



Dom Maklerski BDM S.A.

11 bit studios

RAPORT ANALITYCZNY

Zalecamy wykorzystać ostatnią przecenę 11 bit studios, wywołaną gorszą od oczekiwań premierą gry „The Invincible” oraz rosnącymi obawami dotyczącymi kolejnych debiutów z segmentu wydawniczego. Uważamy, że skala spadku z ostatnich miesięcy (ubytek kapitalizacji o ok. 0,5 mld PLN, -25% od szczytów) jest daleka od realnego wpływu tej premiery na wycenę spółki. Pragniemy zauważyć, iż w naszej wycenie cały segment wydawniczy stanowi ok. 15% (ok. 300 mln PLN), tym samym ostatnia przecena znacząco przekracza jego wartość całkowitą. Uważamy, że zbliżające się dużymi krokami premiery okażą się istotnym impulsem wzrostowym dla notowań 11b. Mając na uwadze obecny kalendarz premier, oczekujemy debiutu „FP2” w okolicach marca-kwietnia'24. Spodziewamy się wpływów z umowy z Microsoftem dot. tej gry na poziomie ok. 15-30 mln USD, co jest ekwiwalentem ok. 0,8-1,8 mln kopii. W naszych analizach przyjmujemy konserwatywnie, dolną wartość tego przedziału. Mając na uwadze kanibalizację, która nastąpi po udostępnieniu tego tytułu w usłudze Game Pass, zakładamy sprzedaż „FP2” w rok od premiery na poziomie 1,4 mln kopii (łącznie z ekwiwalentem GP = 2,1 mln). W naszym przekonaniu istnieje szansa, iż „Frostpunk 2” będzie grą zawierającą pewne elementy trybu multiplayer. Taki atut najnowszej produkcji 11b powinien okazać się istotnym bodźcem wspierającym jego sprzedaż na Steamie. Zwracamy także uwagę, na drugi z własnych tytułów, czyli „The Alters” i jego optymistyczny odbiór ze strony recenzentów. Naszym zdaniem gra ma szansę okazać się czarnym koniem portfela 11b. Liczymy również, że premiera „The Thaumaturge” (20.02.2024 r.) spółka zacznie odbudowywać wiarę w segment wydawniczy. Mając powyższe na uwadze podtrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ obniżając cenę docelową do 808 PLN/ akcję, czyli 49% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Z początkiem stycznia, 11 bit studios wkroczył w najintensywniejszy rok w swojej historii pod kątem wydawniczym. Owoce inwestycji poczynionych na przestrzeni ostatnich lat powinny przełożyć się na przeskalowanie biznesu spółki, jak i zwiększyć jej rozpoznawalność wśród światowych inwestorów. Oczekujemy, że dzięki premierom co najmniej pięciu gier (2 własne, 2 wydawnictwo + mobile) spółka będzie w stanie w 2024 r. wypracować 306,7 mln PLN przychodów, 235,6 mln PLN adj. EBITDA oraz 182,8 mln PLN zysku netto, co implikuje wskaźnik P/E na atrakcyjnym poziomie 7x.

Kluczowe dla wyników spółki, jak i jej dalszych perspektyw są tegoroczne premiery gier własnych. Aktualna wishlista „Frostpunka 2” sięga ok. 2 mln zapisów, co czyni go 5 najbardziej oczekiwaną grą na Steamie, a ostatnie materiały marketingowe, dają namiastkę skali ewolucji tego IP. Oczekujemy, że premiera „FP2” będzie miała miejsce w okolicach drugiej połowy marca/początku kwietnia'24, a sprzedaż w rok sięgnie ok. 2,1 mln sztuk (łącznie z ekwiwalentem GP).

Pierwsze recenzje najnowszych IP spółki „The Alters” rozbudzają nasze oczekiwania co do potencjału komercyjnego tego tytułu. Uważamy, że gra ma szansę okazać się czarnym koniem portfela 11b. Pozostajemy jednak konsekwentni w naszych założeniach, oczekując 1,5 mln kopii w rok od premiery (2Q'24).

Uważamy, że „The Thaumaturge” ma predyspozycje do tego, aby swoją premierą odwrócić negatywne nastawienie inwestorów do segmentu wydawniczego spółki. Za potencjałem tego projektu przemawia ciekawa fabuła oraz atrakcyjny gameplay. Pragniemy zwrócić uwagę, na podobieństwo systemu walki do jednej z najlepiej sprzedających się gier w 2023 r., czyli „Baldur's Gate 3”, co może skłonić część graczy zafascynowanych tym tytułem do przetestowania nowych, podobnych produkcji, w tym tej od Fool's Theory. Ponadto aktualne okienko wydawnicze (20.02.2024) wydaje się bardziej sprzyjające, niż zagęszczony dużymi premierami 4Q'23. Oczekujemy, że sprzedaż tego tytułu w rok od premiery wyniesie ok. 0,5 mln kopii, co przełoży się na 27,8 mln PLN przychodów.

W związku z działaniami mającymi na celu znalezienie drugiego wydawcy (Com2uS) do mobilnego projektu, jego debiut przedłużył się na 2024 r. W ostatnich tygodniach udostępniona została wersja EA w kilku wybranych destynacjach. Aktualnie trwają ostatnie przygotowania do globalnej premiery. Uwagę przykuwają, rosnące przychody z podobnej gry, o której szerzej pisaliśmy w naszym poprzednim raporcie. W samym grudniu'23 „Whiteout Survival” wygenerowała 44 mln USD przychodów (vs 18 mln USD w czerwcu'23), co jeszcze bardziej rozbudza nasze oczekiwania, co do potencjalnej monetyzacji „Frostpunk: Beyond the Ice”.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	74,3	49,4	306,7	370,8
EBITDA [mln PLN]	51,1	39,0	25,9	4,6	232,8	272,3
EBITDA skoryg. [mln PLN]	51,1	41,2	29,0	7,3	235,6	275,1
EBIT [mln PLN]	40,8	30,0	20,0	-0,1	192,3	219,0
Wynik brutto [mln PLN]	40,7	31,8	27,2	-2,3	200,3	227,4
Zysk netto [mln PLN]	37,4	28,7	22,9	-2,6	182,8	203,8
P/E	36,8	47,9	60,1	-	7,5	6,7
P/E skoryg.	36,8	44,5	52,9	-	7,4	6,7
EV/EBITDA	25,3	32,8	50,1	289,3	5,1	3,9
EV/EBITDA skoryg.	25,3	31,0	44,7	182,6	5,1	3,8
EV/EBIT	31,6	42,5	64,9	-	6,2	4,8

KUPUJ

(POPZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 808 PLN

23 STYCZNIA 2024, 08:30 CET

Wycena DCF [PLN]	758
Wycena końcowa [PLN]	808
Potencjał do wzrostu	49%
Koszt kapitału	13%
Cena rynkowa [PLN]	541
Kapitalizacja [mld PLN]	1,3
Ilość akcji [mln. szt.]	2,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	715
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	532
Stopa zwrotu za 3 mc	-14,4%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	-13,6%
Struktura akcjonariatu:	
TFI Allianz Polska	9,5%
Grzegorz Miechowski	7,0%
Esaliens TFI	5,7%
NN OFE	5,7%
Przemysław Marszał	5,0%
Pozostali Akcjonariusze	67,1%

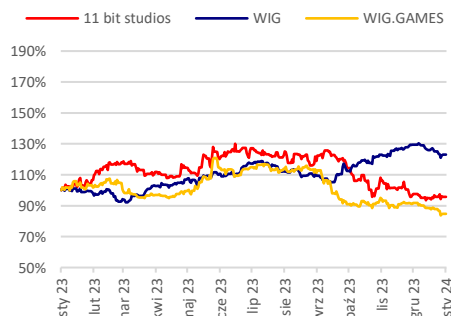
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



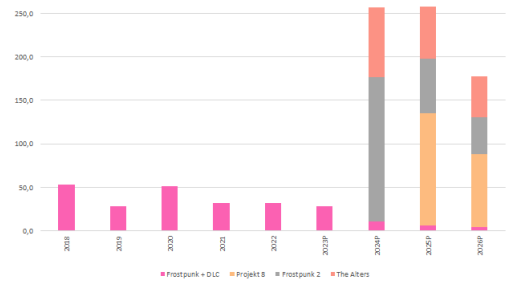
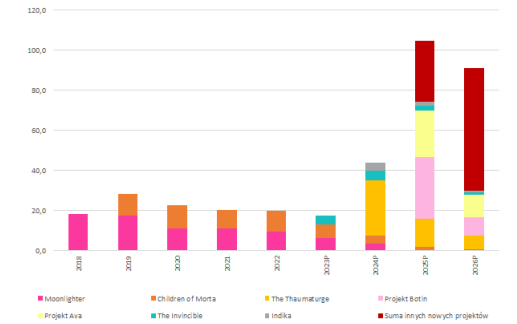
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	7
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23	8
FINANSE I PROGNOZY.....	10
PROGNOZA NA 4Q'23.....	10
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	10
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	18
DANE FINANSOWE	19

