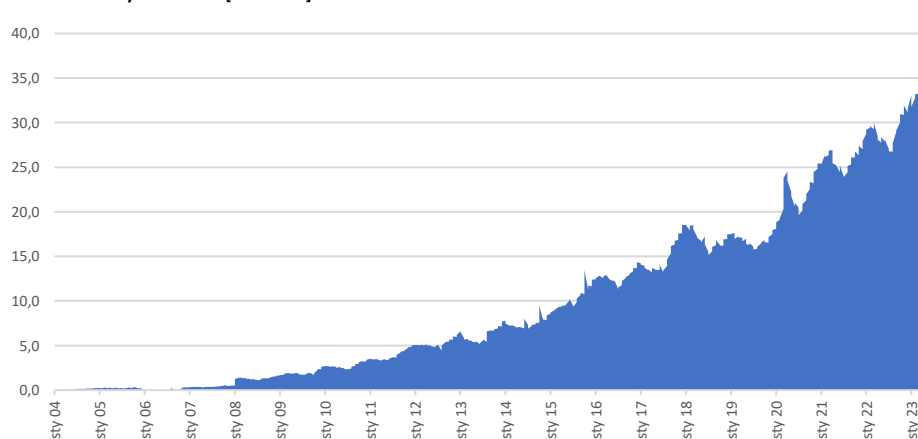
Źródło: Newzoo

Aktualna ilość sprzedanych konsol obecnej generacji [mln sztuk]



Źródło: vgchartz.com

Steam – liczba użytkowników [mln sztuk]



Źródło: steamdb.info; Dom Maklerski BDM S.A.

W latach 2015-2020 r. wzrost przychodów z gier na konsole rósł znacznie szybciej niż tych przeznaczonych na PC. W tym okresie baza użytkowników konsolowych rosła dwa razy szybciej niż odbiorcy PC. Na przestrzeni 2021-22 r. problemy z dostępnością sprzętu spowodowane przerwaniem globalnych łańcuchów dostaw przełożyły się na zahamowanie wzrostu na rynku konsolowym.

Globalne przychody z gier na PC i konsole w latach 2015-2022 [mld USD]



Źródło: Newzoo

Firma analityczna Newzoo prognozuje dynamiczny wzrost rynku gier PC'owych i konsolowych w kolejnych latach. W 2023 r. obecna generacja konsol powinna znaleźć wielu, nowych właścicieli, a premiery które będą miały miejsce na przestrzeni tego roku powinny sprzyjać wydawaniu pieniędzy przez graczy. Rosnąca baza konsol i spora ilość nowego kontentu (gier) będzie sprzyjać w zwiększaniu przychodów z tego segmentu w kolejnych latach.

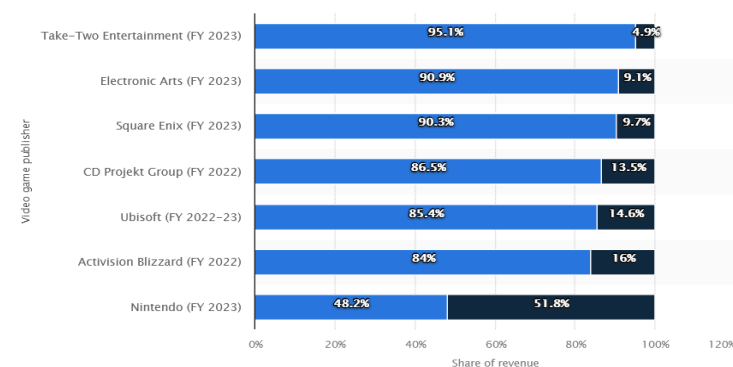
Globalne przychody z gier na PC i konsole w latach 2020-2025 [mld USD]



Źródło: Newzoo

Kanał sprzedaży cyfrowej odpowiada obecnie za większość przychodów generowanych na rynku gier. Wygoda, częste wyprzedaże, dodatkowe treści cyfrowe, a ostatnio wybuch pandemii COVID-19 sprawiły, że gracze wydają większość swoich pieniędzy w formie cyfrowej. Firma Take-Two Interactive, wygenerowała około 95,1% przychodów ze sprzedaży cyfrowej. Wydawca gier Electronic Arts był drugą w rankingu firmą zajmującą się grami, która pomyślnie przeszła na zarabianie na treściach cyfrowych. EA wygenerowało 90,9% swoich przychodów netto w roku budżetowym 2023 z cyfrowej sprzedaży.

Udział przychodów cyfrowych i niecyfrowych głównych wydawców gier wideo na przestrzeni ostatniego roku [%]



Źródło: statista.com

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23

Wyniki 11 bit studios za 1Q'23 były zbliżone do naszych oczekiwań i konsensusu, stąd odebraliśmy je **neutralnie**. W omawianym okresie spółka wypracowała **14,8 mln PLN przychodów** (vs 12,9 mln PLN BDM), czyli 16,8% mniej r/r. Z tej kwoty 40% stanowiły przychody z wydawnictwa, czyli 5,9 mln PLN (vs nasze prognozy na poziomie 3,9 mln PLN). Rok wcześniej wskaźnik ten wynosił 23%. Warto zauważyć, że spadek przychodów r/r wynikał przede wszystkim z wysokiej bazy porównawczej sprzed roku. W 1Q'22 11b, w reakcji na inwazję Rosji na Ukrainę, zdecydowało o przeprowadzeniu akcji polegającej na przekazaniu całości dochodów ze sprzedaży gry „This War of Mine”, zebranych przez pierwszy tydzień po ogłoszeniu akcji, czyli aż 850 tys. USD na rzecz Ukraińskiego Czerwonego Krzyża. Ponadto w przychodach spółki w omawianym kwartale zauważalny udział miały też przychody ze sprzedaży planszowej wersji „Frostpunka” (zadebiutowała w sklepach 23 lutego 2023 roku). W minionym kwartale **koszty operacyjne** spółki sięgnęły 12,9 mln PLN czyli były o 8,0% niższe r/r (w okresie porównawczym koszty operacyjne obciążone były wspomnianą wyżej darowizną, która wyniosła 3,7 mln PLN. W 1Q'23 **usługi obce** urosły o 39,9% r/r i 61,2% q/q do poziomu 7,7 mln PLN (52,3% udział w przychodach vs 32,9% w 4Q'22). Pozycja ta zawiera głównie tantiemy należne producentom „Moonlightera” i „Children of Morta”. Istotną składową usług obcych były też koszty usług marketingowych, które r/r wzrosły o przeszło 60% i w skali kwartału osiągnęły siedmiocyfrową wartość. Wzrost był pochodną rosnących wydatków związanych z przygotowaniem do zbliżających się premier gier własnych i z wydawnictwa. **Wynagrodzenia** wyniosły 3,3 mln PLN (+14,7% r/r, +3,4% q/q). Przypominamy, że pozycja ta zawiera niegotówkową rezerwę (0,8 mln PLN na poczet kosztów Programu Motywacyjnego na lata 2021-2025 roku). Zauważalną pozycją kosztów operacyjnych 11b w 1Q'23, wynoszącą 1,1 mln PLN (-28,5% r/r, 15,3% q/q), była też amortyzacja. Jej spadek wynikał z zakończenia amortyzacji nakładów poniesionych na gry własne i z wydawnictwa, których premiery miały miejsce kilka lat, bądź kilka kwartałów temu. 11b na poziomie **EBITDA** wypracowała 3,0 mln PLN (-43,5% r/r), a **skoryg. EBITDA** w 1Q'23 wyniosła 3,8 mln PLN (-39,0% r/r). Przychody finansowe spółki w omawianym kwartale wyniosły 2,0 mln PLN (+11,4% r/r), z czego 0,4 mln PLN dotyczy odsetek z lokat bankowych, 0,4 mln PLN z odsetek z obligacji, a 0,8 mln PLN wycena instrumentów finansowych (Starward Industries). Koszty finansowe wyniosły 1,0 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 1Q'22), z czego 0,2 mln PLN to odsetki od kredytów, 0,2 mln PLN wycena IRS, a ,6 mln PLN różnice kursowe. Udziały w zysku Fool's Theory wyniosły 0,1 mln PLN (vs -130,6 tys. PLN w 4Q'22), **co pozytywnie nas zaskoczyło** (zakładaliśmy stratę równą 0,1 mln PLN). Na poziomie **zysku netto** spółka wypracowała w 1Q'23 2,5 mln PLN zysku netto (-34,7% r/r). **Wyniki za 1Q'23 były istotnie lepsze niż zakładane wewnętrznie przez 11b w budżecie na ten okres**. W 1Q'23 CF operacyjny spółki wyniósł 2,0 mln PLN, CF inwestycyjny = -5,2 mln PLN, a CF finansowy = -0,6 mln PLN. Na koniec marca'23 łączna wartość aktywów finansowych 11b (gotówki na rachunkach bankowych plus bezpiecznych instrumentów finansowych), wynosiła 77,2 mln PLN (-10,1 mln PLN q/q). **Produkcja wszystkich tytułów wewnętrznych odbywała się zgodnie z zaplanowanym na bieżący rok harmonogramem**. „Frostpunk 2” i „The Alters” w 1Q'23, ze względu na stopień zaawansowania produkcji, przeszły pierwszą rundę testów zewnętrznych. Kolejne rundy testów zewnętrznych planowane są w dalszych okresach. Premiera „polskich” gier z wydawnictwa planowana jest w 2023 roku („The Thaumaturge” i „The Invincible”). Spółka planuje wydać wszystkie gry własne do końca 2025 r. Doroczna konferencja inwestorska odbędzie się 14 czerwca 2023 r.

Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.	1Q'23P kons.	odchyl.
Przychody	17,8	14,8	-16,8%	12,9	14,7%	12,9	14,0%
EBITDA	5,3	3,0	-43,5%	3,2	-5,5%	3,3	-9,0%
EBITDA adj.	6,2	3,8	-39,0%	3,9	-3,3%	-	-
EBIT	3,7	1,9	-49,7%	1,9	0,4%	1,9	0,0%
Zysk (strata) brutto	5,4	2,9	-46,6%	2,5	14,4%	-	-
Zysk (strata) netto	3,8	2,5	-34,7%	2,1	16,5%	2,4	4,0%
Marża EBITDA	64,0%	20,3%		24,6%		25,5%	
Marża EBITDA adj.	66,0%	25,6%		30,3%		-	
Marża EBIT	55,4%	12,7%		14,5%		14,5%	
Marża zysku netto	53,9%	16,6%		16,4%		18,7%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-adj. o wpływ PM

- W 1Q'23 spółka wypracowała 14,8 mln PLN przychodów, czyli 16,8% mniej r/r. Z tej kwoty 40% stanowiły przychody z wydawnictwa, czyli 5,9 mln PLN (vs nasze prognozy na poziomie 3,9 mln PLN). Rok wcześniej wskaźnik ten wynosił 23%. Warto zauważyć, że spadek przychodów r/r wynikał przede wszystkim z wysokiej bazy porównawczej sprzed roku. W 1Q'22 11b, w reakcji na inwazję Rosji na Ukrainę, zdecydowało o przeprowadzeniu akcji polegającej na przekazaniu całości dochodów ze sprzedaży gry „This War of Mine” (zebranych przez pierwszy tydzień po ogłoszeniu akcji, czyli aż 850 tys. USD) na rzecz Ukraińskiego Czerwonego Krzyża. Wspomniana kwota zwiększyła zauważalnie przychody spółki w 1Q'22.
- W przychodach spółki w omawianym kwartale zauważalny udział miały też przychody ze sprzedaży planszowej wersji „Frostpunka”. Gra w tej wersji, za stworzenie której odpowiadała firma Glass Canon, zadebiutowała w sklepach 23 lutego 2023 roku.

- Koszty operacyjne Spółki w 1Q'23 sięgnęły 12,9 mln PLN czyli były o 8,0% niższe r/r (w okresie porównawczym koszty operacyjne obciążone były wspomnianą wyżej darowizną, która wyniosła 3,7 mln PLN).
- W 1Q'23 usługi obce urosły o 39,9% r/r i 61,2% q/q do poziomu 7,7 mln PLN (52,3% udział w przychodach vs 32,9% w 4Q'22). Pozycja ta zawiera głównie tantiemy należne producentom „Moonlightera” i „Children of Morta”. Istotną składową usług obcych były też koszty usług marketingowych, które r/r wzrosły o przeszło 60% i w skali kwartału osiągnęły siedmiocyfrową wartość. Wzrost był pochodną rosnących wydatków związanych z przygotowaniem do zbliżających się premier gier własnych i z wydawnictwa. Wynagrodzenia = 3,3 mln PLN (+14,7% r/r, +3,4% q/q). Przypominamy, że pozycja ta zawiera niegotówkową rezerwę (0,8 mln PLN na poczet kosztów Programu Motywacyjnego na lata 2021-2025 roku).
- Zauważalną pozycją kosztów operacyjnych 11b w 1Q'23, wynoszącą 1,1 mln PLN (-28,5% r/r, 15,3% q/q), była też amortyzacja. Jej spadek wynikał z zakończenia amortyzacji nakładów poniesionych na gry własne i z wydawnictwa, których premiery miały miejsce kilka lat, bądź kilka kwartałów temu.
- 11b na poziomie EBITDA wypracowała 3,0 mln PLN (-43,5% r/r), a skoryg. EBITDA w 1Q'23 wyniosła 3,8 mln PLN (-39,0% r/r).
- Przychody finansowe spółki w 1Q'23 wyniosły 2,0 mln PLN (+11,4% r/r), z czego 0,4 mln PLN dotyczy odsetek z lokat bankowych, 0,4 mln PLN z odsetek z obligacji, a 0,8 mln PLN wycena instrumentów finansowych (Starward Industries). Koszty finansowe wyniosły 1,0 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 1Q'22), z czego 0,2 mln PLN to odsetki od kredytów, 0,2 mln PLN wycena IRS, a 0,6 mln PLN różnice kursowe.
- Udziały w zysku Fool's Theory wyniosły 0,1 mln PLN vs -130,6 tys. PLN w 4Q'22.
- Na poziomie zysku netto spółka wypracowała w 1Q'23 2,5 mln PLN zysku netto (-34,7% r/r).
- Wyniki za 1Q'23 były istotnie lepsze niż zakładane wewnętrznie przez 11b w budżecie na ten okres.
- W 1Q'23 CF operacyjny spółki wyniósł 2,0 mln PLN, CF inwestycyjny = -5,2 mln PLN, a CF finansowy = -0,6 mln PLN. Na koniec marca'23 łączna wartość aktywów finansowych 11b (gotówki na rachunkach bankowych plus bezpiecznych instrumentów finansowych), wyniosła 77,2 mln PLN (-10,1 mln PLN q/q).
- Niezakończone prace rozwojowe urosły q/q o 12,2 mln PLN do poziomu 108,4 mln PLN.
- W obszarze produkcji gier własnych 11b w 1Q'23 kontynuowało produkcję: „Frostpunka 2”, „The Alters” i Projektu 8”. Zespoły odpowiadające za ich stworzenie, dzięki systematycznej rozbudowie, na dzień publikacji sprawozdania liczyły odpowiednio: ponad 70 osób, blisko 40 osób i prawie 50 osób. Rosnące zasoby produkcyjne przekładały się na wzrost wydatków na produkcję gier. W 1Q'23 nakłady na ten cel sięgnęły już 12,1 mln PLN w obrotach vs 9,5 mln PLN w okresie porównawczym. **Produkcja wszystkich tytułów wewnętrznych odbywała się zgodnie z zaplanowanym na bieżący rok harmonogramem. Dwie pierwsze gry, w 1Q'23, ze względu na stopień zaawansowania produkcji, przeszły pierwszą rundę testów zewnętrznych. Kolejne rundy testów zewnętrznych planowane są w dalszych okresach.**
- **Premiera „polskich” gier z wydawnictwa planowana jest w 2023 roku („The Thaumaturge” i „The Invincible”).** W obu przypadkach w 1Q'23 prowadzone były intensywne działania promocyjne poprzedzające zbliżające się premiery, których wymiernym efektem były systematyczne awanse produkcji na liście najbardziej oczekiwanych premier Steam (wishliście). W ramach tych działań 27 lutego 2023 roku miała miejsce premiera pierwszego trailera filmowego „The Thaumaturge”, która spotkała się z bardzo pozytywnym odbiorem fanów.
- CEO przyznaje, że o wynikach 11b w dłuższym, kilkuletnim horyzoncie decydowały będą przede wszystkim premiery tytułów własnych, nad którymi spółka pracuje już od kilku lat, czyli „Frostpunka 2”, „The Alters” oraz „P8”. Spółka czeka niecierpliwie, aż będzie mogła podzielić się z inwestorami szczegółowymi informacjami na temat zbliżających się premier, które o czym jest przekonana, **wszystkie wydarzą się przed końcem 2025 roku.**
- **Doroczna konferencja inwestorska odbędzie się 14 czerwca 2023 r.**

FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZA NA 2Q'23

Prognozy wyników na 2Q'2023 [mln PLN]

	2Q'22	2Q'23P	zmiana r/r	1H'22	1H'23P	zmiana r/r
Przychody	28,0	8,8	-68,6%	45,8	23,6	-48,4%
EBITDA	11,2	-2,6	-122,8%	16,5	0,5	-97,2%
EBITDA adj.	11,9	-1,8	-114,8%	18,1	2,0	-88,8%
EBIT	9,7	-3,7	-137,9%	13,4	-1,8	-113,3%
Zysk brutto	12,5	1,2	-90,7%	17,8	4,0	-77,4%
Zysk netto	11,3	1,0	-91,2%	15,1	3,5	-77,1%
Marża EBITDA	29,9%	-29,0%		36,0%	1,9%	
Marża EBITDA adj.	66,0%	-20,0%		39,6%	8,6%	
Marża EBIT	21,1%	-41,6%		29,3%	-7,5%	
Marża zysku netto	21,2%	11,3%		32,9%	14,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; *-adj. o wpływ PM

2Q'23 dla spółki to kwartał, w którym jej portfolio gier uczestniczyło w kilku wyprzedających („Earth Appreciation Festival” w kwietniu, Publishare Sale na początku czerwca i Grand Collection Sale w ostatnich dniach minionego miesiąca). Wprowadzane przez warszawskiego dewelopera regularne akcje promocyjne skutkują coraz większym nasyceniem graczy portfelem 11b, co przekłada się na ich coraz słabszy efekt przychodowy. Mając powyższe na uwadze, szacujemy, że IP „Frostpunk” wygenerowało w tym okresie ok. 6,0 mln PLN przychodów. Prognozujemy, że segment wydawniczy odpowiadał za ok. 30% całości (2,7 mln PLN). Zwracamy uwagę na wysoką bazę wynikową. Przypominamy, że w 2Q'22 w ramach umowy z Netflixem gra „Moonlighter” w wersji na urządzenia mobilne z systemami operacyjnymi iOS i Android była dostępna bezpłatnie na tej platformie (historycznie największa umowa tego typu podpisana przez 11b), co znacząco podbiło wyniki tamtego okresu. W związku z licznymi działaniami marketingowymi spółki na przestrzeni omawianego kwartału, oczekujemy wzrostu kosztów marketingowych. Tym samym pomimo spadku tantiem, zakładamy zbliżony poziom usług obcych do 1Q'23. Mając na uwadze znaczący wzrost kursu akcji Starward Industries na przestrzeni 2Q'23 zakładamy ok. 3,5 mln PLN przychodów finansowych z tego tytułu. Ponadto oczekujemy neutralnej kontrybucji wyników od Fool's Theory. W całym 2Q'23 prognozujemy 8,8 mln PLN przychodów, -1,8 mln PLN adj. EBITDA, -3,7 mln PLN EBIT oraz 1,0 mln PLN zysku netto.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

- Nadchodzące miesiące w spółce zapowiadają się bardzo ciekawie. Już w 2H'23 czekają nas dwie premiery z segmentu wydawniczego, tj. „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”. Oczekujemy, że pierwsza z nich zadebiutuje na przełomie września/października, natomiast nowa produkcja od Fool's Theory pojawi się w późniejszych miesiącach 4Q'23.
- Ostatnia informacja o umowie z Microsoft na udostępnienie wybranych gier w programie Game Pass rzuca nowe światło na potencjalny przebieg debiutów części nowych produkcji. Kierując się licznymi wypowiedziami przedstawicieli Starward Industries, oczekujemy, że jednym z projektów, który trafi do tej usługi będzie „The Invincible”, a sama umowa będzie na tyle satysfakcjonująca, że wpływy z niej będą przewyższały koszty poniesione przez wydawcę i dewelopera. W całym 2023 r. zakładamy udział w przychodach wyżej wspomnianym tytułów na poziomie 20,0 mln PLN/ 22,4 mln PLN.
- Ponadto w 2H'23 zadebiutuje długo wyczekiwana gra mobilna „Frostpunk Mobile”, oczekujemy jednak, że do wyników spółki zacznie kontrybuować od 2024 r.
- Prognozujemy, że w 2023 r. 11 bit studios będzie w stanie wypracować 82,8 mln PLN przychodów, 21,8 mln PLN EBITDA oraz 19,8 mln PLN zysku netto.
- W 1H'24 oczekujemy premier dwóch własnych produkcji. Pierwszą grą, która naszym zdaniem zadebiutuje na rynku (1Q'24) będzie „Frostpunk 2” (PC, a pół roku później konsole). Prognozujemy, że w rok od premiery sprzeda się w nakładzie ok. 1,9 mln kopii, co przełoży się na 150,4 mln PLN przychodów. W 2Q'24 zakładamy premierę „The Alters” (PC + konsole). Szacujemy, że tytuł ten rozejdzie się w nakładzie 1,5 mln sztuk, tym samym wygeneruje 98,4 mln PLN przychodów. Ponadto w 1Q'24 zadebiutuje nowo ogłoszony projekt „N”. Natomiast w późniejszej części 2024 r. (2H'24) liczymy na kolejne debiuty gier z segmentu wydawniczego, czyli projektu „Botin” oraz „Ava”. W całym 2024 r. prognozujemy 364,0 mln PLN przychodów, 273,3 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 199,8 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23P	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	14,9	21,0	13,6	21,0	17,8	28,0	13,8	14,6	14,8	8,8	7,9	51,3
EBITDA	6,4	13,4	5,8	13,4	5,3	11,2	4,1	5,3	3,0	-2,6	-3,6	21,8
EBITDA adj.	7,2	14,3	5,9	13,8	6,2	11,9	4,8	6,1	3,8	-1,8	-2,9	22,6
EBIT	3,4	11,1	3,9	11,6	3,7	9,7	2,6	4,0	1,9	-3,7	-4,7	18,9
Zysk brutto	4,3	10,7	4,7	12,1	5,4	12,5	5,5	3,9	2,9	1,2	-4,4	23,6
Zysk netto	3,6	9,7	4,1	11,3	3,8	11,3	4,9	2,9	2,5	1,0	-3,8	20,2
Marża EBITDA	42,9%	63,8%	42,6%	64,0%	29,9%	39,9%	29,4%	36,4%	20,3%	-29,0%	-46,2%	42,6%
Marża EBITDA adj.	48,5%	68,1%	43,3%	65,9%	34,9%	42,5%	34,7%	41,5%	25,6%	-20,0%	-36,2%	44,1%
Marża EBIT	23,1%	52,7%	28,9%	55,4%	21,1%	34,5%	18,6%	27,3%	12,7%	-41,6%	-60,2%	36,8%
Marża zysku netto	23,9%	46,5%	30,1%	53,9%	21,2%	40,4%	35,3%	20,0%	16,6%	11,3%	-47,7%	39,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-adj. o koszty PM 21-25

