



Dom Maklerski BDM S.A.

11 bit studios

RAPORT ANALITYCZNY

Pomimo opóźnienia P8 w stosunku do wewnętrznych założeń spółki, pierwsze obrazy z tej gry rozbudzają wyobraźnię. Dostępne informacje lub wnioski, które można wysnuć o tym projekcie (gra akcji TPP, świat „tętniący” magią, podejście „console-first”, największy budżet produkcyjny – 5x FP1) wskazują, że będzie to znacznie większe uniwersum od tych, które do tej pory poznaliśmy ze strony 11b. Wszystko to daje nam perspektywę gry celującej w znacznie szersze grono potencjalnych odbiorców niż jej wcześniejsze oraz aktualnie tworzone tytuły. Jednakże w związku z opóźnieniami, ujawnianie najmocniejszych „kart” odwleka się w czasie. Okres ten będzie jednak wypełniony postępującą kampanią marketingową dwóch projektów własnych, których produkcja idzie zgodnie z wyznaczonym harmonogramem oraz rozrastającego się portfela projektów wydawniczych. Uwagę zwraca szybko budująca się wishlista „Frostpunka 2” (3x większa vs FP1 tuż przed premierą) oraz zapowiedzi 11b odnośnie skali zmian gry. Natomiast niedawno odsłonięty „The Alters” podtrzymuje nasze przekonanie o kreatywności studia. W ostatnim czasie spółka dodała do swojego portfela projektów wydawniczych dwa nowe tytuły, to jest „South of the Circle” oraz „The Invincible”. Zamierza ona również pozyskać w tym roku kolejne dwie umowy oraz stawia sobie ambitne cele na kolejne lata. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku pierwsze tytuły z XDevu zaczną pozytywnie kontrybuować do wyników spółki a dzięki premierą gier własnych w latach 23-24 11b bez problemu zrealizuje cele PM. Ponadto zwracamy uwagę, na bardzo dynamicznie budującą się społeczność dookoła nowo zapowiedzianych gier spółki. Mając powyższe na uwadze podtrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ obniżając cenę docelową do 590 PLN/ akcję, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

„Projekt 8” - pomimo opóźnienia projektu w stosunku do wewnętrznych założeń, pierwsze obrazy z tej gry rozbudzają wyobraźnię (str. 5). Wiemy, że P8 jest grą akcji TPP, a na pierwszy rzut oka widać, że jej świat „tętni” magią. Ponadto 11b podtrzymują, że powstaje ona z zamysłem „console-first”, a jej budżet produkcyjny (wg. naszych szacunków ok. 45 mln PLN), który jest blisko 5x wyższy od „Frostpunka” (czy vs ok. 30 mln PLN „Wiedźmin 2”) wskazuje, że będzie to znacznie większe uniwersum od tych, które do tej pory poznaliśmy ze strony 11b. Wszystko to daje nam perspektywę gry celującej w znacznie szersze grono potencjalnych odbiorców niż jej wcześniejsze oraz aktualnie tworzone tytuły i to bez najmniejszych kompromisów co do tego w jaki sposób realizuje ona swoją wizję („meaningful entertainment”). Spółka zakłada jednak, że osiągnąć kluczowy kamień milowy przewidziany na 3Q’22, poradzi sobie z najtrudniejszymi wyzwaniami, które napotkała w tym projekcie. Jednakże trzeba mieć na uwadze, że wyżej wspomniane problemy implikują również ryzyko anulowania tego projektu. Uważamy jednak, że 11b ma dokładny plan jak poradzić sobie z tymi przeciwnościami, a premiera gry będzie miała miejsce jeszcze pod koniec 2024r.

„The Alters” - 12.06 podczas PC Gaming Show spółka zaprezentowała zwiastun nowej gry własnej (wcześniej „Projekt Dolly”), który został wyświetlony ponad 0,7 mln razy. Gra czerpie elementy z różnych nurtów (miks dramatu, thrillera i psychologicznego horroru). W grze chodzi o przetrwanie i wydotanie się do domu, i właśnie w tym celu gracz będzie musiał tworzyć Alterów. Tym projektem 11b po raz kolejny udowadnia swoją dużą kreatywność, intryguje i przykuwa wzrok tworzonym światem. Spółka potwierdza, że jej celem jest równoległa premiera swoich gier na wszystkie dostępne platformy. Ponadto „The Alters” będzie tytułem zdecydowanie bardziej dostosowanym do grania na konsole niż „Frostpunk”. Spodziewamy się jej premiery w 4Q’23, podnosimy nasze założenia co do sprzedaży tego tytułu do poziomu 1,5 mln kopii w rok od debiutu.

„Frostpunk 2” - w sierpniu’21 rozpoczęła się kampania marketingową drugiej części flagowej produkcji studia. Zaledwie miesiąc po osłonie pierwszych szczegółów dotyczących gry, wishlista „FP2” przekroczyła społeczność, która zgromadziła się bezpośrednio przed premierą pierwszej części (377,5 tys. zapisów). Obecnie wishlista gry jest blisko o 3x większa vs FP1 tuż przed premierą. FP1 w rok od premiery sprzedał się w nakładzie 1,4 mln kopii. Ponadto w ostatnich wywiadach spółka wskazywała na to, iż gracze zostaną zaskoczeni skalą i zmianami gatunku tej gry. Zakładamy, 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 szersze zainteresowanie graczy tym IP. Spodziewamy się premiery FP2 w 2Q’23, a m.in. w związku z jego dynamicznie budującą się społecznością podnosimy nasze założenia do 1,9 mln sprzedanych kopii w pierwszym roku od debiutu (vs 1,6 mln w naszej poprzedniej rekomendacji).