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	87,4	70,4	74,3	49,4	306,7	370,8	277,0
EBITDA	51,1	39,0	25,9	4,6	232,8	272,3	194,5
EBITDA skoryg.	51,1	41,2	29,0	7,3	235,6	275,1	194,5
EBIT	40,8	30,0	20,0	-0,1	192,3	219,0	113,7
Zysk/ strata brutto	40,7	31,8	27,2	-2,3	200,3	227,4	123,1
Zysk/ strata netto	37,4	28,7	22,9	-2,6	182,8	203,8	109,6
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	70,4	90,7	142,5	197,5	234,9	264,3	271,5
Rzeczowe aktywa trwałe	26,9	25,9	24,9	24,1	25,4	27,8	26,7
Wartości niematerialne	37,9	59,1	100,0	155,4	191,5	218,6	226,8
Pozostałe aktywa trwałe	5,6	5,6	17,7	18,0	18,0	18,0	18,0
Aktywa obrotowe	115,9	128,8	101,7	62,1	206,5	348,0	362,8
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	11,6	16,5	9,5	8,2	13,6	18,5	13,9
Inne aktywa obrotowe	8,2	4,9	4,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	96,1	107,4	87,3	50,8	189,8	326,4	345,9
- środki pieniężne	24,1	26,7	30,6	20,8	159,8	296,4	315,9
Aktywa razem	186,3	219,5	244,2	259,6	441,4	612,3	634,2
Kapitał własny	164,6	197,3	224,5	228,5	414,1	584,2	612,2
Zobowiązania długoterminowe	10,5	9,0	9,5	7,6	5,9	4,2	2,9
Zobowiązania finansowe odsetkowe	9,8	8,3	7,2	5,5	3,8	2,1	0,7
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	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania krótkoterminowe	11,2	13,2	10,2	23,6	21,4	23,9	19,1
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	4,1	13,6	16,5	12,3
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,1	3,9	6,0	18,4	7,0	7,0	6,5
Pasywa razem	186,3	219,5	244,2	259,6	441,4	612,3	634,2
Dług netto	-84,9	-97,8	-78,9	-44,3	-185,3	-323,9	-344,8
Dług netto/ Kapitał własny	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6
Dług netto/ EBITDA	-1,7	-2,5	-3,0	-9,6	-0,8	-1,2	-1,8
Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	37,7	40,9	32,9	19,2	218,8	257,8	190,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,4	-37,4	-28,8	-31,0	-77,8	-82,7	-87,9
Przepływy z działalności finansowej	6,0	-0,9	-0,3	2,0	-2,0	-38,6	-83,0
Przepływy pieniężne netto	9,3	2,6	3,8	-9,8	139,0	136,6	19,5
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E*	36,8	47,9	60,1	-	7,5	6,7	12,5
P/BV*	8,4	7,0	6,1	6,0	3,3	2,4	2,2
EV/ EBITDA*	25,3	32,8	50,1	289,3	5,1	3,9	5,3
EV/ EBITDA skoryg.*	25,3	31,0	44,7	182,6	5,1	3,8	5,3
EV/EBIT*	31,6	42,5	64,9	-	6,2	4,8	9,1
EV/S*	14,8	18,2	17,5	26,9	3,9	2,8	3,7
MC/S*	15,8	19,5	18,5	27,8	4,5	3,7	5,0
BVPS	64,8	77,6	88,3	89,9	162,9	229,8	240,8
EPS	14,7	11,3	9,0	-1,0	71,9	80,2	43,1
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,4	32,1
Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	21,8%	-19,4%	5,5%	-33,4%	520,6%	20,9%	-25,3%
EBITDA zmiana r/r	68,5%	-23,7%	-33,6%	-82,2%	4958,6%	17,0%	-28,6%
EBIT zmiana r/r	70,9%	-26,4%	-33,5%	-	-	13,9%	-48,1%
Zysk netto zmiana r/r	72,1%	-23,2%	-20,2%	-	-	11,5%	-46,2%
Marża EBITDA	58,4%	55,3%	34,8%	9,3%	75,9%	73,4%	70,2%
Marża EBITDA skoryg.	58,4%	58,5%	39,0%	14,7%	76,8%	74,2%	70,2%
Marża EBIT	46,7%	42,7%	26,9%	-0,1%	62,7%	59,1%	41,0%
Marża netto	42,7%	40,8%	30,8%	-5,2%	59,6%	55,0%	39,6%
ROE	22,7%	14,5%	10,2%	-1,1%	44,2%	34,9%	17,9%
ROA	20,1%	13,1%	9,4%	-1,0%	41,4%	33,3%	17,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 541 PLN.

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

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


Główne założenia	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	49,4	306,7	370,8	277,0
Frostpunk	28,4	10,8	6,2	4,0
Frostpunk 2	0,0	165,8	62,2	42,3
The Alters	0,0	79,8	60,0	47,0
Projekt 8	0,0	0,0	129,2	84,1
The Thaumaturge	0,0	27,8	14,1	6,8
The Invincible	4,5	4,6	2,2	1,1
Indika	0,0	4,2	2,1	1,0
Projekt Botin	0,0	0,0	30,6	9,6
Projekt Ava	0,0	0,0	23,4	11,0
Frostpunk Mobile	0,0	7,7	8,5	8,7
Pozostałe	16,5	5,9	32,4	61,4
Sprzedaż kopii [mln]				
Frostpunk 2	0,0	2,1	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	4,202	4,033	4,061	4,003

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 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym to nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 758 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 935 PLN, a do spółek zagranicznych 1 086 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 054 mln PLN, czyli **808 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	758
Wycena porównawcza	20%	1 010
Wycena porównawcza Polska	10%	935
Wycena porównawcza zagranica	10%	1 086
Wycena 1 akcji 11 bit studios [PLN]		808

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

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

Główne założenia modelu:

- Zakładamy, że dzięki premierom co najmniej pięciu gier (2 własne, 2 wydawnictwo + mobile) spółka będzie w stanie w 2024 r. wypracować 306,7 mln PLN przychodów (z czego za 43,9 mln PLN będzie odpowiadał XDev), 235,6 mln PLN adj. EBITDA oraz 182,8 mln PLN zysku netto.
- Prognozujemy sprzedaż gier „FP2”, „The Alters”, „The Thaumaturge” oraz „Indika” w rok od premiery na poziomie odpowiednio: 2,1 mln (z ekwiwalentem GP)/ 1,5 mln/ 0,5 mln/ 0,1 mln sztuk.
- Jeżeli chodzi o mobilnego „Frostpunka”, przypominamy, że za stworzenie i wydanie gry odpowiada NetEase oraz Com2uS. 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 wydawców, którzy będą odpowiedzialni za pozyskiwanie użytkowników. Kierując się grami („Whiteout Survival” oraz „Frozen City”), które są podobne do flagowej gry 11b, uwzględniamy w naszej analizie mobilnego „Frostpunka” począwszy od 2Q'24. Zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 1,5-2 mln USD (2,5 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie ok. 2-3 mln PLN kwartalnie (10-12 mln PLN w skali roku).
- Podtrzymujemy nasze założenia odnośnie premiery „Projekt 8”, zakładając jego debiut w 2Q'25. Prognozujemy sprzedaż w rok od premiery na poziomie 2,0 mln sztuk, co przełoży się na 155,7 mln PLN przychodów. Ponadto w 2025 r. liczymy na debiuty gier z segmentu wydawniczego, czyli projektu „Botin” oraz „Ava”. W całym 2025 r. prognozujemy 370,8 mln PLN przychodów, 275,1 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 203,8 mln PLN zysku netto.
- Szacowane przez nas budżety produkcyjne gier własnych wynoszą odpowiednio: 67 mln PLN „Frostpunk 2”, 41 mln PLN „The Alters” oraz 62 mln PLN „Projekt 8”.
- Zakładamy przez nas łączny koszt inwestycji w projekty wydawnicze („The Thaumaturge”, „Indika”, „Ava”, „Botin”) to ok. 55 mln PLN.
- W naszym modelu przyjmujemy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcję kolejnych gier. Zakładamy wykorzystanie wcześniej stworzonych IP w kolejnych projektach, co przełoży się na ich 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 9-11%. 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 FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 2,5 mln akcji (obecna liczba akcji + 125 tys. warrantów).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 kwietnia 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 758 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	306,7	370,8	277,0	422,3	476,9	493,9	523,8	569,3	606,4	642,8
EBIT [mln PLN]	192,3	219,0	113,7	231,6	274,1	285,7	296,9	314,5	326,6	335,3
Stopa podatkowa	8,7%	10,4%	10,9%	9,4%	9,0%	9,3%	9,3%	9,1%	9,0%	8,9%
Podatek od EBIT [mln PLN]	16,8	22,7	12,4	21,7	24,8	26,6	27,5	28,7	29,5	29,9
NOPLAT [mln PLN]	175,6	196,3	101,3	209,9	249,3	259,1	269,4	285,8	297,1	305,3
Amortyzacja [mln PLN]	40,4	53,3	80,8	91,9	98,7	90,4	96,8	107,0	122,0	138,0
CAPEX [mln PLN]	-77,8	-82,7	-87,9	-103,4	-122,2	-136,0	-149,2	-165,5	-180,1	-196,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,3	-2,0	0,0	1,2	1,5	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3
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]	130,9	164,8	94,1	199,6	227,3	213,6	217,1	227,5	239,2	247,2
DFCF [mln PLN]	120,6	134,4	67,9	127,5	128,5	106,9	96,1	89,1	82,9	75,9
Suma DFCF [mln PLN]	1 029,8									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 757,8									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	846,3									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 876,1									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-44,3									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]*	5,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 925,7									
Ilość akcji [mln szt.]	2,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	758									

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

Przychody zmiana r/r	520,6%	20,9%	-25,3%	52,4%	12,9%	3,6%	6,1%	8,7%	6,5%	6,0%
EBIT zmiana r/r	-	13,9%	-48,1%	103,7%	18,3%	4,2%	3,9%	5,9%	3,8%	2,6%
FCF zmiana r/r	-	26,0%	-42,9%	112,0%	13,9%	-6,0%	1,6%	4,8%	5,1%	3,4%
Marża EBITDA	75,9%	73,4%	70,2%	76,6%	78,2%	76,1%	75,2%	74,0%	74,0%	73,6%
Marża EBIT	62,7%	59,1%	41,0%	54,8%	57,5%	57,8%	56,7%	55,2%	53,9%	52,2%
Marża NOPLAT	57,2%	52,9%	36,6%	49,7%	52,3%	52,5%	51,4%	50,2%	49,0%	47,5%
CAPEX / Przychody	25,4%	22,3%	31,7%	24,5%	25,6%	27,5%	28,5%	29,1%	29,7%	30,6%
CAPEX / Amortyzacja	192,5%	155,2%	108,8%	112,5%	123,8%	150,4%	154,2%	154,8%	147,6%	142,3%
Zmiana KO / Przychody	2,4%	0,6%	0,0%	-0,3%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	2,8%	3,2%	0,0%	-0,8%	-2,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,4%	-0,7%

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

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
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	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Udział kapitału własnego	99,0%	99,6%	99,8%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,1%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Udział kapitału obcego	1,0%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	12,9%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%

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	825	845	867	891	919	950	985	1024	1070
	1,0	772	789	808	828	851	876	904	936	972
	1,1	726	740	756	773	792	812	836	862	891
	1,2	684	697	710	724	740	758	777	798	822
	1,3	647	658	669	681	695	709	726	743	763
	1,4	614	623	633	643	655	667	681	695	712
	1,5	584	592	600	609	619	629	641	653	667

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%	865	888	913	941	972	1008	1049	1096	1151
	5,5%	765	781	799	819	841	865	893	924	959
	6,5%	684	697	710	724	740	758	777	798	822
	7,5%	619	628	638	649	660	673	687	702	719
	8,5%	564	572	579	587	596	606	616	627	639
	9,5%	519	524	530	536	543	550	558	567	576
	10,5%	479	484	488	493	499	504	510	517	524

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%	1125	1081	1042	1008	978	951	927	905	885
	5,5%	962	925	893	865	841	819	799	782	766
	6,5%	838	807	781	758	737	719	703	689	676
	7,5%	741	715	692	673	656	642	628	617	606
	8,5%	662	640	622	606	592	579	568	558	550
	9,5%	598	580	564	550	538	528	519	511	503
	10,5%	545	529	516	504	494	486	478	471	465

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 **935 PLN**, natomiast do globalnych **1 086 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 10%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Big Cheese Studio	37,4	4,0	-	25,9	2,3	-
CD Projekt	40,5	64,4	13,8	24,5	37,4	7,5
CI Games	12,4	12,0	14,4	4,0	4,5	-
Creepy Jar	11,7	7,3	12,0	8,1	4,9	-
PCF Group	-	25,7	18,6	29,5	60,9	-
PlayWay	12,3	11,5	14,1	8,6	7,9	-
Mediana	12,4	11,7	14,1	16,6	6,4	7,5
11 bit studios*	7,4	6,7	12,5	5,1	3,8	5,3
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	-40,5%	-43,2%	-11,2%	-69,5%	-40,2%	-29,7%
Wycena wg wskaźnika	908,9	952,1	608,9	1608,1	818,5	712,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		823			1 046	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	935					