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	27,5	19,5	82,8	71,7	87,4	70,4	74,3	82,8	364,0	412,3	323,2	481,9	542,6
EBITDA	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	39,0	25,9	18,6	270,2	293,6	211,7	360,0	412,7
EBITDA adj.	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	41,2	29,0	21,8	273,3	296,8	211,7	360,0	412,7
EBIT	14,1	7,6	47,0	23,9	40,8	30,0	20,0	12,4	216,0	202,2	108,0	275,3	335,1
Zysk brutto	15,7	4,4	48,2	25,0	40,7	31,8	27,2	23,2	222,5	207,3	112,4	279,4	339,0
Zysk netto	12,9	3,4	37,6	21,7	37,4	28,7	22,9	19,8	199,8	185,1	99,6	251,1	305,6
Marża EBITDA	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	55,3%	34,8%	22,5%	74,2%	71,2%	65,5%	74,7%	76,0%
Marża EBITDA adj.	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	58,5%	39,0%	26,3%	75,1%	72,0%	65,5%	74,7%	76,0%
Marża EBIT	51,4%	39,1%	56,8%	33,3%	46,7%	42,7%	26,9%	14,9%	59,3%	49,0%	33,4%	57,1%	61,8%
Marża zysku netto	47,0%	17,6%	45,4%	30,3%	42,7%	40,8%	30,8%	24,0%	54,9%	44,9%	30,8%	52,1%	56,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka ;*-adj. o koszty PM 21-25

„Frostpunk 2”:

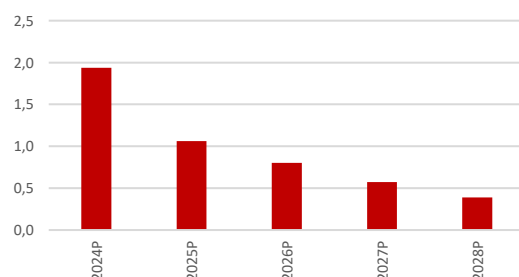
- Gra znajduje się fazie pełnej produkcji (zespół ok. 75 osób, docelowo ma sięgnąć ok. 80), a prace nad tym projektem przebiegają bardzo sprawnie. „FP2” ma za sobą kilka zewnętrznych testów, w których spółce udało się uzyskać bardzo pozytywne reakcje odbiorców. 11b planuje playtestować każdy kolejny milestone. Jesienią’23 zakładane jest osiągnięcie poziomu alpha, w którym wszystkie główne mechaniki będą grywalne.
- W kolejnych fazach kampanii marketingowej spółka zamierza pokazać „FP2” prasie na sierpniowym Gamescomie, we wrześniu natomiast planowany jest pokaz w USA (PAX West), po którym nastąpi odsłona gameplay’a gry. Aktualna wishlista tego tytułu przekroczyła 1 mln zapisów (7 największa wishlista na Steam), co jest poziomem ponad 2,6x większym niż bezpośrednio przed premierą pierwszej części (377,5 tys. zapisów).
- Tak jak zaznaczaliśmy w naszej ostatniej rekomendacji, oczekujemy iż gracze zostaną zaskoczeni skalą ewolucji tej gry. Spodziewamy się, że oprócz znacznej rozbudowy świata/mechanik, które znamy z FP1, zostaną wprowadzone znacznie szersze możliwości polityczne, czy interakcja z AI, co powinno przełożyć się na jeszcze większe zainteresowanie graczy tym IP.

Obrazy promujące grę „Frostpunk 2”


Źródło: spółka



- Prognozujemy, że łączny budżet gry sięgnie 64 mln PLN (60 mln PLN produkcja, 4 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w 1Q’24.
- Podtrzymujemy nasze założenie co do sprzedaży 1,9 mln kopii w pierwszym roku od debiutu, mimo zakładanego w naszym modelu przesunięcia premiery na konsole o pół roku (na 3Q’24 – celem jest równoległa premiera na wszystkich platformach ale tutaj jeszcze nie ma 100% pewności, że tak będzie), co wynika z dynamicznie budującej się społeczności tego tytułu. Przypominamy, że w analogicznym okresie od premiery pierwsza część z tej serii rozeszła się w nakładzie 1,4 mln sztuk (tylko PC).

Prognozowana sprzedaż gry „Frostpunk 2” [mln sztuk]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

pozycja „FP2” na Steam Global Top Wishlist


Źródło: games-popularity.com

„The Alters”

- Podobnie jak „FP2” tak „The Alters” znajdują się w fazie pełnej produkcji, nad którą czuwa zespół złożony z aktualnie ok. 40 osób. Już w tym momencie tytuł ten jest grywalny od początku do końca. Również ten projekt ma za sobą zewnętrzne testy, po których spółka dostała bardzo dużo pozytywnych informacji zwrotnych, a sama gra została odebrana bardzo dobrze. Aby cały czas mieć pod kontrolą jakość, 11b zamierza playtestować każdy kolejny milestone „The Alters”. Podobnie jak we Frospunku, jesienią’23 zakładane jest osiągnięcie poziomu alpha tej produkcji.
- W nadchodzących miesiącach „bici” zaprezentują, czym ta gra jest i jak będzie wyglądać. „The Alters” wraz z „Frostpunkiem 2” uczestniczyć będzie najpierw na sierpniowym (Gamescom) pokazie dla prasy, później we wrześniu na trasie po USA, po którym nastąpi odsłona gameplay’a gry. Aktualna wishlista tego tytułu kształtuje się w okolicach 175 tys. zapisów (108 największa na Steam).

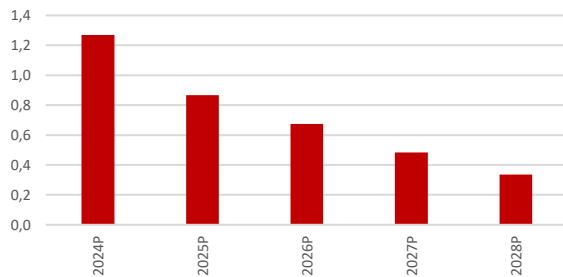
Pierwsze obrazy promujące grę „The Alters”:



Źródło: spółka

- Prognozujemy, że łączny budżet gry sięgnie 40 mln PLN (35 mln PLN produkcja, 5 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w 2Q’24 (jednocześnie na wszystkich głównych platformach).
- Zmianom vs nasza poprzednia rekomendacja nie ulega prognozowana przez nas sprzedaż „The Alters”. Oczekujemy, że tytuł ten będzie w stanie sprzedać się w nakładzie ok. 1,5 mln kopii (PC + konsole) w rok od premiery.

Prognozowana sprzedaż gry „The Alters” [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozycja „The Alters” na Steam Global Top Wishlist



Źródło: games-popularity.com

„Projekt 8”:

- Jest to obecnie największy i najbardziej ambitny projekt realizowany w spółce. Po perturbacjach, które ta gra przechodziła na przestrzeni 2022 r., pod koniec minionego roku produkcja wróciła na właściwe tory, a prace nad nią postępują zgodnie z wyznaczonym harmonogramem. Za stworzenie tytułu odpowiada, budowany od podstaw, zespół deweloperski, który aktualnie liczy ok. 50 osób (docelowo sięgnie 70-80). Zdaniem spółki pod kątem koncepcyjnym i technologicznym można uznać ten projekt za pioniera. Już za kilka tygodni gra trafi do pierwszych zewnętrznych testów.
- W związku z natłokiem działań marketingowych nad innymi grami własnymi i wydawniczymi, spółka zdecydowała się przesunąć odsłonę informacji na temat tego projektu na 2024 r.