Projekty wydawnicze - w ostatnim czasie spółka dodała do swojego portfela projektów wydawniczych dwa nowe tytuły, to jest „South of the Circle” oraz „The Invincible”. Jeżeli chodzi o pierwszy z nich, to spodziewamy się, że tytuł zadebiutuje jeszcze w tym roku ale nie będzie miał istotnego wpływu na wyniki spółki. 11b traktuje to przedsięwzięcie bardziej długofalowo, jako nawiązanie współpracy i relacji biznesowych z ciekawych studium, jak i perspektywą pracy nad kolejnymi ciekawymi projektami o większym potencjale monetyzacji. Natomiast jeżeli chodzi o drugi z nich „The Invincible” prognozujemy jego premierę na 2Q’23. Spodziewamy się, że udział 11b w przychodach gry (po zwróceniu kosztów) będzie na poziomie ok. 40%. W naszym modelu zakładamy, że jej sprzedaż w pierwszym roku premiery będzie kształtowała się na poziomie 0,6 mln PLN sztuk. ...w tym „Vitriol”, którego pierwszy teaser mogliśmy zobaczyć na konferencji inwestorskiej. Jego globalna odsłona będzie miała miejsce za kilka tygodni (latem’22). Spodziewamy się, że tytuł ten zadebiutuje w przyszłym roku na PC. Oprócz tego spółka zamierza pozyskać w tym roku kolejne dwie umowy na wydanie gier zewnętrznych firm i ma ambitny plan odnośnie xDevu na kolejne lata.

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Przychody [mln PLN]	71,7	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9
EBITDA [mln PLN]	30,3	51,1	39,0	19,4	120,5	192,0
EBIT [mln PLN]	23,9	40,8	30,0	14,0	108,2	148,4
Wynik brutto [mln PLN]	25,0	40,7	31,8	15,4	116,4	152,8
Zysk netto [mln PLN]	21,7	37,4	28,7	12,8	104,0	134,5
P/BV	10,0	7,7	6,4	6,0	4,0	3,2
P/E	55,3	33,8	44,0	99,0	12,1	9,4
EV/EBITDA	37,3	23,1	29,9	61,9	9,3	5,4
EV/EBIT	47,3	28,9	38,8	85,6	10,4	7,0

KUPUJ

(POPZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 590 PLN

21 CZERWCA 2021, 17:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	590
Wycena końcowa [PLN]	590
Potencjał do wzrostu	19%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	496,5
Kapitałacja [mld PLN]	1,3
Ilość akcji [mln. szt.]	2,5
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	590,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	467,5
Stopa zwrotu za 3 mc	-12,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-9,0%
Stopa zwrotu za 9 mc	18,7%
Struktura akcjonariatu:	
Grzegorz Miechowski	7,2%
NN OFE	6,0%
Aviva Investors Polska TFI	5,8%
Esaliens TFI	5,2%
Pozostali Akcjonariusze	75,8%

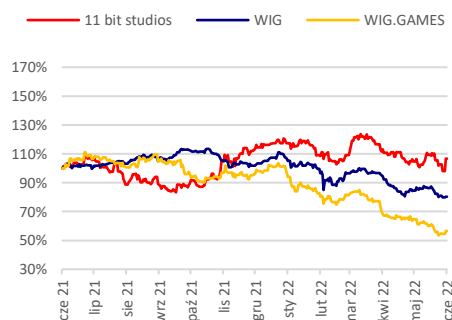
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



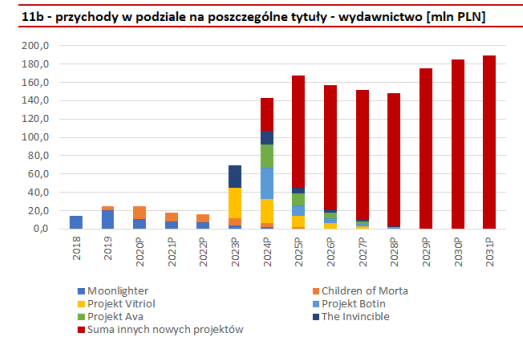
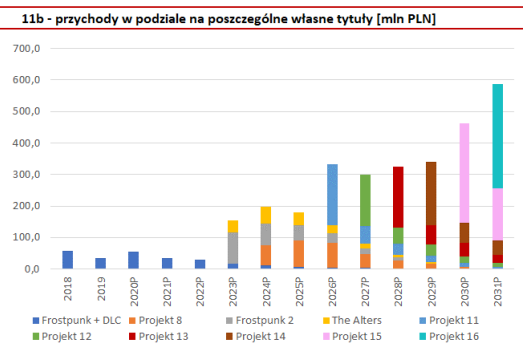
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE.....	4
WYCENA DCF	11
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	14
CZYNNIKI RYZYKA	15
OTOCZENIE RYNKOWE	16
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'22	19
PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY	21
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	22
DANE FINANSOWE	23