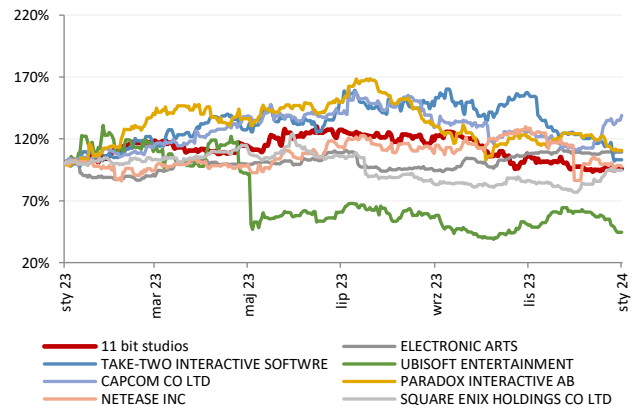
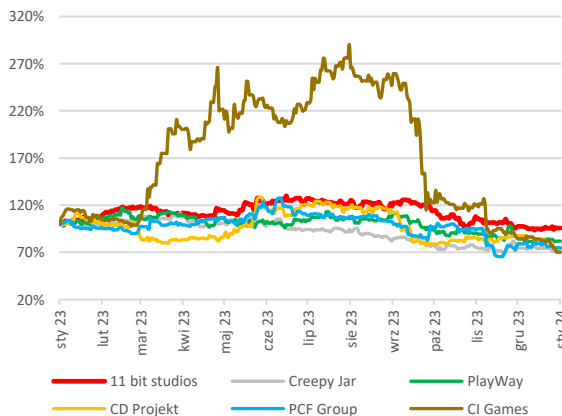
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg; *-skoryg. o Program Motywacyjny

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ELECTRONIC ARTS INC	19,7	18,3	17,5	13,9	12,7	12,1
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	51,4	22,6	19,4	35,7	18,5	15,0
UBISOFT ENTERTAINMENT	12,1	10,1	8,8	4,2	3,4	2,9
EMBRACER GROUP AB	5,3	5,0	4,4	3,9	3,0	2,5
CAPCOM CO LTD	35,0	30,6	28,1	21,6	18,2	16,4
PARADOX INTERACTIVE AB	26,3	22,6	19,4	10,0	9,0	8,1
NETEASE	13,5	12,1	10,4	8,0	6,4	10,5
SQUARE ENIX	20,3	17,3	18,3	9,5	7,3	7,4
Mediana	20,0	17,8	17,9	9,8	8,2	9,3
11 bit studios*	7,4	6,7	12,5	5,1	3,8	5,3
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	-63,0%	-62,6%	-29,9%	-48,3%	-53,2%	-43,0%
Wycena wg wskaźnika	1 462,5	1 445,3	771,8	978,1	1 012,0	847,0
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 227			946	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1 086					

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

Zachowanie kursów od stycznia 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 3Q'23

Wyniki spółki za 3Q'23 okazały się lepsze od naszych oczekiwań i konsensusu, jednakże w związku z niską istotnością tego kwartału w wycenie spółki odebraliśmy je neutralnie. Poziom przychodów okazał się zbliżony do naszych prognoz i wyniósł 9,5 mln PLN, a ich spadek r/r o -31,1% to naturalny efekt coraz bardziej starzejącego się portfela gier. Lekko pozytywnie zaskoczył nas poziom kosztów usług obcych, który wyniósł 6,4 mln PLN (+11,7% r/r, +9,2% q/q) - zakładaliśmy większy wzrost tej pozycji w związku z licznymi działaniami marketingowymi, które miały miejsce na przestrzeni tego okresu. Na poziomie skoryg. EBITDA spółka w 3Q'23 wypracowała 0,7 mln PLN straty (vs 4,1 mln PLN zysku w 3Q'22). Pozytywnie zaskoczył nas wynik na działalności finansowej, którego strata okazała się niższa od naszych przewidywań (efekt wyższych różnic kursowych = 1,8 mln PLN). Obciążaniem wyników omawianego kwartału była wycena instrumentów finansowych (-3,5 mln PLN dot. wartości udziałów w Starward Industries), która była zgodna z naszymi prognozami. Strata netto spółki w 3Q'23 wyniosła 2,7 mln PLN (vs 4,9 mln PLN zysku netto w 3Q'22). Zwiększeniu uległy zespoły pracujące nad „Frostpunkiem 2” oraz „The Alters” (po ok. 10 osób q/q), co również przełożyło się na wzrost CAPEX-u, który wyniósł 16,0 mln PLN (+12,6% q/q, +19,4% r/r). Sprzedaż gry „The Invincible” wypada poniżej oczekiwań spółki. Zaplanowanych jest jednak szereg działań w tym marketingowych, pobudzających monetyzację tego tytułu. Intencją 11b jest przyspieszenie rozwoju pionu wydawniczego i zwiększenie budżetu na ten cel. Spółka negocjuje nowe umowy wydawnicze, o których będzie informować w kolejnych okresach. Premiera projektów „Botin” i „Ava” zaplanowana na 2025 r. (w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy, że nastąpi to jeszcze w 4Q'24). Pragniemy zauważyć, że najważniejszy okres dla 11b jest cały czas przed nami. Liczymy na intensywne rozpoczęcie 2024 r. i premiery takich gier jak „Frostpunk 2”, „The Thaumaturge” oraz „Indika” już w 1Q'24.

Wyniki za 3Q'2023 [mln PLN]

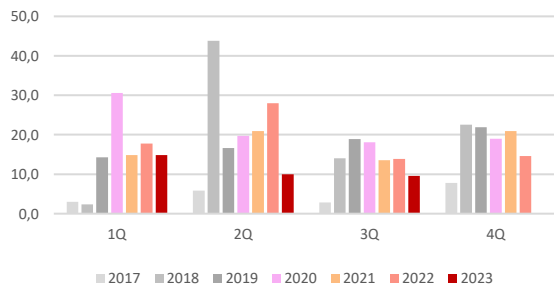
	3Q'22	3Q'23	zmiana r/r	3Q'23P BDM	odchyl.	3Q'23P kons.	odchyl.
Przychody	13,8	9,5	-31,1%	9,4	2,0%	9,2	4,0%
EBITDA	4,1	-1,3	-131,4%	-2,4	-	-1,9	-
EBITDA adj.	4,8	-0,7	-114,3%	-1,8	-	-	-
EBIT	2,6	-2,3	-189,2%	-3,5	-	-3,2	-
Zysk (strata) brutto	5,5	-3,1	-156,2%	-5,5	-	-	-
Zysk (strata) netto	4,9	-2,7	-154,5%	-6,1	-	-4,7	-
Marża EBITDA	39,9%	-13,4%		-25,3%		-20,7%	
Marża EBITDA adj.	66,0%	-7,2%		-18,9%		-	
Marża EBIT	34,5%	-24,1%		-37,6%		-34,8%	
Marża zysku netto	40,4%	-27,9%		-64,9%		-51,1%	

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

- W 3Q'23 spółka wypracowała 9,5 mln PLN przychodów, czyli 31,1% mniej r/r, co było poziomem zbliżonym do naszych oczekiwań.
- Koszty operacyjne spółki w 3Q'23 sięgnęły 11,8 mln PLN (+5,2% r/r, +5,3% q/q) i okazały się niższe od naszych założeń.
- Pozytywnie zaskoczył nas poziom usług obcych (oczekiwaliśmy większego wzrostu q/q w związku z licznymi działaniami marketingowymi), który wyniósł 6,4 mln PLN (+11,7% r/r, +9,2% q/q). Spółka podkreśla, że należy liczyć się, że w kolejnych okresach wydatki na produkcję trailerów, tłumaczeń, testów czy udziału w targach branżowych będą nadal rosły.
- Zbliżony do naszych oczekiwań okazał się poziom wynagrodzeń (z czego koszty PM 2021-2025 r. wyniosły 0,6 mln PLN), które w omawianym kwartale wyniosły 3,1 mln PLN (-3,8% r/r, -1,4% q/q).
- 11b na poziomie EBITDA wypracował -1,3 mln PLN (vs 4,1 mln PLN w 3Q'22), a skoryg. EBITDA w 3Q'23 wyniosła -0,7 mln PLN (vs 4,8 mln PLN w 3Q'22).
- Na poziomie działalności finansowej spółka zanotowała 0,7 mln PLN straty. Przychody finansowe spółki z tytułu odsetek od lokat wyniosły 0,4 mln PLN, a odsetek z obligacji 0,1 mln PLN. Różnice kursowe wyniosły 1,8 mln PLN czym pozytywnie nas zaskoczyły, natomiast wycena instrumentów finansowych sięgnęła -3,5 mln PLN (Starward Industries – zgodnie z naszymi oczekiwaniami).
- Udziały w zysku Fool's Theory wyniosły -0,1 mln PLN (płasko r/r).
- Strata netto spółki w omawianym okresie wyniosła 2,7 mln PLN (vs 4,9 mln PLN zysku netto w 3Q'22).
- W 3Q'23 CF operacyjny spółki wyniósł 21,0 mln PLN (z czego 15,2 mln PLN dotyczyło zmiany salda należności), CF inwestycyjny = -16,5 mln PLN (z czego CAPEX – 16,0 mln PLN, czyli +12,6% q/q, +19,4% r/r), a CF finansowy = -0,3 mln PLN. Na koniec września'23 łączna wartość aktywów finansowych 11b (gotówki na rachunkach bankowych plus bezpiecznych instrumentów finansowych), wynosiła 73,1 mln PLN (+5,3 mln PLN q/q).
- Niezakończone prace rozwojowe urosły q/q o 15,6 mln PLN do poziomu 138,2 mln PLN.

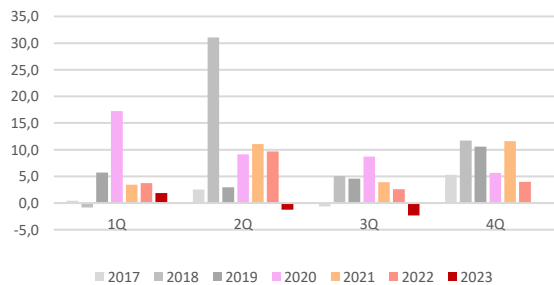
- Zobowiązania z tyt. umów z klientami wyniosły 13,8 mln PLN (-0,1 mln PLN q/q).
- W obszarze produkcji gier własnych 11b w 3Q'23 kontynuowało produkcję: „Frostpunk 2”, „The Alters” i „Projekt 8”. Zespoły odpowiadające za ich stworzenie, dzięki systematycznej rozbudowie, na dzień publikacji sprawozdania liczyły odpowiednio: 80 (+10 q/q), blisko 50 osób (+10 q/q) i prawie 50 osób (bez zmian q/q). Ich łączny budżet produkcyjny szacowany jest na ok. 150 mln PLN.
- Wszystkie tytuły wewnętrzne, przede wszystkim „Frostpunk 2” i „The Alters” ze względu na daleko zaawansowany stopień produkcji, przechodziły kolejne rundy testów zewnętrznych, które będą kontynuowane w dalszych okresach.
- Podtrzymano premierę „Frostpunka 2” i „The Alters” w 1H'24 oraz „Projekt 8” przed końcem 2025 r.
- Łączny budżet inwestycji spółki w gry wydawnicze (The Thaumaturge, Botin, Ava oraz Indika) szacowany jest na ok. 50 mln PLN. Intencją 11b jest przyspieszenie rozwoju pionu wydawniczego i zwiększenie budżetu na ten cel. Spółka negocjuje nowe umowy wydawnicze, o których będzie informować w kolejnych okresach.
- Premiera projektów „Botin” i „Ava” zaplanowana na 2025 r. (w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy, że nastąpi to jeszcze w 4Q'24).
- „The Invincible” – sprzedaż poniżej oczekiwań, zaplanowany szereg działań w tym marketingowych, pobudzających monetyzację gry.