Pierwsze obrazy z gry „Projekt 8”:



Źródło: spółka

- Podczas ostatniej konferencji inwestorskiej zarząd poinformował, że premiera gry mieści się w oknie programu motywacyjnego. Mając powyższe na uwadze zakładamy jej debiut w 2Q’25. Szacujemy, że do tego czasu jej łączny budżet sięgnie 55 mln PLN (50 mln PLN produkcja, 5 mln PLN marketing). Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży 2 mln kopii w rok od premiery.

Główne założenia – własne produkcje

	2018	2019	2020P	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż kopii [mln]									
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,9	1,1	0,8
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,9	0,7
Przychody [mln PLN]									
Frostpunk	53,0	28,3	51,2	32,0	32,0	24,6	14,4	6,9	4,3
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	127,9	83,5
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	150,4	62,5	42,0
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	79,8	60,4	46,7
USD/PLN	3,613	3,839	3,896	3,862	4,567	4,023	4,064	4,036	4,036

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Główne założenia

	Cena [USD]	Premiera	B. prod. [mln PLN]	B. mark. [mln PLN]	łączy budżet [mln PLN]
Własne produkcje					
Projekt 8	45	2Q'25	55	5	60
Frostpunk 2	45	1Q'24	60	4	64
The Alters	35	2Q'24	35	5	40
Wydawnictwo					
The Invincible	25	4Q'23	15	2	17
The Thaumaturge	30	4Q'23	17	3	20
Projekt N	30	1Q'24	15	2	17
Projekt Botin	30	4Q'24	12	2	14
Projekt Ava	30	4Q'24	13	2	15

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Planowany łączny budżet produkcyjnych trzech własnych gier to ok. 150 mln PLN, natomiast na marketing ma trafić ok. 12-15 mln PLN. Środki finansowe spółki przeznaczone na produkcję i marketing obecnych gier z działu wydawniczego przekraczają poziom 50 mln PLN (wyłączając „Projekt N”). W najbliższych kwartałach 11b chce podpisać co najmniej kilka nowych umów wydawniczych, w których jego zaangażowanie kapitałowe może sięgnąć nawet 50 mln PLN. Wcześniej podczas konferencji inwestorskiej za 2021 r. (czerwiec'22) spółka zakładała podpisanie dwóch nowych umów w 2022 r., które miały pochłonąć łącznie 45 mln PLN (aktualnie wiemy jedynie o nowym „Projekcie N”). Kolejne sześć gier, w przypadku których umowy mają być podpisane w 2023 (trzy gry) i 2024 (trzy gry), mają kosztować odpowiednio: 65 mln PLN i 80 mln PLN. Przypominamy, że celem strategicznym spółki jest każdego roku wydawać 3-4 tytuły zewnętrzne.

Segment wydawniczy:
„The Invincible”

- Producentem gry jest polskie studio Starward Industries, w którym 11b na przestrzeni 4Q'22 zwiększył swoje zaangażowanie z 5,1% do 6,0% (posiada 116,8 tys. akcji). Aktualnie gra znajduje się na poziomie bety, co oznacza, że jest prawie gotowa. Deweloper skupia się na ostatnich „szlifach”, a kampania marketingowa znajduje się na ostatniej prostej.
- W ramach działań reklamowych spółka udostępniła dwa dema. Drugie z nich pojawiło się pod koniec czerwca'23 podczas festiwalu Steam Next Fest 2023 i w 7 dni zostało pobrane 50 tys. razy. Działania te przyczyniły się do znaczących wzrostów na wihśliście, a w samym czerwcu gra zyskała ponad 100 tys. dodań do listy życzeń na platformie Steam (aktualnie kształtuje się na poziomie ok. 350 tys.), co świadczy o dużym zainteresowaniu tym tytułem. Odbiór dema „The Invincible” był zdecydowanie pozytywny. Gracze doceniali m.in. oprawę wizualną, fabułę czy nowe funkcje.

Obrazy z gry „The Invincible”


Źródło: spółka



- W naszym modelu zakładamy, że gra zostanie wydana na początku 4Q'23 (równocześnie na PC i konsolach obecnej generacji). W związku z podpisaną przez 11b umową z Microsoft na udostępnienie wybranych gier w programie Game Pass, oczekujemy, że wpływy z niej będą przewyższały koszty poniesione przez wydawcę i dewelopera (ok. 17 mln PLN, z czego ok. 5 mln PLN przez 11 b). Spodziewamy się, że udział 11b w przychodach (po zwróceniu kosztów) będzie na poziomie ok. 40%. Zakładamy, że debiut „The Invincible” w usłudze Microsoftu znacząco nasyci popyt na ten tytuł, tym samym w kwartale premiery oczekujemy 0,1 mln sprzedanych sztuk.
- Projekt ten niewątpliwie skierowany jest do dojrzałego odbiorcy (najlicniejsza wiekowo grupa graczy), a sama gra zapewni rozrywkę na ok. 10 godzin.

„The Thaumaturge”

- Nad projektem czuwa polskie studio Fools Theory, w którym 11b posiada 40% udziałów. Aktualnie gra znajduje się na poziomie bety, jest szeroko testowana, trwają ostatnie szlify i optymalizacje. Spółka jest zadowolona z odbioru „The Thaumaturge” przez społeczność graczy. Aktualna wishlista tego projektu kształtuje się w okolicach 140 tys. zapisów (124 największa wishlista na Steam).
- Odsłona gameplay’a gry miała miejsce na początku marca’23. Podczas tegorocznego GDC, spółka udostępniła demo „Thaumaturge” prasie. Zdaniem grających pozytywnymi aspektami tego tytułu są m.in. : 1) umiejscowienie rozgrywki (Polska w okresie rozbiorów); 2) dojrzała i rozbudowana historia oraz intrygujące postacie; 3) atrakcyjny gameplay; 4) wciągające dialogi; 5) wyjątkowa i ciekawy system walki; 6) grafika i dźwięk.

Obrazy promujące grę „The Thaumaturge”



Źródło: spółka

- Przypominamy, że płatność za nabywane udziały w Fools Theory została rozłożona na dwie transze. Pierwsza transza 2,6 mln PLN została regulowana w 1Q’22. Druga zostanie zapłacona dopiero po siedmiu miesiącach po premierze rynkowej gry „The Thaumaturge”. Wartość drugiej transzy płatności będzie mieściła się w przedziale 1,6-3,7 mln PLN. O statecznej kwocie zdecydują przychody ze sprzedaży gry oraz recenzje, jakie zbierze tytuł w systemie Steam Reviews w ciągu sześciu miesięcy od premiery.
- Szacujemy się, że łączny budżet gry sięgnie 20 mln PLN (17 mln PLN produkcja, 3 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w 4Q’23. Obniżamy nasze założenia co do sprzedaży do ok. 0,7 mln kopii w rok od premiery.

„Botin”

- Producentem gry jest hiszpańskie studio Digital Sun Games, które odpowiadało za produkcję gry „Moonlighter”.
- Na ostatniej konferencji inwestorskiej zarząd spółki podkreślił, że doświadczenie firmy z gry „The Mageseeker” (uniwersum LoL) wzmacnia zespół „Botina”, co daje 11b więcej wiary w ten projekt.
- Jest to ewolucyjny projekt tworzony przez doświadczony zespół, jak i większy od wspomnianego wyżej „The Mageseeker’a”.
- Gra powstaje zgodnie z harmonogramem, a na początku 2024 r. planowane jest osiągnięcie poziomu „alpha”. Działania marketingowe tego projektu rozpoczną się na przestrzeni przyszłego roku.
- Zakładamy, że do momentu premiery (4Q’24) łączny budżet gry sięgnie 14 mln PLN (12 mln PLN produkcja, 2 mln PLN marketing). Podwyższamy oczekiwaną cenę do 30 USD, obniżając jednocześnie nasze prognozy co do sprzedaży (prognozujemy 0,7 mln kopii w rok od premiery).