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody	71,7	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9
EBITDA	30,3	51,1	39,0	19,4	120,5	192,0	176,2
EBIT	23,9	40,8	30,0	14,0	108,2	148,4	105,4
Zysk brutto	25,0	40,7	31,8	15,4	116,4	152,8	107,4
Zysk netto	21,7	37,4	28,7	12,8	104,0	134,5	93,7
Bilans [mln PLN]							
Aktywa trwałe	49,8	70,4	90,7	148,4	195,0	206,9	218,1
Rzeczowe aktywa trwałe	24,0	26,9	25,9	24,0	24,2	25,9	28,3
Wartości niematerialne	24,9	37,9	59,1	107,9	154,3	164,6	173,3
Pozostałe aktywa trwałe	0,9	5,6	5,6	16,5	16,5	16,5	16,5
Aktywa obrotowe	105,9	115,9	128,8	89,4	192,6	295,2	256,8
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	17,8	11,6	16,5	10,3	37,6	57,0	58,0
Inne aktywa obrotowe	5,9	8,2	4,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	82,2	96,1	107,4	72,3	148,1	231,4	192,0
- środki pieniężne	14,9	24,1	26,7	14,8	90,7	173,9	134,5
Aktywa razem	155,7	186,3	219,5	237,9	387,6	502,1	474,9
Kapitał własny	119,7	164,6	197,3	211,3	315,3	397,8	370,4
Zobowiązania długoterminowe	11,3	10,5	9,0	7,7	6,4	5,2	3,9
Zobowiązania finansowe odsetkowe	10,8	9,8	8,3	7,1	5,8	4,5	3,3
Przychody przyszłych okresów	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	24,7	11,2	13,2	18,9	65,9	99,2	100,6
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,3	1,4	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1
Zobowiązania handlowe	11,4	9,8	8,0	8,9	32,6	49,4	50,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	11,9	0,1	3,9	8,9	32,6	49,4	50,2
Pasywa razem	155,7	186,3	219,5	237,9	387,6	502,1	474,9
Dług netto	-70,1	-84,9	-97,8	-64,2	-141,6	-226,4	-188,6
Dług netto/ Kapitał własny	-0,6	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,6	-0,5
Dług netto/ EBITDA	-2,3	-1,7	-2,5	-3,3	-1,2	-1,2	-1,1
Rachunek przepływu [mln PLN]							
Przepływy z działalności operacyjnej	41,6	37,7	40,9	27,2	136,3	192,3	165,2
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-49,3	-34,4	-37,4	-37,7	-58,8	-55,5	-82,0
Przepływy z działalności finansowej	-1,7	6,0	-0,9	-1,5	-1,6	-53,5	-122,6
Przepływy pieniężne netto	-9,4	9,3	2,6	-11,9	75,9	83,2	-39,4
Wskaźniki rynkowe							
P/E	55,3	33,8	44,0	99,0	12,1	9,4	13,5
P/BV	10,0	7,7	6,4	6,0	4,0	3,2	3,4
EV/ EBITDA	37,3	23,1	29,9	61,9	9,3	5,4	6,1
EV/EBIT	47,3	28,9	38,8	85,6	10,4	7,0	10,2
EV/S	15,8	13,5	16,5	19,4	5,0	3,0	3,1
MC/S	16,7	14,5	17,9	20,5	5,6	3,7	3,6
BVPS	49,5	64,8	77,6	83,1	124,0	156,5	145,7
EPS	9,0	14,7	11,3	5,0	40,9	52,9	36,8
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,4	47,6
Wskaźniki							
Przychody zmiana r/r	-13,4%	21,8%	-19,4%	-12,4%	266,0%	51,5%	1,7%
EBITDA zmiana r/r	-41,2%	68,5%	-23,7%	-50,3%	522,5%	59,3%	-8,2%
EBIT zmiana r/r	-49,2%	70,9%	-26,4%	-53,4%	672,8%	37,1%	-29,0%
Zysk netto zmiana r/r	-42,3%	72,1%	-23,2%	-55,5%	715,1%	29,4%	-30,4%
Marża EBITDA	42,3%	58,4%	55,3%	31,4%	53,4%	56,1%	50,6%
Marża EBIT	33,3%	46,7%	42,7%	22,7%	47,9%	43,4%	30,3%
Marża netto	30,3%	42,7%	40,8%	20,7%	46,1%	39,3%	26,9%
ROE	18,1%	22,7%	14,5%	6,0%	33,0%	33,8%	25,3%
ROA	13,9%	20,1%	13,1%	5,4%	26,8%	26,8%	19,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczenie przy cenie rynkowej 496,5 PLN.



Główne założenia	2022P	2023P	2024P	2025P
Sprzedaż kopii [mln]				
Projekt 8	0,0	0,0	1,0	1,4
Frostpunk 2	0,0	1,6	1,1	0,8
The Alters	0,0	0,7	1,0	0,8
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody z tyt. [mln PLN]				
Frostpunk	30,0	17,3	12,1	7,8
Projekt 8	0,0	0,0	62,2	82,4
Frostpunk 2	0,0	97,7	70,6	48,9
The Alters	0,0	38,9	53,9	41,2
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0
Ilość pracowników	252,0	284,0	316,0	348,0

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 związane z wpływem COVID – 19 na działalność spółki 6) Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych 7) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywanego popytu na poszczególne produkty 8) Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej 9) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR 10) Ryzyko anulowania i odpisu gry "Projekt 8"

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki 11 bit studios opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym to nadaliśmy wagę 0%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 590 PLN, natomiast wycena porównawcza do spółek z Polski dała wartość 1 akcji równą 544 PLN, a do spółek zagranicznych 597 PLN. Różnica między wyceną DCF a porównawczymi wynika z faktu, iż obejmuje ona znacznie szerszy horyzont czasowy - według naszych prognoz premiery własnych gier zaczynają się od 2023 roku co ma wpływ na skokowy wzrost wyników w kolejnych okresach. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN, czyli **590 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	590
Wycena porównawcza Polska	0%	544
Wycena porównawcza zagranica	0%	597
Wycena 1 akcji 11 bit studios [PLN]		590

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Produkcje własne

1) „Frostpunk 2”:

- W sierpniu '21 spółka rozpoczęła kampanię marketingową gry uruchamiając m.in. jej oficjalną stronę internetową oraz kartę gry w serwisach: Steam, GOG i Epic Store. Udostępniono również trailer gry: <https://tinyurl.com/yck26cmj>, który do tej pory został wyświetlony blisko 1,6 mln razy. Miesiąc po odsłonięciu pierwszych szczegółów dotyczących gry, wishlista „FP2” przekroczyła społeczność, która zgromadziła się bezpośrednio przed premierą pierwszej części (377,5 tys. zapisów). Aktualna wishlista gry jest obecnie trzykrotnie większa niż ta dla pierwszej części „FP” na dzień przed premierą (jest to 8. największa wishlista na Steam).
- Studio poinformowało, że w nowej odsłonie „Frostpunka” gracz wcieli się ponownie w przywódcę miasta, które do przetrwania i rozwoju potrzebować będzie zasobów i nowych źródeł energii. Po erze węgla nadzieją na przeżycie dla resztki ludzkości stanie się ropa naftowa. Gracz, tak jak w pierwszej odsłonie serii, będzie stawiany przed bardzo trudnymi wyborami moralnymi, z których konsekwencjami będzie musiał się zmierzyć.
- Główną ambicją spółki jest stworzenie czegoś więcej niż tylko kontynuacji. Spółka spodziewa się, że gracze zostaną bardzo zaskoczeni skalą i zmianami gatunku tej gry.
- Pierwsze obrazy promujące grę „Frostpunk 2”**