Przychody [mln PLN]



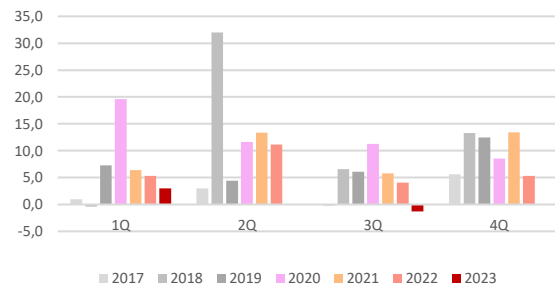
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



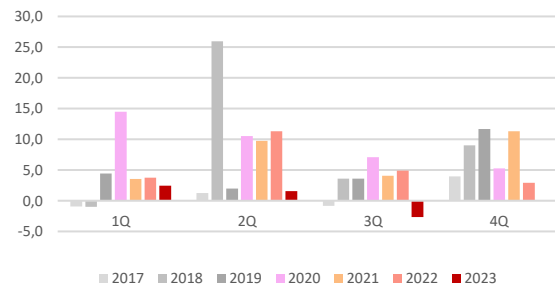
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

FINANSE I PROGNOZY

PROGNOZA NA 4Q'23

Prognozy wyników na 4Q'2023 [mln PLN]

	4Q'22	4Q'23P	zmiana r/r	2022	2023P	zmiana r/r
Przychody	14,6	15,1	3,3%	74,3	49,4	-33,4%
EBITDA	5,3	2,9	-44,6%	25,9	4,6	-82,2%
EBITDA adj.	6,1	3,6	-39,8%	28,8	7,3	-74,7%
EBIT	4,0	1,6	-59,7%	20,0	-0,1	-
Zysk/ strata netto	2,9	-3,9	-	22,9	-2,6	-
Marża EBITDA	29,4%	19,5%		34,8%	9,3%	
Marża EBITDA adj.	66,0%	24,1%		38,7%	14,7%	
Marża EBIT	18,6%	10,7%		26,9%	-0,1%	
Marża zysku netto	35,3%	-26,1%		30,8%	-5,2%	

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

6 listopada 2023 r. premierą „The Invincible” 11b otworzył najintensywniejszy okres wydawniczy w swojej historii. Pomimo iż, premiera tego tytułu zostawia wiele do życzenia, a jej wyniki położyły się cieniem na oczekiwania co do pozostałych gier z szerokiego portfela wydawniczego, miała ona znaczący wpływ na finanse spółki w 4Q'23.

Szacujemy, że sprzedaż tego tytułu w omawianym okresie wyniosła ok. 70 tys. sztuk, co pozwoliło wypracować ok. 4,5 mln PLN przychodów. Według ostatnich informacji przedstawionych przez spółkę, w pierwszych dniach 2024 r. nastąpił zwrot kosztów poniesionych przez 11b na ten projekt. Od tego momentu spółka będzie dzieliła się przychodem z każdej sprzedanej kopii z deweloperem (zakładamy 60% dla Starward Industries).

Oprócz wyżej wspomnianego wydarzenia, liczne wyprzedaże, które miały miejsce na przestrzeni minionego kwartału były czynnikiem pobudzającym monetyzację aktualnego portfela. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że 11b wypracował 15,1 mln PLN (+3,3% r/r), z czego za ok. 7,3 mln PLN odpowiadał „Frostpunk”, a 2,7 mln PLN starsze gry z wydawnictwa („Moonlighter” i „Children of Morta”).

Mając na uwadze intensyfikację działań reklamowych oraz zwiększenie zatrudnienia, oczekujemy wzrostu kosztów marketingowych oraz wynagrodzeń. Ponadto zwiększeniu uległ również poziom amortyzacji, co jest efektem premiery „The Invincible”. Z drugiej strony w związku ze spodziewaną stratą netto w całym 2023 r., nie pojawiają się obciążenia związane z premiami rocznymi. W całym 4Q'23 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 3,6 mln PLN skoryg. EBITDA. Mając na uwadze znaczący spadek kursu akcji Starward Industries na przestrzeni 4Q'23 zakładamy ok. 7,7 mln PLN kosztów finansowych z tego tytułu. W związku z wyżej wspomnianym znaczącym negatywnym efektem spadku wartości STA, oczekujemy, że spółka zamknie 4Q'23 ze stratą netto na poziomie 3,9 mln PLN.

Pomimo wypracowanej straty, spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki spółki za 4Q'23. Aktualnie najważniejsze dla 11b są nadchodzące dużymi krokami (1H'24) premiery własnych gier.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

Z początkiem stycznia, 11 bit studios wkroczył w najintensywniejszy rok w swojej historii pod kątem wydawniczym. Owoce inwestycji poczynionych na przestrzeni ostatnich lat powinny przełożyć się na przeskalowanie biznesu spółki, jak i zwiększyć jej rozpoznawalność wśród światowych inwestorów.

Kluczowe dla wyników spółki, jak i jej dalszych perspektyw są tegoroczne premiery gier własnych, które według naszych prognoz w 2024 r. będą odpowiadały za 86% całości przychodów generując 262,9 mln PLN.

Aktualna wishlista „Frostpunka 2” sięga ok. 2 mln zapisów, co czyni go 5 najbardziej oczekiwaną grą na Steamie. Ostatnie materiały promujące grę, dają namiastkę skali ewolucji tego IP. Naszym zdaniem bardziej skomplikowany gameplay nie powinien okazać się potencjalną barierą dla graczy, czego dobrym przykładem może być zainteresowanie serią „Civilization” czy „Crusader Kings”. Wręcz przeciwnie, jesteśmy przekonani, że urozmaicona rozgrywka powinna zwiększyć potencjalne grono odbiorców tego tytułu.

Oczekujemy, że premiera „FP2” będzie miała miejsce w okolicach drugiej połowy marca/ początku kwietnia'24. Spodziewamy się wpływów z umowy z Microsoftem dot. tej gry na poziomie ok. 15-30 mln USD, co jest ekwiwalentem ok. 0,8-1,8 mln kopii. W naszych analizach przyjmujemy konserwatywnie, dolną wartość tego przedziału. Mając na uwadze kanibalizację, która nastąpi po udostępnieniu tego tytułu w usłudze Game Pass, zakładamy sprzedaż „FP2” w rok od premiery na poziomie 2,1 mln kopii (łącznie z ekwiwalentem GP = 0,8 mln). W naszym przekonaniu istnieje szansa, iż „Frostpunk 2” będzie grą zawierającą pewne elementy trybu multiplayer. Taki atut najnowszej produkcji 11b powinien okazać się istotnym bodźcem wspierającym jego sprzedaż na Steamie. Nie uwzględniamy jednak tego czynnika w naszych analizach.

Pierwsze recenzje najnowszego IP spółki „The Alters” rozbudzają nasze oczekiwania co do potencjału komercyjnego tego tytułu. Uważamy, że gra ma szansę okazać się czarnym koniem portfela 11b. Pozostajemy jednak konsekwentni w naszych założeniach, oczekując 1,5 mln kopii w rok od premiery (2Q’24).

Istotny, chociaż znacznie mniejszy wpływ na prognozowane przez nas przychody będzie miał segment wydawniczy, który w 2024 r. wygeneruje 43,9 mln PLN (14% całości). Pierwszą premierą w tym roku z tego obszaru będzie „The Thaumaturge” (20.02.2024 r.). Uważamy, że tytuł ten ma predyspozycje do tego, aby swoim debiutem odwrócić negatywne nastawienie inwestorów do segmentu wydawniczego spółki. Za potencjałem tego projektu przemawia ciekawa fabuła oraz atrakcyjny gameplay. Pragniemy zwrócić uwagę, na podobieństwo systemu walki do jednej z najlepiej sprzedających się gier w 2023 r., czyli „Baldur’s Gate 3”, co może skłonić część graczy zafascynowanych tym tytułem do przetestowania nowych, podobnych produkcji, w tym tej od Fool’s Theory. Ponadto znacznie bardziej sprzyjające wydaje się okienko wydawnicze (20.02.2024), niż zagęszczony dużymi premierami 4Q’23. Oczekujemy, że sprzedaż tego tytułu w rok od premiery wyniesie ok. 0,5 mln kopii, co przełoży się na 27,8 mln PLN przychodów. Drugim tytułem z XDevu, który pojawi się w 1Q’24 będzie „Indika”, jednakże w związku z niskim zaangażowaniem spółki w ten projekt, nie wiążemy z nim większych nadziei. Przypominamy również, że progresja przychodów z tego segmentu, będzie wiązała się również, ze zwiększeniem poziomu wypłacanych tantiem deweloperom (po zwrocie kosztów zaangażowanych przez 11b).

W związku z działaniami mającymi na celu znalezienie drugiego wydawcy (Com2uS) do mobilnego projektu, jego debiut przedłużył się na 2024 r. W ostatnich tygodniach udostępniona została wersja EA w kilku wybranych destynacjach (m.in. USA, UK). Aktualnie trwają ostatnie przygotowania do globalnej premiery. Uwagę przykuwają, rosnące przychody jednej z podobnych gier, o których szerzej pisaliśmy w naszym poprzednim raporcie. W samym grudniu’23 „Whiteout Survival” wygenerowała 44 mln USD przychodów (vs 18 mln USD w czerwcu’23), co jeszcze bardziej rozbudza nasze oczekiwania, co do potencjalnej monetyzacji „Frostpunk: Beyond the Ice”. Liczymy, że pierwsze wpływy z tego projektu pojawią się w okolicach 2Q’24.