„Ava”

- Producentem gry jest hiszpańskie studio Chibig.
- Gra powstaje zgodnie z harmonogramem, testy focusowe rozpoczną się tego lata, a rozpoczęcie kampanii marketingowej będzie miało miejsce w 1H’24.
- „P.Ava” to produkt, jakiego jeszcze spółka nie ma w swoim portfelu gier.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 15 mln PLN (13 mln PLN produkcja, 2 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 4Q’24. Podwyższamy oczekiwaną cenę do 30 USD, obniżając jednocześnie nasze prognozy co do sprzedaży (prognozujemy 0,6 mln kopii w rok od premiery).

„Projekt N”

- Podczas konferencji inwestorskiej spółka ogłosiła nowy projekt z portfela wydawniczego.
- 11b pracuje już z deweloperem od jakiegoś czasu, a sama gra jest zbliżona rozmiarami do „The Invincible” czy „The Thaumaturge”.
- Produkcja znajduje się na zaawansowanym etapie (poziom „alpha”), a tytuł ten jest grywalny od samego początku do końca.
- Start kampanii marketingowej gry planowany jest na 3Q’23 (prawdopodobnie Gamescom), a premiera na 1Q’24.
- W naszych prognozach zakładamy, że łączny budżet tego projektu sięgnie 17 mln PLN (15 mln PLN produkcja, 2 mln PLN marketing), a jego sprzedaż w rok od premiery będzie się kształtowała na poziomie ok 0,7 mln kopii.

Główne założenia – segment wydawniczy

	2018	2019	2020P	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż kopii (mln)									
<i>Moonlighter</i>	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0
<i>Children of Morta</i>	0	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
<i>The Invincible</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,5	0,4	0,2
<i>The Thaumaturge</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,6	0,4	0,3
<i>Projekt Botin</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,4
<i>Projekt Ava</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,4
<i>Projekt N</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,4	0,3
Przychody z tytułu w danym okresie									
<i>Moonlighter</i>	18,3	17,5	11,0	11,0	9,5	5,2	2,5	0,0	0,0
<i>Children of Morta</i>	0,0	10,5	11,7	9,0	10,1	5,5	2,9	1,3	0,3
<i>The Invincible</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	4,7	3,3	2,3
<i>The Thaumaturge</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,4	24,3	11,9	5,8
<i>Projekt Botin</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,1	16,4	8,1
<i>Projekt Ava</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2	14,6	7,2
<i>Projekt N</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,2	9,8	4,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Frostpunk: Beyond the Ice”

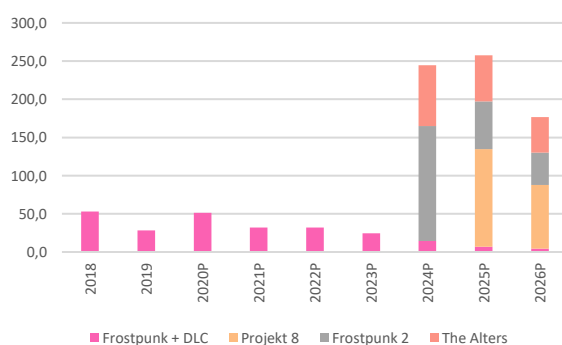
- Za przygotowanie tej wersji i wprowadzenie jej na rynek odpowiada chiński NetEase.
- Gra zachowa wszystkie elementy meaningful entertainment (11b ma kontrolę nad tym projektem). Będzie oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności, które będą zaszyte w grze (ułatwiający będą rozgrywkę ale nie będą jej determinowały).
- Premiera tego tytułu ma mieć miejsce jeszcze w 2H'23.

Pierwsze obrazy z gry „Frostpunk: Beyond the Ice”

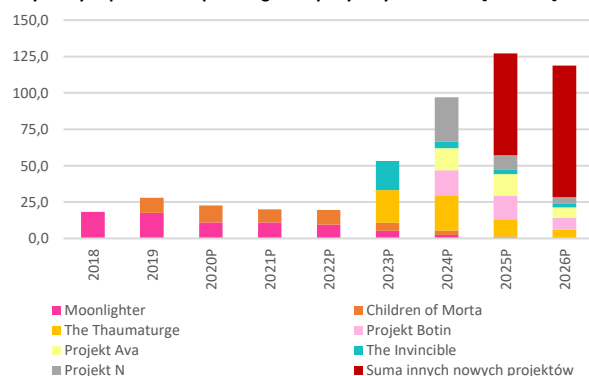

Źródło: frostpunkmobile.com



- Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie należało do 11 bit studios, a reszta do wydawcy (odpowiedzialny za UA). W związku z pojawieniem się na rynku podobnych tytułów (Frozen City, Whiteout Survival), uwzględniamy ten projekt w naszej wycenie. Zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 5 mln USD (7 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie ok. 5-6 mln PLN kwartalnie (21-24 mln PLN w skali roku). W scenariuszu, w którym „FP” będzie w stanie dorównać „Whiteout Survival”, kwartalnie wpływ dla spółki mogą kształtować się na poziomie 18-22 mln PLN (73-88 mln PLN rocznie).

Przychody w podziale na poszczególne własne tytuły [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

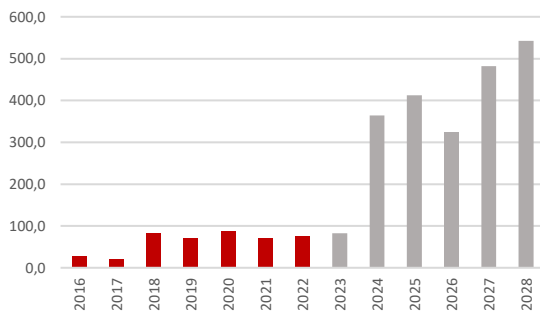
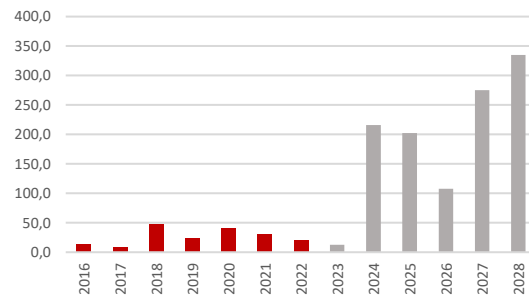
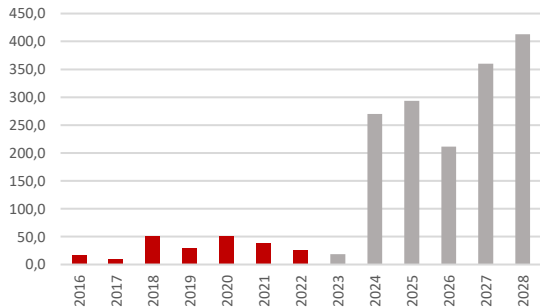
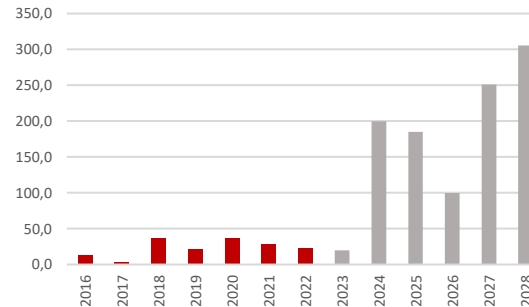
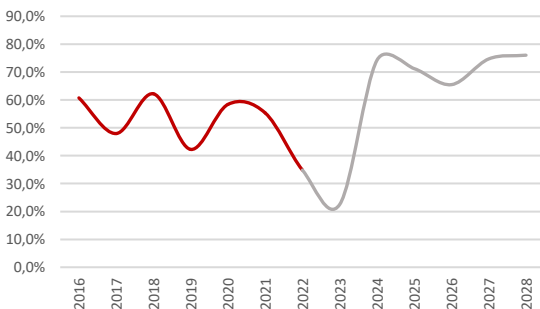
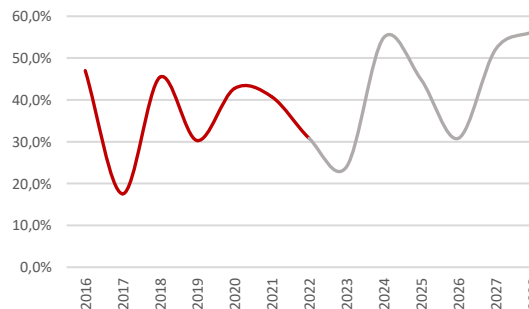
	2023P	2024P	2025P
Przychody BDM	82,8	364,0	412,3
Przychody konsensus	114,6	323,8	326
Różnica	-27,7%	12,4%	26,5%
EBITDA BDM	18,6	270,2	293,6
EBITDA konsensus	25,0	234,3	228,3
Różnica	-25,4%	15,3%	28,6%
Zysk netto BDM	19,8	199,8	185,1
Zysk netto konsensus	28,9	185,0	169,0
Różnica	-31,2%	8,0%	9,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników BDM vs cele PM 21-25