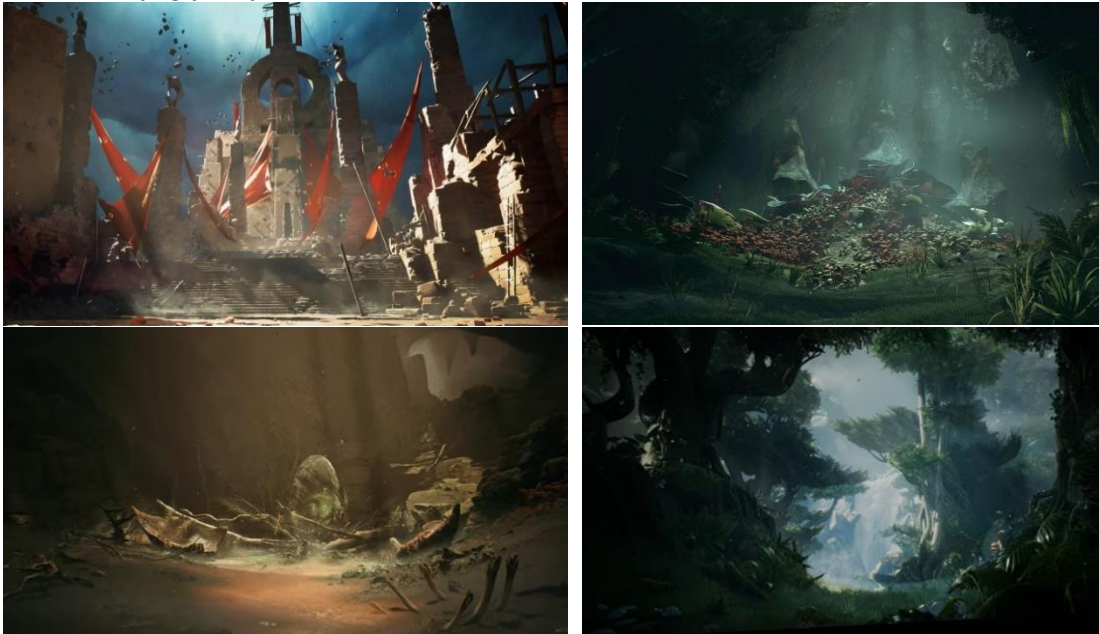


Źródło: spółka

- Gra jest w fazie produkcyjnej, a prace nad tym projektem przebiegają bardzo sprawnie. Zespół pracujący nad „Frostpunkiem” liczy ok. 65 osób, docelowo sięgnie minimum 80. Do końca czerwca ma zostać ukończony jeden z kamieni milowych. W 4Q'21 roku gra była testowana przez zewnętrzną firmę, co dało obiecujące wyniki.
- W kolejnych fazach kampanii marketingowo-promocyjnej, która nabierze dynamiki w 2022 roku, będzie ujawniało dalsze informacje na temat gry.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 50 mln PLN (45 mln PLN produkcja, 5 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 2Q'23.
- Obecnie wishlista gry jest ponad 3x większa vs FP1 tuż przed premierą. Spółka w wywiadach nie ukrywała, że liczby te przekroczyły jej oczekiwania.
- W ostatnich wywiadach spółka wskazywała na to, iż gracze zostaną zaskoczeni skalą i zmianami gatunku tej gry. Zakładamy, 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 szersze zainteresowanie graczy tym IP.
- FP1 w rok od premiery sprzedał się w nakładzie 1,4 mln kopii. M.in. w związku z dynamicznie budującą się społecznością i znaczną rozbudową świata FP2, **podnosimy nasze założenia co do sprzedaży tej gry do 1,9 mln kopii w pierwszym roku od debiutu (vs 1,6 mln w naszej poprzedniej rekomendacji)**.

2) „Projekt 8”:

- Największy obecnie realizowany projekt w spółce. Gra jest w fazie produkcyjnej, a za stworzenie tytułu odpowiada, tworzony od podstaw, zespół deweloperski, który aktualnie liczy ok. 45 osób. Zespół jest w trakcie intensywnej rozbudowy, docelowo powinien być nieco większy od zespołu pracującego nad „Frostpunkiem” i liczyć ok. 70-80 osób.
- Gra zostanie wydana jednocześnie w wersji na komputery PC i konsole PlayStation i Sony.
- Projekt jest opóźniony w stosunku do wewnętrznych założeń. Firma mówi, o wyzwaniach które pojawiły się w ostatnich wewnętrznych testach - jest to kwestia wieloskładnikowa, tworzenie gier jest złożone, a spółka nie uznaje kompromisów co do tego w jaki sposób gra realizuje swoją wizję. To jest wybór twórczy ale ten wybór twórczy musi się materializować w sposób bardzo konkretny (gamplay, aspekty techniczne itd.), całe doświadczenie gry musi się odnosić do tematu przewodniego gry a to nie jest łatwe do zrobienia (jest to złożony temat, a spółka nie chce obniżyć jego jakości). **11b zakłada osiągnięcie kamienia milowego na 3Q'22, gdzie mają być zrealizowane najtrudniejsze wyzwania.**
- Zwracamy jednak uwagę, że wyżej wspomniane problemy implikują również ryzyko anulowania tego projektu i jego częściowego odpisu. Naszym zdaniem, wyzwania, które stanęły przed spółką nie dotyczą kwestii technicznych/produkcyjnych a implikacji „wisienki na torcie”, która powoduje, że cały produkt pasuje do przewodniej wizji 11b czyli „meaningful entertainment”. Uważamy jednak, że deweloper ma dokładny plan jak poradzić sobie z tymi przeciwnościami.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 54 mln PLN (45 mln PLN produkcja, 9 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 4Q'24.
- Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży 2 mln kopii w rok od premiery.
- **Pierwsze obrazy z gry „Projekt 8”:**

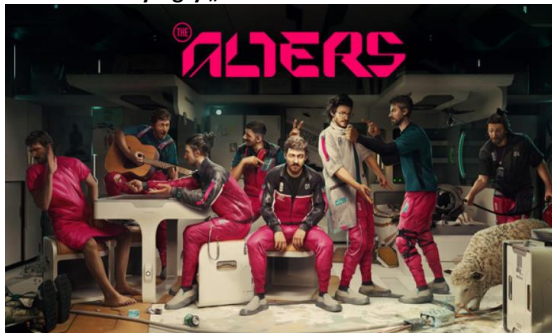


Źródło: spółka

3) „The Alters” („Projekt Dolly”):