Oczekujemy, że dzięki premierom co najmniej pięciu gier (2 własne, 2 wydawnictwo + mobile) spółka będzie w stanie w 2024 r. wypracować 306,7 mln PLN przychodów, 235,6 mln PLN adj. EBITDA oraz 182,8 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q’22	2Q’22	3Q’22	4Q’22	1Q’23	2Q’23	3Q’23	4Q’23P	1Q’24P	2Q’24P	3Q’24P	4Q’24P
Przychody	17,8	28,0	13,8	14,6	14,8	10,0	9,5	15,1	103,8	83,2	60,7	59,1
EBITDA	5,3	11,2	4,1	5,3	3,0	-0,1	-1,3	2,9	80,5	65,0	44,1	43,1
EBITDA adj.	6,2	11,9	4,8	6,1	3,8	0,5	-0,7	3,6	81,2	65,7	44,8	43,8
EBIT	3,7	9,7	2,6	4,0	1,9	-1,3	-2,3	1,6	74,9	51,6	30,7	35,1
Zysk brutto	5,4	12,5	5,5	3,9	2,9	1,9	-3,1	-3,9	76,8	53,7	32,9	37,0
Zysk netto	3,8	11,3	4,9	2,9	2,5	1,5	-2,7	-3,9	70,1	49,0	30,0	33,8
Marża EBITDA	29,9%	39,9%	29,4%	36,4%	20,3%	-0,7%	-13,4%	19,5%	77,6%	78,2%	72,7%	72,9%
Marża EBITDA adj.	34,9%	42,5%	34,7%	41,5%	25,6%	5,4%	-7,1%	24,1%	78,2%	79,0%	73,9%	74,1%
Marża EBIT	21,1%	34,5%	18,6%	27,3%	12,7%	-12,6%	-24,1%	10,7%	72,2%	62,0%	50,6%	59,4%
Marża zysku netto	21,2%	40,4%	35,3%	20,0%	16,6%	15,5%	-27,9%	-26,1%	67,5%	58,9%	49,4%	57,1%

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	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	27,5	19,5	82,8	71,7	87,4	70,4	74,3	49,4	306,7	370,8	277,0	422,3	476,9
EBITDA	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	39,0	25,9	4,6	232,8	272,3	194,5	323,6	372,8
EBITDA adj.	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	41,2	29,0	7,3	235,6	275,1	194,5	323,6	372,8
EBIT	14,1	7,6	47,0	23,9	40,8	30,0	20,0	-0,1	192,3	219,0	113,7	231,6	274,1
Zysk brutto	15,7	4,4	48,2	25,0	40,7	31,8	27,2	-2,3	200,3	227,4	123,1	242,2	286,8
Zysk netto	12,9	3,4	37,6	21,7	37,4	28,7	22,9	-2,6	182,8	203,8	109,6	219,5	260,8
Marża EBITDA	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	55,3%	34,8%	9,3%	75,9%	73,4%	70,2%	76,6%	78,2%
Marża EBITDA adj.	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	58,5%	39,0%	14,7%	76,8%	74,2%	70,2%	76,6%	78,2%
Marża EBIT	51,4%	39,1%	56,8%	33,3%	46,7%	42,7%	26,9%	-0,1%	62,7%	59,1%	41,0%	54,8%	57,5%
Marża zysku netto	47,0%	17,6%	45,4%	30,3%	42,7%	40,8%	30,8%	-5,2%	59,6%	55,0%	39,6%	52,0%	54,7%

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

„Frostpunk 2”

Oczekujemy, że „Frostpunk 2” będzie pierwszą grą z własnego portfolio, która zadebiutuje w 2024 r. Mając na uwadze harmonogram wyznaczony przez spółkę oraz kalendarz nadchodzących premier na platformie Steam oraz tych udostępnianych w ramach Game Pass (26.04.2024 premiera „Manor Lords” - 2 największa wishlista na Steam, 21.05.2024 debiut „Senua's Saga: Hellblade II”), uważamy, że realnym okienkiem wydawniczym dla tego projektu jest druga połowa marca/ początek kwietnia'24. W poprzednich wypowiedziach przedstawiciele spółki, wskazywali, na chęć jednoczesnej premiery „FP2” na wszystkich platformach. W naszym analizach przyjmujemy jednak, że debiut wersji konsolowej nastąpi z kwartalnym opóźnieniem w 3Q'24.

Na koniec 2023 r. nad grą czuwał zespół złożony z ok. 80 deweloperów, co czyniło go najliczniejszym ze wszystkich prowadzonych projektów. Tym samym, szacowany przez nas budżet produkcyjny sequela będzie największy ze wszystkich wydanych i tworzonych gier przez 11b i sięgnie on 67 mln PLN. Mając na uwadze rozpoznawalność tego IP, spodziewamy się ograniczonych wydatków marketingowych w okolicach 4-5 mln PLN.

Przy okazji publikacji gameplay trailera „FP2”, spółka poinformowała o udostępnieniu gry od pierwszego dnia w ramach PC Game Pass. Taki ruch ze strony 11b jest dla nas zaskoczeniem. W świetle faktu, że mamy do czynienia z najważniejszym projektem studia, gdzie szanse na sukces są wyższe dzięki uznanej marce (sequel) vs nowe projekty, a zainteresowanie ze strony społeczności graczy sięga imponującej liczby 2 milionów zapisów, jesteśmy przekonani, że oferta przedstawiona przez Microsoft musiała być wyjątkowo atrakcyjna, by skłonić 11b do podjęcia tego kroku.

Biorąc pod uwagę kwoty proponowane przez Microsoft wydawcom za udostępnienie gier w ramach usługi Game Pass (dane pochodzące z dokumentów z wrześniowego'23 wycieku) zakładamy, że wartość tej oferty oscyluje w przedziale 15-30 mln USD.

Szacowane przez Microsoft dane dotyczące oczekiwań wydawców/ deweloperów odnośnie premiery/ uczestnictwa w usłudze Game Pass (16.05.2022 r.)

Gra	Oczekiwana kwota umowy (mln USD)	Wydawca	Premiera	Liczba followersów na 16.05.2022 [tys.]	Liczba followersów przed premierą [tys.]	Ilość godzin	Cena USD
LegoStar Wars: The Skywalker Saga	35	Warner Bros	05.04.2022	-	72,9	40	49,99
Dying Light 2	50	Techland	04.02.2022	-	285,5	70	59,99
City Skylines 2	-	Paradox	24.10.2023	64,3	197,8	-	49,99
Red Dead Redemption II	5/msc.	TTWO	28.10.2018 - konsola; 5.11.2019 PC	-	-	10M/ msc.	59,99
Dragon Ball: The Breakers	20	Bandai Namco	13.10.2022	4,1	14,0	35	19,99
Just Dance	5	Ubisoft	24.10.2023	-	-	-	-
Let's Sing Abba	5	Koch Media/ Plaion	03.10.2022	-	-	-	-
Return to Monkey Island	5	Devolver Digital	19.09.2022	-	14	-	24,99
Wreckfest 2	10-14	THQ	-	-	-	-	-
Baldur's Gate 3	5	Larian Studios	03.08.2023	380,2	476,9	-	59,99
Gotham Knights	50	Warner Bros	21.10.2022	11	31,7	55	59,99
Assassin's Creed Mirage	100	Ubisoft	05.10.2023	-	-	75	49,99
Suicide Squad	250	Warner Bros	02.02.2024	8,5	23,1	150	69,99
Star Wars Jedi: Survivor	300	Electronic Arts	28.04.2023	-	75,8	100	69,99
Mortal Kombat 1	250	Warner Bros	19.09.2023	-	39,6	100	69,99
GTA V	12-15/msc.	TTWO	17.09.2013 - konsola; 14.04.2015 - PC	-	-	30M / msc.	29,99

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; theverge.com

Pragniemy również zwrócić uwagę na statystyki sprzedaży gier, które od pierwszego dnia debiutu były dostępne w usłudze Game Pass. Z poniższych danych wynika, że mimo uczestnictwa w usłudze Microsoft, sprzedaż wymienionych gier w pierwszych tygodniach/ miesiącach od premiery oscylowała/ przekraczała ok. 1 mln sprzedanych sztuk. Warto zauważyć, że trzy z przedstawionych poniżej tytułów, tj. „City Skylines 2”, „Wo Long: Fallen Dynasty” oraz „PayDay3” rozczarowały graczy swoją jakością, co znalazło swoje odzwierciedlenie w niskich ocenach oraz spadku sprzedaży w kolejnych miesiącach od premiery. Z drugiej strony, wysoko oceniana gra „Lies of P”, sprzedaje się w dalszym ciągu na dobrym poziomie (ok. 2 mln sztuk po 4 miesiącach od premiery).

Statystyki sprzedaży gier, które od pierwszego dnia premiery były dostępne w usłudze Game Pass

Gra	Wydawca/ deweloper	Premiera	Peak na Steamie w dniu premiery (tys.)	Aktualne oceny	Liczba followersów na 3 msc. przed premierą	Liczba followersów przed premierą	Sprzedaż
City Skylines 2	Paradox Interactive	24.10.2023	104,7	ok. 60% pozytywnów	130,6	197,8	30 mln USD przychodów na samym Steamie w 10 dni od premiery, tj. ok. 700 tys. kopii w 10 dni na tej platformie; aktualnie ponad 900 tys. ma Steam. 2 miesiące od premiery: 3,8 mln użytkowników, 1 mln sztuk na całym świecie; aktualnie sprzedaje na poziomie ok. 1,3 mln szt.
Wo Long: Fallen Dynasty	Koei Tecmo Games	03.03.2023	75,9	ok. 47,5% pozytywnów	25,6	81,7	1 mln sztuk w niecały miesiąc (29 dni), aktualnie ok. 2 mln sztuk
Lies of P	Neowiz	18.09.2023	16,8	ok. 92,6% pozytywnów	16,7	63,7	1,6 mln sztuk w ponad miesiąc od premiery, aktualnie ok. 1,8 mln.
PayDay3	Deep Silver/ Starbreeze Studios	21.09.2023	77,9	ok. 41,8% pozytywnów	120	168,1	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; gamesensor.info; gamalytic.com; vginsights.com

Mając powyższe na uwadze, zakładamy, że mimo kanibalizacji, która nastąpi po udostępnieniu „Frostpunka 2”, wysoka jakość gry w połączeniu z atrakcyjnym wskaźnikiem ceny do oferowanych godzin rozgrywki, przełoży się na utrzymanie dobrej sprzedaży na pozostałych platformach, w tym przede wszystkim na Steam.

Ponadto w naszym przekonaniu istnieje szansa, iż „Frostpunk 2” będzie grą zawierającą pewne elementy trybu multiplayer. Taki atut najnowszej produkcji 11b powinien okazać się istotnym bodźcem wspierającym jego sprzedaż na Steamie.

Na poniżej załączonym obrazie pragniemy zwrócić uwagę, na trzy elementy (oznaczone na żółto) przedstawione w ostatnich materiałach marketingowych (gameplay trailer). Wraz z oficjalną informacją dot. elementów trybu multiplayer w jednej z grze 11b ([LINK](#)), stanowią one podstawę do naszych przypuszczeń.

W lewym górnym rogu oznaczyliśmy ikonę monet oraz populacji miasta, z prawej strony natomiast znajduje się prawdopodobnie wskaźnik aktualnej populacji całego świata, w którym jest umiejscowiony „FP2”. Co istotne, z pośród wymienionych zmiennych, w pierwszej odsłonie „Frostpunka” gracze mogli śledzić ilość osób w zarządzanym mieście. Stąd też, naszym zdaniem dwa pozostałe elementy, mogą świadczyć o innych populacjach i możliwości interakcji z nimi. Powyższe rozważania prowadzą nas do przypuszczeń o elementach trybu wieloosobowego.