	2021-2025
Łączne przychody BDM 21-25	1 003,7
Łączne przychody PM 21-25	656,0
Różnica	53,0%
Łączny zysk brutto BDM 21-25*	526,9
Łączny zysku brutto PM 21-25*	328,0
Różnica	60,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *- skoryg. o koszty PM

Przychody [mln PLN]

EBIT [mln PLN]

EBITDA [mln PLN]

Zysk netto [mln PLN]

Rentowność EBITDA [%]

Rentowność netto [%]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

- Przesuwamy w naszym modelu premiery gier: 1) „Frostpunk 2” z 2Q’23 na 1Q’24; 2) „The Alters” z 4Q’23 na 2Q’24; 3) „Projekt 8” z 4Q’24 na 2Q’25; 4) „The Invinible” z 2Q’23 na 4Q’23; 5) „The Thaumaturge” z 3Q’23 na 4Q’23; 6) „P. Botin” z 1Q’24 na 4Q’24; 7) „P.Ava” z 2Q’24 na 4Q’24.
- W związku dłuższym cyklem produkcyjnym od naszych oczekiwań, implikujemy w kalkulacjach dłuższą realizację kolejnych nowych projektów.
- Dodajemy do naszych prognoz nowo ogłoszony „Projekt N”, którego premiera będzie miała miejsce w 1Q’24.
- Podwyższamy ceny gier wydawniczych do 30 USD (oprócz „The Invinible”) oraz gier własnych (P8 i FP2P) z 40 USD do 45 USD.
- Zważywszy na pojawienie się na rynku podobnych gier do „Frostpunk Mobile”, uwzględniamy ten projekt w naszej wycenie.
- W związku z ostatnią informacją o umowie z Microsoft na udostępnienie wybranych gier w programie Game Pass, zakładamy, że będzie ona na tyle satysfakcjonująca, że wpływy z niej będą przewyższały koszty poniesione przez wydawcę i dewelopera.
- Osłabienie się USD względem PLN miało negatywny wpływ na stronę przychodową vs nasza ostatnia rekomendacja (21.06.2022r.).
- W związku z wyższymi budżetami własnych gier jak i tych z wydawnictwa podnosimy nasze oczekiwania co do CAPEX-u w kolejnych latach.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.06.2022 [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
POPZEDNIA REKOMENDACJA							
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9	491,2
Frostpunk	55,0	35,1	30,0	17,3	12,1	7,8	5,1
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	62,2	82,4	79,0
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	97,7	70,6	48,9	28,7
The Alters	0,0	0,0	0,0	38,9	53,9	41,2	25,3
Frostpunk Mobile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wydawnictwo	24,5	17,5	16,5	45,1	127,5	160,7	153,0
AKTUALNA REKOMENDACJA							
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	74,3	82,8	364,0	412,3	323,2
Frostpunk	51,2	32,0	32,0	24,6	14,4	6,9	4,3
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	127,9	83,5
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	150,4	62,5	42,0
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	79,8	60,4	46,7
Frostpunk Mobile	0,0	0,0	0,0	0,0	24,3	26,7	27,0
Wydawnictwo	22,7	20,0	19,6	33,1	62,1	114,1	111,7
ZMIANA %							
Przychody [mln PLN]	0,0%	0,0%	20,4%	-63,3%	6,5%	18,5%	-34,2%
Frostpunk	-6,9%	-8,8%	6,7%	42,3%	19,0%	-10,9%	-14,8%
Projekt 8	-	-	-	-	-100,0%	55,2%	5,8%
Frostpunk 2	-	-	-	-	113,0%	27,8%	46,5%
The Alters	-	-	-	-	48,1%	46,6%	84,7%
Frostpunk Mobile	-	-	-	-	-	-	-
Wydawnictwo	-7,3%	14,3%	18,8%	-26,5%	-51,3%	-29,0%	-27,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 21.06.2022 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	225,7	82,8	-63,3%	341,9	364,0	6,5%	347,9	412,3	18,5%
EBITDA	120,5	18,6	-84,5%	192,0	270,2	40,7%	176,2	293,6	66,6%
EBITDA adj.	123,9	21,8	-82,4%	195,3	273,3	40,0%	179,5	296,8	65,3%
EBIT	108,2	12,4	-88,6%	148,4	216,0	45,5%	105,4	202,2	91,8%
Wynik brutto	116,4	23,2	-80,0%	152,8	222,5	45,6%	107,4	207,3	93,0%
Wynik netto	104,0	19,8	-80,9%	134,5	199,8	48,5%	93,7	185,1	97,6%
marża EBITDA	53,4%	22,5%		56,1%	74,2%		50,6%	71,2%	
marża EBITDA adj.	54,9%	26,3%		57,1%	75,1%		51,6%	72,0%	
marża EBIT	47,9%	14,9%		43,4%	59,3%		30,3%	49,0%	
marża netto	46,1%	24,0%		39,3%	54,9%		26,9%	44,9%	
USD/PLN	4,734	4,023	-15,0%	4,889	4,064	-16,9%	4,820	4,036	-16,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	49,8	70,4	90,7	142,5	215,1	210,8	197,5	201,9	239,3	305,1
Rzeczowe aktywa trwałe	24,0	26,9	25,9	24,9	23,8	26,2	29,6	29,5	30,4	30,7
Wartości niematerialne	24,9	37,9	59,1	100,0	172,6	165,9	149,3	153,7	190,2	255,6
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	5,6	5,6	17,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7	18,7
Aktywa obrotowe	105,9	115,9	128,8	101,7	51,6	262,4	385,4	384,1	502,8	492,5
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	17,8	11,6	16,5	9,5	10,1	16,2	18,3	16,2	21,4	24,1
Inne aktywa obrotowe	5,9	8,2	4,9	4,9	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	82,2	96,1	107,4	87,3	36,7	241,5	362,4	363,3	476,7	463,7
- w tym środki pieniężne	14,9	24,1	26,7	30,6	36,7	241,5	362,4	363,3	476,7	463,7
Aktywa razem	155,7	186,3	219,5	244,2	266,7	473,2	583,0	586,0	742,1	797,6
Kapitał własny	119,7	164,6	197,3	224,5	247,5	450,5	558,8	565,9	717,4	771,9
Zobowiązania długoterminowe	11,3	10,5	9,0	9,5	7,8	6,2	4,5	3,1	3,1	2,4
Zobowiązania finansowe odsetkowe	10,8	9,8	8,3	7,2	5,5	3,8	2,1	0,8	0,8	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Zobowiązania krótkoterminowe	24,7	11,2	13,2	10,2	11,3	16,6	19,7	17,0	21,6	23,3
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,3	1,4	1,3	1,3	1,0	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3
Zobowiązania handlowe	11,4	9,8	8,0	2,9	2,8	8,1	11,5	9,0	13,4	15,1
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	11,9	0,1	3,9	6,0	7,4	7,7	7,8	7,7	7,9	7,9
Pasywa razem	155,7	186,3	219,5	244,2	266,7	473,2	583,0	586,0	742,1	797,6