- Projekt powstający na bazie o nowego IP, realizowany przez zespół odpowiedzialny za rozwój marki „This War of Mine”. Aktualnie tworzy jest przez 35 osób, docelowo będzie liczył 60-70.
- 12.06 podczas PC Gaming Show opublikowano zwiastun gry: <https://tinyurl.com/ntj9u8ez>, który został odtworzony ponad 0,7 mln razy (w zaledwie tydzień od publikacji).
- W grze wcielimy się w Jana Dolskiego – prostego pracownika fizycznego, W pewnym momencie swego życia zgłosił się na ochotnika do misji wysokiego ryzyka. Celem było wydobycie cennego pierwiastka zwanego Rapidium, umożliwiającego tworzenie alternatywnych wersji organicznej materii. Niestety misja zakończyła się niepowodzeniem, w wyniku którego statek kosmiczny został rozbity, a bohater jest jedynym ocalałym. Jego jedyną opcją przetrwania jest stworzenie alternatywnych wersji samego siebie – altersów. „Nazywamy ich tak, ponieważ nie są oni klonami. To alternatywne wersje tej samej osoby. Każdy z nich ma inny zestaw umiejętności niezbędnych do osiągnięcia sukcesu, ale gracze muszą też o nich wszystkich zadbać. Każdy ma też niepowtarzalną osobowość, wynikającą z indywidualnej drogi życiowej. Jak przebiegają te ścieżki życia i jak budowane są te relacje - to zależy wyłącznie od Ciebie” - Tomasz Kisilewicz, Game Director gry.
- Gra czerpie elementy z różnych nurtów. The Alters to miks dramatu, thrillera i psychologicznego horroru. W grze chodzi o przetrwanie i wydostanie się do domu, i właśnie w tym celu musimy tworzyć Alterów.

- Karta Steam gry: <https://tinyurl.com/3hsvytia>, społeczność aktualnie wynosi ok. 8,5 tys. (WH = ponad 110 tys.).
- Produkcja gry idzie zgodnie z planem. Projekt uwzględni efekty inwestycji w badania i rozwój studia - zaawansowane efekty renderowania twarzy. Kamienie milowe zaplanowane są na 3Q i 4Q'22, a roadmapa projektu jest aktualna. Już niedługo spółka będzie odkrywać więcej rzeczy na temat tej gry.
- Naszym zdaniem prawdopodobnie będzie to survival z elementami base buildingu.
- Gra będzie zdecydowanie bardziej dostosowana do grania na konsole niż „Frostpunk”.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 25 mln PLN (20 mln PLN produkcja, 5 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 4Q'23.
- Podwyższamy nasze założenia co do sprzedaży (wcześniej dla „P.Dolly”) do 1,5 mln kopii w rok od premiery.
- **Pierwsze obrazy z gry „The Alters”:**



Źródło: spółka


Główne założenia – własne produkcje

	2018	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Sprzedaż kopii [mln]														
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,4	1,0	0,7	0,5	0,3	0,1	0,0
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	1,1	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	1,0	0,8	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	0,9	0,6	0,4	0,3	0,1
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	0,8	0,6	0,4	0,3
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,9	0,7	0,4
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,9	0,7
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,4	1,0
Projekt 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5
Przychody [mln PLN]														
Frostpunk	59,0	35,0	55,0	35,1	30,0	17,3	12,1	7,8	5,1	3,3	2,2	1,4	0,9	0,7
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	62,2	82,4	79,0	44,5	25,1	14,7	4,8	0,7
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	97,7	70,6	48,9	28,7	18,3	8,9	2,0	0,2	0,0
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	38,9	53,9	41,2	25,3	15,4	9,3	3,1	0,5	0,1
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	195,5	53,9	34,5	20,6	13,0	5,2
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	163,7	51,7	36,3	21,3	13,6
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	193,4	61,1	42,9	25,1
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,1	64,1	45,0
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	314,1	166,5
Projekt 16	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	329,8
USD/PLN	3,613	3,839	3,896	3,862	4,389	4,734	4,889	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820	4,820

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	40	4Q'24	45	5	50
Frostpunk 2	40	2Q'23	45	9	54
The Alters	35	4Q'23	20	5	25
Projekt 11	40	2026	52	13	65
Projekt 12	40	2027	36	9	45
Projekt 13	45	2028	52	13	65
Projekt 14	45	2029	60	15	75
Projekt 15	50	2030	68	17	85
Projekt 16	50	2031	76	19	95
Wydawnictwo					
The Invincible	25	2Q'23	12	3	15
Projekt Vitriol	30	3Q'23	17	3	20
Projekt Botin	25	1Q'24	10	2	12
Projekt Ava	25	2Q'24	10	2	12

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Planowany łączny budżet produkcyjnych trzech własnych gier to ok. 110 mln PLN. Budżet spółki na produkcję i marketing obecnych gier z działu wydawniczego wynosi 40 mln PLN. Dwie nowe umowy, które mają być podpisane w 2022 roku mają pochłonąć łącznie 45 mln PLN. Kolejne sześć gier, w przypadku których umowy mają być podpisane w 2023 (trzy gry) i 2024 (trzy gry), ma kosztować odpowiednio: 65 mln PLN i 80 mln PLN.

Segment wydawniczy

1) „Vitriol”:

- Nad projektem czuwa polskie studio Fools Theory, w którym 11 bit studios na początku tego roku nabył 40% udziałów za kwotę 4,2-6,3 mln PLN, która uzależniona jest od przychodów i recenzji gry „Vitriol” (całe FT zostało wycenione na 10,5-15,7 mln PLN). Pierwsza transza w kwocie 2,6 mln PLN została uregulowana w ciągu 10 dni od podpisania umowy, druga natomiast zostanie zapłacona dopiero po siedmiu miesiącach po premierze rynkowej gry „Vitriol” (1,6-3,7 mln PLN zależne od przychodów i recenzji gry).
- Fool's Theory to studio z Bielska-Białej. Spółka działa od 2018 roku i zatrudnia obecnie ok. 65 osób. W przeszłości brało m.in. udział w produkcji takich gier jak „Baldur's Gate” czy ostatnio „Outriders”. Ma na koncie również, pozytywnie przyjętą przez rynek własną produkcję – grę „Seven”.
- 11b, oprócz nabycia części udziałów Fool's Theory, jako wydawca inwestuje w produkcję gry "Vitriol" ponad 17 mln PLN.
- Na ostatniej konferencji Jakub Rokosz (CEO Fools Theory) zdradził czym będzie ich najnowszy projekt „Vitriol”: „Nasza gra to głębokie, moralnie niejednoznaczne RPG oparte na narracji. Ale pozwólcie, że ujawnię trochę prawdziwej esencji: gra dotyczy ezoterycznej strony rzeczywistości, mrocznej części świata, której większość z nas nie widzi i nie jest jej nawet świadoma. Ale ciemność ciągle tam jest i czai się za każdym rogiem. Zerka na nas uważnie z cienia i niezależnie od tego, czy jesteśmy tego świadomi czy nie, zbiera swoje żniwo i upewnia się, że będziemy mieli wobec niej dług do spłacenia. Historia Vitriola zaczyna się w miejscu i czasie, w którym rzeczywistość, folklor, energia i mistycyzm spotkały się w tyglu: w Warszawie początku XX wieku będącej pod caratem Rosji. Globalne ujawnienie projektu Vitriol odbędzie się tego lata!”.
- Gra jest tworzona na silniku UE4.
- Teaser gry dostępny pod linkiem: <https://www.youtube.com/watch?v=L-lwpJT9Nck>.
- Tytuł ten ma mieć globalną odśłonę latem 2022r.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 20 mln PLN (17 mln PLN produkcja, 3 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 3Q'23.
- Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży ok. 1,0 mln kopii w rok od premiery.
- **Pierwszy obraz z gry „Vitriol”:**



Źródło: spółka

2) „Botin”:

- Producentem gry jest hiszpańskie studio Digital Sun Games, które odpowiadało za produkcję gry „Moonlighter”.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 12 mln PLN (10 mln PLN produkcja, 2 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 1Q'24.
- Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży 0,8 mln kopii w rok od premiery.

3) „Ava”:

- Producentem gry jest hiszpańskie studio Chibig.
- Spodziewamy się, że łączny budżet gry sięgnie 12 mln PLN (10 mln PLN produkcja, 2 mln PLN marketing), a jej premiera będzie miała miejsce w okolicach 2Q'24.
- Podtrzymujemy nasze założenia co do sprzedaży 0,7 mln kopii w rok od premiery.

4) „South of the Circle”:

- Producentem gry jest brytyjskie studio State of Play, które zostało nagrodzone wieloma międzynarodowymi nagrodami, w tym BAFTA (Brytyjska Akademia Filmowa).
- Projekt ten jest zgodny z dewizą 11b, którą jest dostarczanie graczom wartościowej rozrywki (ang. *meaningful entertainment*). Wyróżnia go pełna emocji warstwa narracyjna, minimalistyczna estetyka, a scenariusz, porywające dialogi i znakomita gra aktorska mają budzić skojarzenia z kinem z najwyższej półki.
- Fabuła zabiera graczy do czasów Zimnej wojny i skupia się wokół losów Petera. Z jednej strony stara się dobrze lawirować w samym środku zakulisowej walki militarnych potęg dbając o swoją karierę, co niestety trudno połączyć z porywami serca. Zwiastun dostępny pod linkiem: <https://tinyurl.com/29z7y9ta>.

- Gra ukazała się w październiku'20 na urządzeniach Apple (iOS, Mac OS) i obecnie dostępna jest w ramach usługi Apple Arcade (<https://tinyurl.com/4u223hns>). Gameplay dostępny pod linkiem: <https://tinyurl.com/4dmpm32j>.
- Rola 11b sprowadza się do przygotowania portów (podwykonawcy – nie angażują własnych zasobów), testów i przede wszystkim marketingu, budowy kanałów sprzedaży, zarządzania sprzedażą, itp.
- Z uwagi, że jest to tylko port, a gra jest relatywnie niewielka, inwestowane przez 11b pieniądze są niewielkie. Spółka traktuje to przedsięwzięcie bardziej długofalowo, jako nawiązanie współpracy i relacji biznesowych z ciekawych studium, za którym stoją pasjonaci z mnóstwem pomysłów, które w przyszłości mogą razem rozwijać.
- Prognozujemy, że gra zostanie wydana jeszcze w 4Q'22 (gry nie trzeba produkować od zera) jednocześnie na wszystkie najważniejsze platformy: PC oraz konsole Nintendo Switch, Xbox Series S|X, Xbox One, PlayStation 5 i PlayStation 4. **Nie spodziewamy się jednak, że będzie miała ona istotny wpływ na wyniki spółki.**
- **Obrazy z gry „South of the Circle”**



Źródło: spółka



5) „The Invincible” (Niezwydżony)

- Producentem gry jest polskie studio Starward Industries.
- Spółki podpisały porozumienie, którego częścią jest umowa o współpracy przy produkcji i wydaniu przez 11b gry „The Invincible”. Współpraca ma odbywać się w zakresie przygotowania lokalizacji gry, przeprowadzenia testów jakościowych oraz wydania, promocji i dystrybucji gry na platformach PC (w tym Steam i GOG) oraz konsolach Playstation 5 i Xbox Series X|S. Umowa wydawnicza przewiduje również możliwość wydania gry na innych platformach.
- W umowie ustalono, że premiera gry nastąpi w 2023 r., a o dokładnej dacie zdecyduje wydawca. Starward Industries ma zatrzymać większą część zysku ze sprzedaży gry. Tak jak ma to zwykle miejsce w umowach wydawniczych, podział zysku będzie następował od chwili gdy łączne wpływy ze sprzedaży gry pokryją wydatki poniesione przez wydawcę.
- The Invincible to fabularna przygoda z gatunku hard sci-fi na motywach powieści Stanisława Lema, w której potęgę ludzkości neguje tajemniczy fenomen. Odkrywaj tajemnice Regis III jako poszukująca załogi astrobiolog Yasna i dokonuj wyborów, będąc częścią atompunkowej historii pisanej przez naukę.
- Tytuł ten oferuje rozgrywkę dla jednego gracza. Jeho świat przedstawiony jest w perspektywie pierwszoosobowej (FPV). Technologia oparta jest o Unreal Engine 4, a gra skierowana jest na komputery osobiste oraz konsole obecnej i nowej generacji.
- Gameplay gry dostępny pod linkiem: <https://www.youtube.com/watch?v=Xmx0w-eAoTk>.
- **Obrazy z gry „The Invincible”**