Wycinek z gameplay trailera „Frostpunk 2”



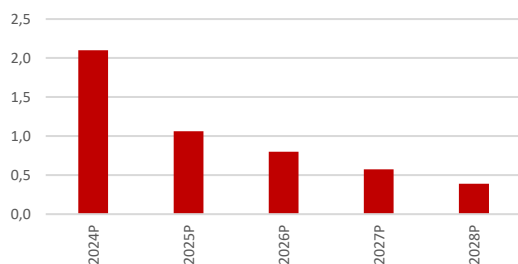
Źródło: spółka

Aktualna wishlista „FP2” sięga ok. 2 mln zapisów, co czyni go 5 najbardziej oczekiwaną grą na Steamie. Porównując „FP2” z pierwszą częścią warto odnotować, iż społeczność graczy czekająca na ten tytuł bezpośrednio sięgała 377,5 tys. zapisów. Tym samym zainteresowanie „FP2” jest ok. 4,3 krotnie większe.

Podsumowując, w naszych analizach przyjmujemy konserwatywnie, dolną wartość przedziału szacowanej przez nas kwoty zaoferowanej przez Microsoft, na poziomie 15 mln USD (co jest ekwiwalentem ok. 0,8 mln kopii). Mając na uwadze kanibalizację, która nastąpi po udostępnieniu tego tytułu w usłudze Game Pass, zakładamy sprzedaż „FP2” w rok od premiery na poziomie 2,1 mln kopii (łącznie z ekwiwalentem GP = 0,8 mln).

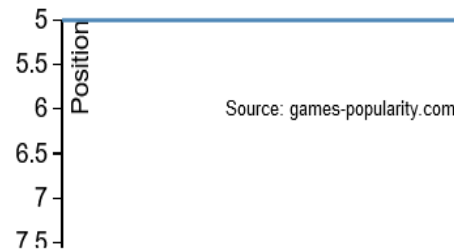
M.in. w związku z licznymi testami wewnętrznymi i zewnętrznymi, jesteśmy spokojni co do finalnej jakości, jaką będzie prezentował ten produkt. Ponadto oczekujemy, że projekt ten będzie rozwijany poprzez co najmniej 3 płatne dodatki. Spodziewamy się pierwszego DLC w ok. rok od premiery gry, oraz dwóch kolejnych w odstępach półrocznych.

Prognozowana sprzedaż gry „Frostpunk 2” [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-w 2024 r. ujęty ekwiwalent GP = 0,8 mln

Pozycja „FP2” na Steam Global Top Wishlist



Source: games-popularity.com

Źródło: games-popularity.com

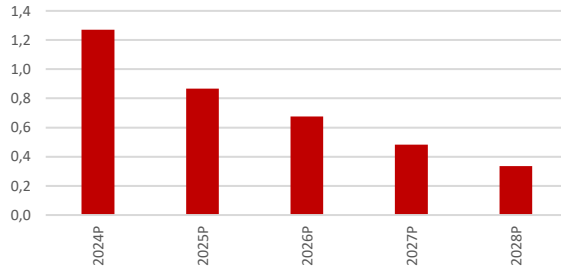
„The Alters”

Drugą grą własną planowaną do wydania w tym roku jest „The Alters”. W celu zachowania odpowiedniego odstępu od najważniejszych premier 11b, oczekujemy debiutu tego tytułu na wszystkich platformach (PC + konsole) pod koniec 2Q’24. Dopuszczamy jednak scenariusz potencjalnego przesunięcia na 3Q’24, motywowanego znalezieniem lepszego okienka wydawniczego.

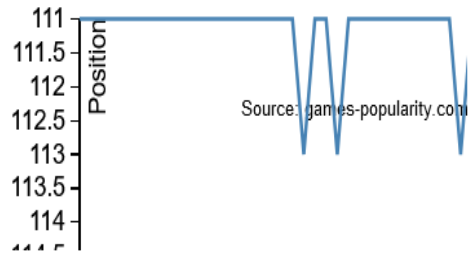
Od kilku kwartałów nad grą czuwa zespół złożony z ok. 50 deweloperów, a praca nad nią przebiega zgodnie z wyznaczonym harmonogramem. W naszym prognozach zakładamy, że łączny budżet „The Alters” sięgnie 45-46 mln PLN (41 mln PLN produkcja, 4-5 mln PLN marketing), co klasyfikuje projekt na trzecim miejscu pod kątem kapitałochłonności tworzonych gier.

Aktualna wishlista tego tytułu sięga ok. 350 tys. zapisów, co plasuje go dopiero na 113 miejscu najbardziej oczekiwanych gier na Steamie. Oczekujemy jednak, że postępująca kampania marketingowa, jak i premiera „FP2”, przełożą się na dalszy wzrost zainteresowania najnowszą produkcją 11b. Podobnie jak to miało miejsce w przypadku „FP2”, również „The Alters” został poddany serii wewnętrznych i zewnętrznych testów, stąd też spodziewamy się, że jego jakość w dniu premiery będzie na wysokim poziomie.

Pierwsze recenzje najnowszej IP spółki „The Alters” rozbudzają nasze oczekiwania co do potencjału komercyjnego tego tytułu. Uważamy, że gra ma szansę okazać się czarnym koniem portfela 11b. Pozostajemy jednak konsekwentni w naszych założeniach, oczekując 1,5 mln kopii w rok od premiery (2Q’24).

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”

Pod koniec 2022 roku produkcja „Projektu 8” wróciła na właściwe tory, a od tamtego czasu prace nad nim postępują zgodnie z wyznaczonym harmonogramem. Aktualnie za stworzenie tytułu odpowiada zespół liczący ok. 50 osób, który na przestrzeni 2024 r. osiągnie swój docelowy poziom i zostanie powiększony do ok. 70 deweloperów.

W związku z natłokiem działań marketingowych nad innymi grami własnymi i wydawniczymi, spółka zdecydowała się przesunąć odstonę informacji na temat tego projektu na 2024 r. Podobnie jak to miało miejsce w pozostałych projektach własnych, 11b zamierza przeprowadzić szereg testów zewnętrznych na przestrzeni tego roku, aby nie pozostawiać kompromisów co do oczekiwanej jakości.

W ostatnich komunikatach spółka podtrzymała intencję premiery „P8” w oknie programu motywacyjnego, tym samym podtrzymujemy nasze założenia odnośnie momentu jego debiutu na rynku (2Q’25). Szacujemy, że do tego czasu jej łączny budżet sięgnie 67-68 mln PLN (62 mln PLN produkcja, 5-6 mln PLN marketing). Prognozowana przez nas sprzedaż tej gry oscyluje w okolicach 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	2,1*	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	28,4	10,8	6,2	4,0
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,2	84,1
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	165,8	62,2	42,3
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	79,8	60,0	47,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*-w 2024 r. ujęty ekwiwalent GP = 0,8 mln kopii

Główne założenia

	Cena [USD]	Premiera	B. prod. [mln PLN]	B. mark. [mln PLN]	Łączny budżet [mln PLN]
Własne produkcje					
Projekt 8	45	2Q’25	62	5-6	67-68
Frostpunk 2	45	1Q’24	67	4-5	71-72
The Alters	35	2Q’24	41	4-5	45-46
Wydawnictwo					
The Invincible	30	4Q’23	15	2	17
The Thaumaturge	30	1Q’24	18	2	20
Indika	30	1Q’24	15	2	17
Projekt Botin	30	1Q’25	13	2	15
Projekt Ava	30	2Q’25	14	2	16

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Segment wydawniczy:

„The Invincible”

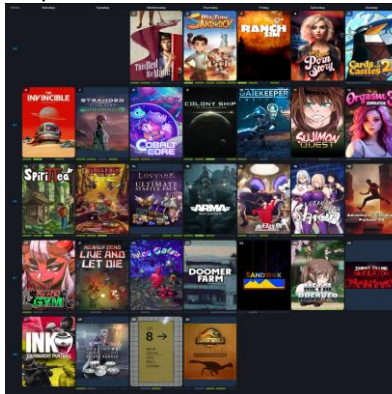
Premiera „The Invincible”, która miała miejsce 6.11.2023, zostawiła wiele do życzenia, a jej wyniki położyły się cieniem na oczekiwania co do pozostałych gier z szerokiego portfela wydawniczego. Szacujemy, że sprzedaż tego tytułu w 4Q'23 wyniosła ok. 70 tys. sztuk, co pozwoliło wypracować w tym okresie ok. 4,5 mln PLN przychodów. Zwrot kosztów poniesionych przez 11b na ten projekt (ok. 5 mln PLN) nastąpił w pierwszych dniach stycznia'24, co według naszych obliczeń implikuje sprzedaż na poziomie blisko 80 tys. sztuk. Liczymy na stabilizację sprzedaży w okolicach 10-15 tys. sprzedanych kopii kwartalnie na przestrzeni 2024 r., co powinno przełożyć się na 4,6 mln PLN przychodów w tym roku. W naszych założeniach przyjęliśmy podział 40/60 przychodów z deweloperem po zwrocie kosztów poniesionych przez 11b.

„The Thaumaturge”

Uważamy, że „The Thaumaturge” ma predyspozycje do tego, aby swoją premierą odwrócić negatywne nastawienie inwestorów do segmentu wydawniczego spółki. Za potencjałem tego projektu przemawia ciekawa fabuła oraz atrakcyjny gameplay. Pragniemy zwrócić uwagę, na podobieństwo systemu walki do jednej z najlepiej sprzedających się gier w 2023 r., czyli „Baldur's Gate 3”, co może skłonić część graczy zafascynowanych tym tytułem do przetestowania nowych, podobnych produkcji, w tym tej od Fool's Theory. Ponadto znacznie bardziej sprzyjające wydaje się okienko wydawnicze (20.02.2024), niż zagęszczony dużymi premierami 4Q'23. Szacujemy, że łączny budżet gry wyniesie ok. 20 mln PLN, z czego 2 mln PLN zostanie przeznaczony na marketing. Oczekujemy, że sprzedaż tego tytułu w rok od premiery wyniesie ok. 0,5 mln kopii, co przełoży się na 27,8 mln PLN przychodów.

Kalendarz premier gier Steam

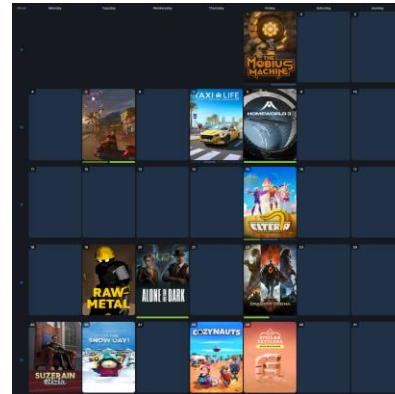
Listopad 2023



Luty 2024



Marzec 2024



Źródło: steamdb.info

„Indika”

W związku z obniżeniem naszych prognoz dotyczących tego projektu, znanego nam wcześniej pod kodową nazwą „N”, mamy niewielkie oczekiwania co do jego potencjału komercyjnego. Niemniej jednak premierę „Indiki” identyfikujemy jako jeden z obszarów potencjalnego ryzyka, który może mieć wpływ na dalsze pogłębienie negatywnego nastawienia inwestorów do segmentu wydawniczego spółki. Jednocześnie pragniemy zauważyć, iż spadki notowań 11b z ostatnich miesięcy prawdopodobnie odnajdują swoje odzwierciedlenie w niskich oczekiwaniach co do tego segmentu (XDevu). Kluczowy pod kątem przepływów osiągniętych przez 11b z „Indiki”, jest jego poziom zaangażowania finansowego w ten projekt. Biorąc pod uwagę dołączenie warszawskiego studia na ostatniej prostej dewelopmentu gry, zakładamy, że partycypacja spółki w kosztach tego przedsięwzięcia wynosi ok. 4 mln PLN, przy łącznym budżecie oscylującym w okolicach 17 mln PLN. Zakładając cenę „Indiki” na poziomie 30 USD, próg rentowności tego projektu dla 11b oscyluje w okolicach 55-65 tys. sprzedanych sztuk, co naszym zdaniem będzie realne do osiągnięciach w pierwszych miesiącach sprzedaży tego tytułu. W naszych kalkulacjach prognozujemy sprzedaż tej gry na poziomie ok. 100 tys. sztuk w rok od premiery.