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	71,7	87,4	70,4	74,3	82,8	364,0	412,3	323,2	481,9	542,6
Koszty działalności operacyjnej	-47,8	-46,6	-40,3	-54,3	-70,4	-148,1	-210,1	-215,2	-206,6	-207,6
EBITDA	30,3	51,1	39,0	25,9	18,6	270,2	293,6	211,7	360,0	412,7
EBITDA skoryg.	30,3	51,1	41,2	29,0	21,8	273,3	296,8	211,7	360,0	412,7
Amortyzacja	-6,4	-10,3	-8,9	-5,9	-6,3	-54,2	-91,5	-103,7	-84,7	-77,6
EBIT	23,9	40,8	30,0	20,0	12,4	216,0	202,2	108,0	275,3	335,1
Saldo działalności finansowej	1,4	-0,1	1,8	7,5	6,3	1,7	2,8	3,3	3,6	3,7
Zysk (strata) brutto	25,0	40,7	31,8	27,2	23,2	222,5	207,3	112,4	279,4	339,0
Zysk (strata) netto	21,7	37,4	28,7	22,9	19,8	199,8	185,1	99,6	251,1	305,6

CF [mln PLN]	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	41,6	37,7	40,9	32,9	28,3	256,7	281,0	202,9	335,2	381,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49,3	-34,4	-37,4	-28,8	-20,1	-49,9	-78,2	-108,0	-122,2	-143,4
Przepływy z działalności finansowej	-1,7	6,0	-0,9	-0,3	-2,1	-2,0	-81,9	-94,0	-99,6	-251,1
Przepływy pieniężne netto	-9,4	9,3	2,6	3,8	6,1	204,8	120,9	0,9	113,4	-13,0
Środki pieniężne na początek okresu	24,3	14,9	24,1	26,7	30,6	36,7	241,5	362,4	363,3	476,7
Środki pieniężne na koniec okresu	14,9	24,1	26,7	30,6	36,7	241,5	362,4	363,3	476,7	463,7

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

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	-13,4%	21,8%	-19,4%	5,5%	11,5%	339,6%	13,3%	-21,6%	49,1%	12,6%
EBITDA zmiana r/r	-41,2%	68,5%	-23,7%	-33,6%	-27,9%	1348,9%	8,7%	-27,9%	70,1%	14,6%
EBIT zmiana r/r	-49,2%	70,9%	-26,4%	-33,5%	-38,1%	1645,3%	-6,4%	-46,6%	154,9%	21,7%
Zysk netto zmiana r/r	-42,3%	72,1%	-23,2%	-20,2%	-13,3%	906,6%	-7,3%	-46,2%	152,1%	21,7%
Marża EBITDA	42,3%	58,4%	55,3%	34,8%	22,5%	74,2%	71,2%	65,5%	74,7%	76,0%
Marża EBIT	33,3%	46,7%	42,7%	26,9%	14,9%	59,3%	49,0%	33,4%	57,1%	61,8%
Marża netto	30,3%	42,7%	40,8%	30,8%	24,0%	54,9%	44,9%	30,8%	52,1%	56,3%
ROE	18,1%	22,7%	14,5%	10,2%	8,0%	44,4%	33,1%	17,6%	35,0%	39,6%
ROA	13,9%	20,1%	13,1%	9,4%	7,4%	42,2%	31,8%	17,0%	33,8%	38,3%
Dług netto	-70,1	-84,9	-97,8	-78,9	-30,2	-237,0	-359,8	-362,2	-475,6	-463,4
Dług netto / kapitał własny	-58,6%	-51,6%	-49,6%	-35,1%	-12,2%	-52,6%	-64,4%	-64,0%	-66,3%	-60,0%
Dług netto / EBITDA	-2,3	-1,7	-2,5	-3,0	-1,6	-0,9	-1,2	-1,7	-1,3	-1,1
Dług netto / EBIT	2,9	2,1	3,3	3,9	2,4	1,1	1,8	3,4	1,7	1,4
EV	1682,3	1758,2	1745,3	1764,2	1812,9	1606,1	1483,2	1480,9	1367,5	1379,7
CAPEX / Przychody	20,1%	34,0%	76,6%	85,4%	9,7%	15,5%	24,2%	19,4%	20,3%	21,5%
CAPEX / Amortyzacja	224,7%	289,9%	965,0%	1127,3%	65,4%	69,7%	75,5%	110,3%	141,7%	128,4%
Amortyzacja / Przychody	11,7%	7,9%	7,6%	14,9%	22,2%	32,1%	17,6%	14,3%	16,7%	17,6%
Zmiana KO / Przychody	10,8%	-0,3%	1,7%	0,1%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	59,7%	1,9%	16,2%	0,2%	-2,6%	-0,5%	0,4%	1,6%	1,6%	1,6%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	24,8	21,4	26,5	25,1	22,5	5,1	4,5	5,8	3,9	3,4
P/E*	81,7	49,9	65,0	81,5	94,0	9,3	10,1	18,7	7,4	6,1
P/E skoryg.**	81,7	49,9	60,3	71,8	81,1	9,2	9,9	18,7	7,4	6,1
P/BV*	14,8	11,3	9,5	8,3	7,5	4,1	3,3	3,3	2,6	2,4
P/CE*	180,2	80,8	60,9	60,0	101,3	130,7	97,6	62,1	99,6	114,7
EV/EBITDA*	56,2	34,9	45,4	69,1	98,4	6,0	5,1	7,1	3,9	3,4
EV/EBITDA skoryg.**	56,2	34,9	42,9	61,7	84,2	6,0	5,1	7,1	3,9	3,4
EV/EBIT*	71,4	43,7	58,9	89,4	148,4	7,5	7,4	13,9	5,1	4,2
EV/S*	23,8	20,4	25,1	24,1	22,2	4,5	3,7	4,7	2,9	2,6
BVPS	49,5	64,8	77,6	88,3	97,4	177,2	219,8	222,6	282,2	303,6
EPS	9,0	14,7	11,3	9,0	7,8	78,6	72,8	39,2	98,8	120,2
CEPS	4,1	9,1	12,1	12,2	7,2	5,6	7,5	11,8	7,4	6,4
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	79,9	92,6	99,6	251,1
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	31,4	36,4	39,2	98,8
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	5,0%	5,3%	13,5%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	50,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 734 PLN ;** -skoryg. o koszty Programu Motywacyjnego

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 208 14 12

e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora

Doradca Inwestycyjny

tel. (032) 208 14 35

e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 38

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl[gry komputerowe](#)**Anna Tobiasz**

Doradca Inwestycyjny

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (032) 208 14 35

e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału

tel. (022) 62-20-848

e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl**Tomasz Ilczyszyn**

tel. (022) 62-20-854

e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855

e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851

e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl**Historia rekomendacji spółki:**

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	875	kupuj	590	14.07.2023	11:55 CEST	734,0	70 451
kupuj	590	kupuj	654	21.06.2022	17:30 CEST	496,5	54 066
kupuj	654	kupuj	437,9	15.02.2021	08:00 CEST	553,0	57 428
kupuj	437,9	-	-	04.12.2019	09:55 CEST	355,0	56 483

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 3Q'23*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	2	100%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-07-14.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-07-14 (11:55 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-07-21 (11:55 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniami w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

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

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

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.". BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

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

Na dzień 2023-07-14:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zaistnieć sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.