Źródło: spółka



- Aktualnie społeczność gry kształtuje się na poziomie 16,0 tys. followersów (<https://tinyurl.com/2p8s9sr7>), czyli wishlista na poziomie ponad 133 tys.
- Ponadto Starward zobowiązało się w ramach porozumienia do zwołania walnego zgromadzenia, na którym poddane pod głosowanie mają zostać uchwały pozwalające na zaoferowanie 11 bit 75 tys. nowo wyemitowanych akcji, za cenę emisyjną wynoszącą 79 PLN, czyli łącznie za 5,9 mln PLN. 11 bit zobowiązało się te akcje objąć. Dodatkowo, prezes zarządu STA, Marek Markuszewski, zobowiązał się do sprzedaży 11b 25 tys. akcji spółki za cenę 10 PLN każda, tj. za łączną kwotę 250 tys. PLN. Markuszewski uzyskał zgodę rady nadzorczej na sprzedaż tych papierów, a pozostałe 355 tys. walorów prezesa pozostanie objęte umową o ograniczeniu zbywalności (lock-up). 11 bit studios po objęciu i zakupie akcji będzie posiadało 5,1% walorów Starward (za kwotę ok. 6,2 mln PLN).

- W 1Q'22 zakończono pracę nad pierwszym etapem gry w wersji Beta (MS-18), który prezentuje jakość zbliżoną do finalnej. W ramach tych prac przeprowadzono testy wydajnościowe na PC i konsolach obecnej generacji (Xbox Series X|S i PlayStation 5), nagrania angielskich ścieżek dialogowych przez aktorów oraz testowe sesje nagrań dużych scen animacji z wykorzystaniem technologii Motion Capture.
- Prognozujemy, że gra zostanie wydana w 2Q'23, a jej sprzedaż w pierwszym roku premiery będzie kształtowała się na poziomie 0,6 mln PLN sztuk, a jej budżet sięgnie ok. 15 mln PLN (12 mln PLN produkcja + 3 mln PLN marketing). Zakładamy, że udział 11b w przychodach (po zwróceniu kosztów) będzie na poziomie ok. 40%.

6) „Foxhole”:

- Nad projektem czuwało hiszpańskie studio Digital Sun Games.
- Pod koniec 2020 r. projekt został wycofany, a wszystkie koszty z nim związane zostały zaksięgowane w wynikach za 4Q'20 (125,6 tys. PLN).

Główne założenia – segment wydawniczy

	2018	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Sprzedaż kopii (mln)														
<i>Moonlighter</i>	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Children of Morta</i>	0,0	0,2	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>The Invincible</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Projekt Vitriol</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,8	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Projekt Botin</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Projekt Ava</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Przychody z tytułu w danym okresie														
<i>Moonlighter</i>	14,0	20,0	10,4	8,3	7,2	4,2	1,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Children of Morta</i>	0,0	5,2	14,1	9,3	9,3	7,2	4,8	2,0	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>The Invincible</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,8	15,3	6,4	3,5	1,2	0,3	0,1	0,0	0,0
<i>Projekt Vitriol</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,7	26,4	12,0	6,1	2,5	0,6	0,1	0,0	0,0
<i>Projekt Botin</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	33,5	11,4	5,5	2,8	0,8	0,2	0,0	0,0
<i>Projekt Ava</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	25,3	13,1	5,6	3,1	1,0	0,3	0,1	0,0
<i>Suma innych nowych projektów</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	35,7	122,2	135,5	142,3	145,5	174,8	184,9	189,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Frostpunk: Beyond the Ice” (mobilny):

- 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 ona oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności, które będą zaszyte w grze (ułatwiający będą rozgrywkę ale nie będą jej determinowały).
- Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie należało do 11 bit studios, a reszta do wydawcy (odpowiedzialny za UA).
- Gra aktualnie znajduje się w regionalnych testach alpha (Google Play w Australii, Nowej Zelandii i Filipinach).
- NetEase chce wydać tą grę jeszcze w tym roku, w jak najlepszej jakości.
- Ze względu, na brak dobrych peersów do tej produkcji, nie uwzględniamy jej w wycenie.
- Link do strony: <http://www.frostpunkmobile.com/>.
- Gameplay gry: <https://www.youtube.com/watch?v=ihl5d9CDZDU>.
- Pierwsze obrazy z gry „Frostpunk: Beyond the Ice”:**



Źródło: frostpunkmobile.com

Unreal Engine:

- 11 bit studios podpisał umowę licencyjną z Epic Games na korzystanie z silnika Unreal Engine przy produkcji do 10 nowych gier.
- Umowa licencyjna, którą 11 bit studios podpisało z Epic Games ma niestandardowy charakter. Obejmuje ona zarówno gry własne, jak i tworzone przez zewnętrznych deweloperów w ramach wydawnictwa 11 bit publishing. Spółka ma pełną możliwość wyboru, z której generacji silnika (Unreal Engine 4 czy Unreal Engine 5) skorzysta do konkretnego projektu oraz wariantu płatności. Ponadto, zapisy umowy z Epic Games pozwalają spółce na przedłużenie współpracy na kolejne tytuły w przyszłości.
- Historycznie, wszystkie produkcje własne 11b bazowały na autorskim silniku Liquid Engine. Na początku 2021r. spółka zdecydowała o zaprzestaniu dalszego rozwijania tego narzędzia (dużą część tego zespołu została w 11b i pracuje nad tworzeniem gier).
- Spółka nie dzieli się informacją ile % udało jej się wynegocjować, jednak każde obniżenie kosztów przy realizacji 10 projektów i perspektywie przedłużenia na kolejnych będzie miało istotny wpływ na finanse 11b. **Unreal Engine 5 zachowuje obecny model opłat licencyjnych czyli 5% przychodów brutto z każdego tytułu po przekroczeniu pierwszego miliona USD przychodów brutto (w naszych obliczeniach przyjmujemy poziom 3,5%).**
- W swoich pierwszych komentarzach 11b wskazuje na to, iż UE5 tworzy bardzo dobre warunki do produkcji gier oraz bardzo ułatwia ten proces.

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. Wydajemy zalecenie **KUPOJ** z ceną docelową **590 PLN/akcję**, czyli 19% powyżej obecnej ceny rynkowej.