„Botin” i „Ava”

Mając na uwadze bardzo zatłoczone okienko wydawnicze oraz brak rozpoczętych działań marketingowych tych produktów, przesuwamy premiery tych gier z 4Q'24 na 1H'25. Jednocześnie delikatnemu podwyższeniu ulegają zakładane przez nas budżety produkcyjne tych projektów do poziomów 13 mln PLN („Botin”) oraz 14 mln PLN („Ava”).

Szacowany przez nas łączny budżet inwestycji spółki w cztery gry wydawnicze (The Thaumaturge, Botin, Ava oraz Indika) oscyluje w okolicach 55 mln PLN. Pragniemy zauważyć, że pomimo nieudanej premiery „The Invincible”, intencją 11b jest przyspieszenie rozwoju pionu wydawniczego i zwiększenie budżetu na ten cel.

Główne założenia – segment wydawniczy

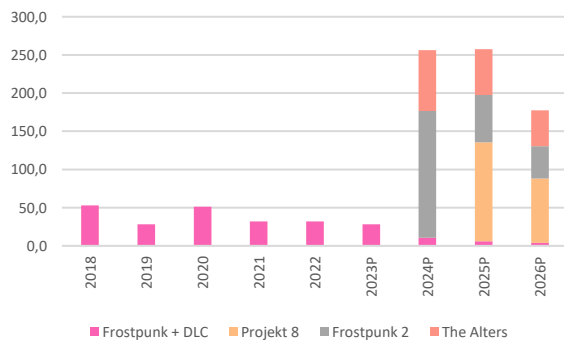
	2018	2019	2020P	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Sprzedaż kopii (mln)									
Moonlighter	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0
Children of Morta	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
The Invincible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
The Thaumaturge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,3
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,4
Projekt Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,4
Indika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Przychody z tytułu w danym okresie									
Moonlighter	18,3	17,5	11,0	11,0	9,5	6,1	3,2	0,0	0,0
Children of Morta	0,0	10,5	11,7	9,0	10,1	6,7	4,0	1,7	0,4
The Invincible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	4,6	2,2	1,1
The Thaumaturge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,8	14,1	6,8
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,6	9,6
Projekt Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	23,4	11,0
Indika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	4,2	2,1	1,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

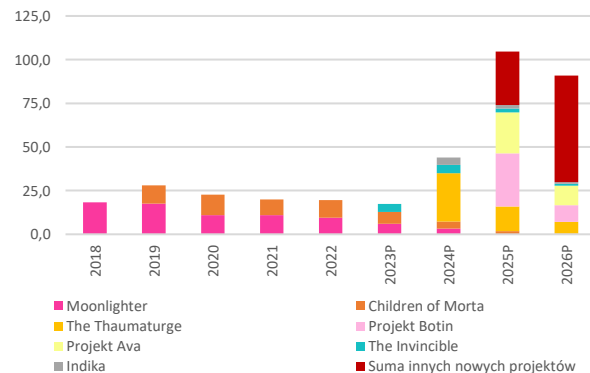
„Frostpunk: Beyond the Ice”

W związku z działaniami mającymi na celu znalezienie drugiego wydawcy (Com2uS) do mobilnego projektu, jego debiut przesunął się na 2024 r. W ostatnich tygodniach udostępniona została wersja EA w kilku wybranych destynacjach (m.in. USA, UK). Aktualnie trwają ostatnie przygotowania do globalnej premiery. Uwagę przykuwają, rosnące przychody z podobnej gry, o której szerzej pisaliśmy w naszym poprzednim raporcie. W samym grudniu'23 „Whiteout Survival” wygenerowała 44 mln USD przychodów (vs 18 mln USD w czerwcu'23), co jeszcze bardziej rozbudza nasze oczekiwania, co do potencjalnej monetyzacji „Frostpunk: Beyond the Ice”.

Zakładamy, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie należało do 11 bit studios, natomiast pozostała część do wydawców (odpowiedzialnych za UA). W związku z funkcjonowaniem na rynku podobnych tytułów (Frozen City, Whiteout Survival), uwzględniamy ten projekt w naszej wycenie. Oczekujemy pierwszych wpływów z tego tytułu w okolicach 2Q'24. Mając na uwadze spadek przychodów z drugiej z porównywalnych gier „Frozen City”, obniżamy nasze prognozy dot. tego tytułu. Aktualnie zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 1,5-2 mln USD (2,5 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie ok. 2-3 mln PLN kwartalnie.

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	2026P
Przychody BDM	49,4	306,7	370,8	277,0
Przychody konsensus	59,6	330,6	307,6	197,0
Różnica	-17,1%	-7,2%	20,5%	40,6%
EBITDA BDM	4,6	232,8	272,3	194,5
EBITDA konsensus	4,9	229,1	198,1	135
Różnica	-5,9%	1,6%	37,4%	44,1%
Zysk netto BDM	-2,6	182,8	203,8	109,6
Zysk netto konsensus	4,7	179,6	150,9	104
Różnica	-	1,8%	35,1%	5,4%

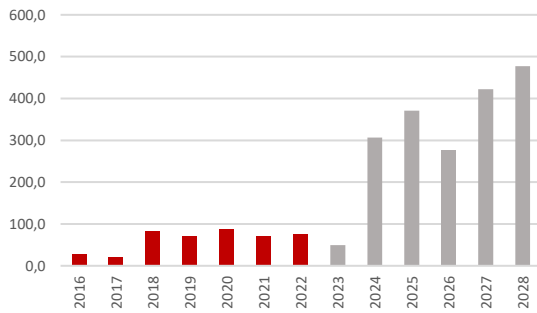
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników BDM vs cele PM 21-25 [mln PLN]

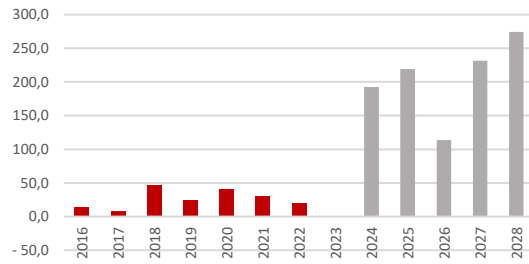
	2021-2025
łącznie przychody BDM 21-25	871,6
łącznie przychody PM 21-25	656,0
Różnica	32,9%
łącznie zysk brutto BDM 21-25*	498,1
łącznie zysku brutto PM 21-25*	328,0
Różnica	51,9%

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

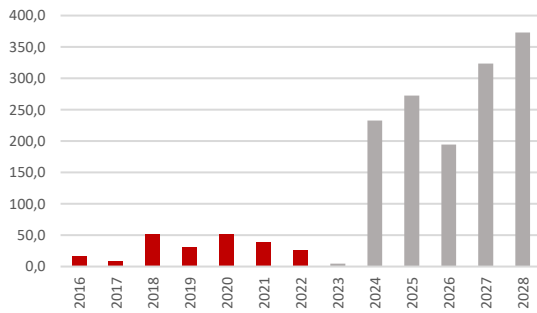
Przychody [mln PLN]



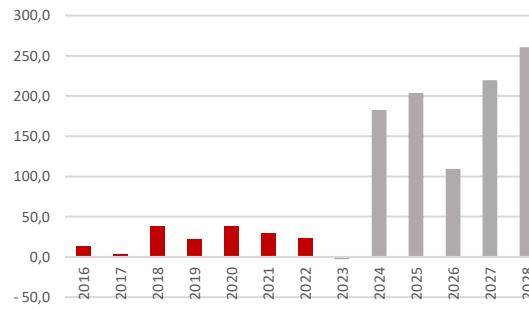
EBIT [mln PLN]



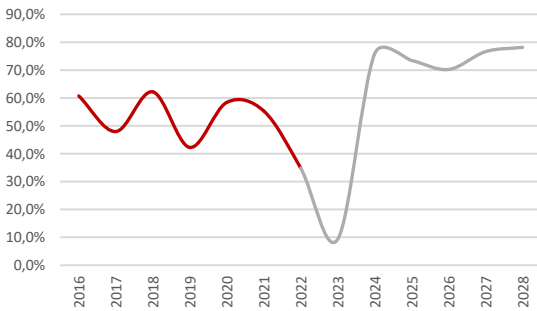
EBITDA [mln PLN]



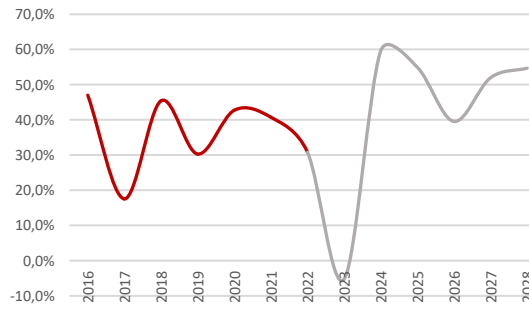
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.07.2023 wynika m.in. z:

- Przesunięcia premier gier: 1) „The Thaumaturge” z 4Q’23 na 1Q’24; 2) „Botin” i „Ava” z 4Q24 na 1H’25.
- Obniżenia prognoz sprzedażowych dot. „The Invincible”, „Projekt N/ Indika” oraz „The Thaumaturge”. Ponadto słabsza premiera pierwszego ze wspomnianych tytułów, wraz z niskim potencjałem komercyjnym drugiego z projektów, wpływają na obniżenie naszych prognoz dot. segmenty wydawniczego w przyszłości.
- Przesunięcia premiery „Frostpunk Mobile”, tym samym pojawienia się pierwszych wpływów w 2Q’24 (vs 1Q’24 wcześniej). Dodatkowo mając na uwadze spadek przychodów z porównywalnej gry „Frozen City” obniżamy nasze prognozy dot. tego tytułu.
- Podwyższenia prognozowanych przychodów z gry „Frostpunk 2”, co jest efektem wpływów z Game Pass (15 mln USD) oraz oczekiwanej dobrej sprzedaży mimo kanibalizacji przez usługę Microsoft.
- Zmiany sposobu amortyzacji zarówno własnych gier jak i wydawniczych (wydłużenie do odpowiednio: 5 i 4 lat).
- Zwiększenia poziomu CAPEXU, wynikającego z wyższych od naszych oczekiwań nakładów oraz dalszej kapitalizacji prac zespołów po premierach gier. W związku z powyższym podwyższeniu ulegają prognozowane przez nas budżety gier.
- Zmniejszenia efektywnej stopy podatkowej, wynikającej z obniżenia udziału segmentu wydawniczego w zyskach spółki.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.07.2023 [mln PLN]

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
POPZEDNIA 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
AKTUALNA REKOMENDACJA							
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	74,3	49,4	306,7	370,8	277,0
Frostpunk	51,2	32,0	32,0	28,4	10,8	6,2	4,0
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	129,2	84,1
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	165,8	62,2	42,3
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	79,8	60,0	47,0
Frostpunk Mobile	0,0	0,0	0,0	0,0	7,7	8,5	8,7
Wydawnictwo	22,7	20,0	19,6	17,4	39,7	102,6	89,9
ZMIANA %							
Przychody [mln PLN]	0,0%	0,0%	0,0%	-40,3%	-15,7%	-10,1%	-14,3%
Frostpunk	-	-	-	15,2%	-24,9%	-10,6%	-5,9%
Projekt 8	-	-	-	-	-	1,0%	0,7%
Frostpunk 2	-	-	-	-	10,3%	-0,4%	0,7%
The Alters	-	-	-	-	0,0%	-0,7%	0,7%
Frostpunk Mobile	-	-	-	-	-68,3%	-68,2%	-68,0%
Wydawnictwo	-	-	-	-47,5%	-36,1%	-10,1%	-19,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.07.2023 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	364,0	306,7	-15,7%	341,9	370,8	8,5%	347,9	277,0	-20,4%
EBITDA	270,2	232,8	-13,9%	192,0	272,3	41,8%	176,2	194,5	10,4%
EBITDA adj.	273,3	235,6	-13,8%	195,3	275,1	40,9%	179,5	194,5	8,4%
EBIT	216,0	192,3	-11,0%	148,4	219,0	47,6%	105,4	113,7	7,9%
Wynik brutto	222,5	200,3	-10,0%	152,8	227,4	48,8%	107,4	123,1	14,6%
Wynik netto	199,8	182,8	-8,5%	134,5	203,8	51,5%	93,7	109,6	17,0%
marża EBITDA	74,2%	75,9%		56,1%	73,4%		50,6%	70,2%	
marża EBITDA adj.	75,1%	76,8%		57,1%	74,2%		51,6%	70,2%	
marża EBIT	59,3%	62,7%		43,4%	59,1%		30,3%	41,0%	
marża netto	54,9%	59,6%		39,3%	55,0%		26,9%	39,6%	
USD/PLN	4,064	4,033	-0,8%	4,036	4,061	0,6%	4,036	4,003	-0,8%

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	197,5	234,9	264,3	271,5	283,0	306,5
Rzeczowe aktywa trwałe	24,0	26,9	25,9	24,9	24,1	25,4	27,8	26,7	27,0	26,7
Wartości niematerialne	24,9	37,9	59,1	100,0	155,4	191,5	218,6	226,8	238,0	261,7
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	5,6	5,6	17,7	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Aktywa obrotowe	105,9	115,9	128,8	101,7	62,1	206,5	348,0	362,8	522,0	652,8
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	17,8	11,6	16,5	9,5	8,2	13,6	18,5	13,9	18,8	21,2
Inne aktywa obrotowe	5,9	8,2	4,9	4,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	82,2	96,1	107,4	87,3	50,8	189,8	326,4	345,9	500,2	628,5
- w tym środki pieniężne	14,9	24,1	26,7	30,6	20,8	159,8	296,4	315,9	470,2	598,5
Aktywa razem	155,7	186,3	219,5	244,2	259,6	441,4	612,3	634,2	805,0	959,2
Kapitał własny	119,7	164,6	197,3	224,5	228,5	414,1	584,2	612,2	776,9	928,0
Zobowiązania długoterminowe	11,3	10,5	9,0	9,5	7,6	5,9	4,2	2,9	2,9	2,1
Zobowiązania finansowe odsetkowe	10,8	9,8	8,3	7,2	5,5	3,8	2,1	0,7	0,7	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	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Zobowiązania krótkoterminowe	24,7	11,2	13,2	10,2	23,6	21,4	23,9	19,1	25,2	29,1
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	4,1	13,6	16,5	12,3	17,6	21,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	11,9	0,1	3,9	6,0	18,4	7,0	7,0	6,5	7,3	7,6
Pasywa razem	155,7	186,3	219,5	244,2	259,6	441,4	612,3	634,2	805,0	959,2
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	49,4	306,7	370,8	277,0	422,3	476,9
Koszty działalności operacyjnej	-47,8	-46,6	-40,3	-54,3	-49,5	-114,4	-151,8	-163,3	-190,7	-202,8
EBITDA	30,3	51,1	39,0	25,9	4,6	232,8	272,3	194,5	323,6	372,8
EBITDA skoryg.	30,3	51,1	41,2	29,0	7,3	235,6	275,1	194,5	323,6	372,8
Amortyzacja	-6,4	-10,3	-8,9	-5,9	-4,7	-40,4	-53,3	-80,8	-91,9	-98,7
EBIT	23,9	40,8	30,0	20,0	-0,1	192,3	219,0	113,7	231,6	274,1
Saldo działalności finansowej	1,4	-0,1	1,8	7,5	-2,3	3,1	6,0	8,2	10,0	12,5
Zysk (strata) brutto	25,0	40,7	31,8	27,2	-2,3	200,3	227,4	123,1	242,2	286,8
Zysk (strata) netto	21,7	37,4	28,7	22,9	-2,6	182,8	203,8	109,6	219,5	260,8
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	19,2	218,8	257,8	190,4	312,6	360,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49,3	-34,4	-37,4	-28,8	-31,0	-77,8	-82,7	-87,9	-103,4	-122,2
Przepływy z działalności finansowej	-1,7	6,0	-0,9	-0,3	2,0	-2,0	-38,6	-83,0	-54,8	-109,7
Przepływy pieniężne netto	-9,4	9,3	2,6	3,8	-9,8	139,0	136,6	19,5	154,4	128,3
Środki pieniężne na początek okresu	24,3	14,9	24,1	26,7	30,6	20,8	159,8	296,4	315,9	470,2
Środki pieniężne na koniec okresu	14,9	24,1	26,7	30,6	20,8	159,8	296,4	315,9	470,2	598,5

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%	-33,4%	520,6%	20,9%	-25,3%	52,4%	12,9%
EBITDA zmiana r/r	-41,2%	68,5%	-23,7%	-33,6%	-82,2%	4958,6%	17,0%	-28,6%	66,3%	15,2%
EBIT zmiana r/r	-49,2%	70,9%	-26,4%	-33,5%	-	-	13,9%	-48,1%	103,7%	18,3%
Zysk netto zmiana r/r	-42,3%	72,1%	-23,2%	-20,2%	-	-	11,5%	-46,2%	100,2%	18,8%
Marża EBITDA	42,3%	58,4%	55,3%	34,8%	9,3%	75,9%	73,4%	70,2%	76,6%	78,2%
Marża EBIT	33,3%	46,7%	42,7%	26,9%	-0,1%	62,7%	59,1%	41,0%	54,8%	57,5%
Marża netto	30,3%	42,7%	40,8%	30,8%	-5,2%	59,6%	55,0%	39,6%	52,0%	54,7%
ROE	18,1%	22,7%	14,5%	10,2%	-1,1%	44,2%	34,9%	17,9%	28,3%	28,1%
ROA	13,9%	20,1%	13,1%	9,4%	-1,0%	41,4%	33,3%	17,3%	27,3%	27,2%
Dług netto	-70,1	-84,9	-97,8	-78,9	-44,3	-185,3	-323,9	-344,8	-499,2	-628,2
Dług netto / kapitał własny	-58,6%	-51,6%	-49,6%	-35,1%	-19,4%	-44,7%	-55,4%	-56,3%	-64,2%	-67,7%
Dług netto / EBITDA	-2,3	-1,7	-2,5	-3,0	-9,6	-0,8	-1,2	-1,8	-1,5	-1,7
Dług netto / EBIT	2,9	2,1	3,3	3,9	-684,0	1,0	1,5	3,0	2,2	2,3
EV	1259,3	1313,3	1300,4	1319,4	1353,9	1212,9	1074,3	1053,4	899,0	770,0
CAPEX / Przychody	20,1%	34,0%	121,2%	25,4%	22,3%	31,7%	24,5%	25,6%	27,5%	28,5%
CAPEX / Amortyzacja	224,7%	289,9%	1283,4%	192,5%	155,2%	108,8%	112,5%	123,8%	150,4%	154,2%
Amortyzacja / Przychody	11,7%	9,4%	13,2%	14,4%	29,2%	21,8%	20,7%	18,3%	18,5%	18,8%
Zmiana KO / Przychody	10,8%	-33,0%	2,4%	0,6%	0,0%	-0,3%	-0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	59,7%	42,9%	2,8%	3,2%	0,0%	-0,8%	-2,7%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	18,2	15,8	19,5	18,5	27,8	4,5	3,7	5,0	3,3	2,9
P/E*	60,2	36,8	47,9	60,1	-	7,5	6,7	12,5	6,3	5,3
P/E skoryg.**	60,2	36,8	44,5	52,9	-	7,4	6,7	12,5	6,3	5,3
P/BV*	10,9	8,4	7,0	6,1	6,0	3,3	2,4	2,2	1,8	1,5
P/CE*	132,8	59,6	44,9	44,2	-	104,4	81,8	51,2	64,9	62,4
EV/EBITDA*	40,8	25,3	32,8	50,1	289,3	5,1	3,9	5,3	2,7	2,0
EV/EBITDA skoryg.**	40,8	25,3	31,0	44,7	182,6	5,1	3,8	5,3	2,7	2,0
EV/EBIT*	51,8	31,6	42,5	64,9	-	6,2	4,8	9,1	3,8	2,7
EV/S*	17,3	14,8	18,2	17,5	26,9	3,9	2,8	3,7	2,1	1,6
BVPS	49,5	64,8	77,6	88,3	89,9	162,9	229,8	240,8	305,6	365,0
EPS	9,0	14,7	11,3	9,0	-1,0	71,9	80,2	43,1	86,3	102,6
CEPS	4,1	9,1	12,1	12,2	-47,4	5,2	6,6	10,6	8,3	8,7
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	36,6	81,5	54,8	109,7
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,4	32,1	21,6	43,2
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	5,9%	4,0%	8,0%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	40,0%	50,0%	50,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 541 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 32
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

Piotr Dedejus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedejus@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

Tomasz Grzeszczyk

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	808	kupuj	875	23.01.2024	08:30 CET	541,0	74 954
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 1Q'24*:		, 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	6	50%	0	0%
Akumuluj	3	25%	0	0%
Trzymaj	1	8%	0	0%
Redukuj	2	17%	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: 2024-01-23.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-01-23 (08:30 CET).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-01-30 (08:30 CET).

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględnił 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 obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahanom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfela inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszące 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 premialne. Dodatkowo 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 2024-01-23:

- BDM oświadcza i zapewnia, że 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 zajść 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.