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

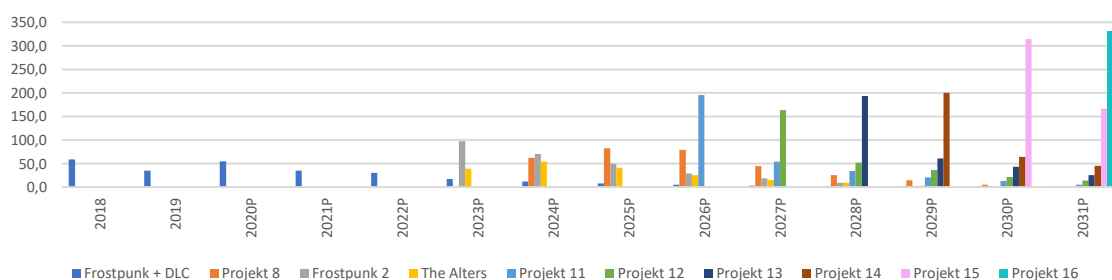
	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody BDM	61,7	225,7	341,9	347,9
Przychody konsensus	51,4	182,5	240,3	271,0
Różnica	20,1%	23,7%	42,3%	28,4%
EBITDA BDM	19,4	120,5	192,0	176,2
EBITDA konsensus	19,8	154,0	145,0	173,0
Różnica	-2,1%	-21,8%	32,4%	1,8%
Zysk netto BDM	12,8	104,0	134,5	93,7
Zysk netto konsensus	13,2	95,1	113,0	131,0
Różnica	-3,2%	9,3%	19,0%	-28,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * - w związku z rozbieżnym prognozowaniem debiutów gier 11 bit studios, liczby w latach 2022-2025 różnią się od naszych szacunków.

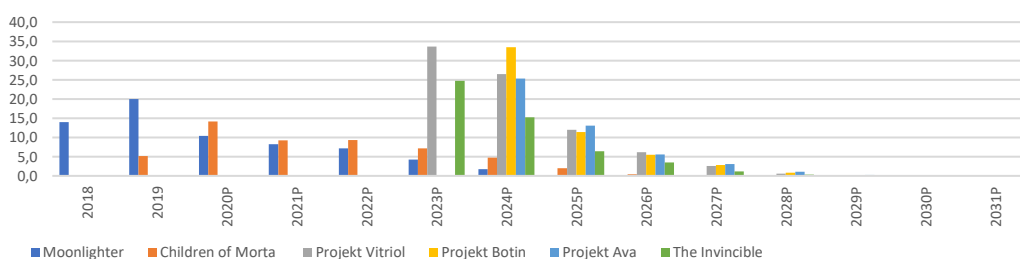
Prognozy wyników BDM vs cele PM 21-25

	2021-2025
Łączne przychody BDM 21-25	1 047,5
Łączne przychody PM 21-25	656,0
Różnica	59,7%
Łączny zysk brutto BDM 21-25*	440,6
Łączny zysku brutto PM 21-25*	328,0
Różnica	34,3%

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

Przychody w podziale na poszczególne własne tytuły [mln PLN]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 8,0% (wcześniej 3,0%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2022 roku zakładamy 61,7 mln PLN przychodów. Mimo braku znaczących nowych tytułów, na wynik spółki będzie kontrybuowała dalsza dobra monetyzacja takich tytułów jak „This War of Mine”, „Moonlighter”, „Children of Morta” oraz Frostpunk. Główną pozycją kosztową, która najbardziej cięży spółce są wynagrodzenia i usługi obce, w których to znajdują się m.in. tantiemy dla deweloperów gier segmentu wydawniczego. Jeszcze w tym roku oczekujemy premiery mobilnej wersji „Frostpunka”. Flagowe IP dewelopera portowane i wydawane będzie przez NetEase. Będzie ona oparta o formułę F2P, monetyzowana poprzez reklamy oraz mikropłatności. Spodziewamy się, że ok. 15% z wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) będzie należało do 11b, a reszta do wydawcy, który będzie odpowiedzialny za UA - ze względu, na brak dobrych peersów do tej produkcji, nie uwzględniamy jej w wycenie. W całym 2022 roku szacujemy 19,4 mln PLN EBITDA oraz 12,8 mln PLN zysku netto.
- Jeszcze w 2022 roku oczekujemy premiery „South of the Circle” - prognozujemy, że gra zostanie wydana jeszcze w 4Q'22 jednocześnie na wszystkie najważniejsze platformy. Nie spodziewamy się jednak, że będzie miała ona istotny wpływ na wyniki spółki.
- W 2023 r. zakładamy premiery dwóch własnych produkcji. Pierwszą grą, która zadebiutuje będzie „Frostpunk 2”, jego budżet produkcyjny zamknie się w granicach 45 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 117,4 mln PLN przychodów. Drugiej gry, czyli „The Alters” – jej budżet szacujemy na 20 mln PLN, spodziewamy się, że w rok od premiery sprzeda się ona w nakładzie 1,5 mln sztuk co przełoży się na 80,6 mln PLN przychodów. Ponadto w tym okresie liczymy na premierę gry „Vitriol” - szacujemy, że koszt produkcji przypadający na 11b wyniesie około 17 mln PLN, a przychody w rok od debiutu wyniosą ok. 49,9 mln PLN (podział 50/50).
- „The Invincible”- prognozujemy, że gra zostanie wydana w 2Q'23, jej sprzedaż w pierwszym roku premiery będzie kształtowała się na poziomie 0,6 mln PLN sztuk, a jej budżet sięgnie 15 mln PLN (12 mln PLN produkcja + 3 mln PLN marketing). Zakładamy, że udział 11b w przychodach (po zwróceniu kosztów) będzie na poziomie ok.40%
- W związku z opóźnieniami „Projekt 8” w stosunku do wewnętrznych założeń przesuwamy w naszych założeniach premierę tej gry z 1Q'24 na 4Q'24. Jego budżet prod. szacujemy na 45 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 126,0 mln PLN przychodów. Ponadto w tym okresie liczymy na debiuty gier z segmentu wydawniczego, w tym projektu „Botin” oraz „Ava”. Szacujemy, że koszt produkcji przypadający na 11 bit studios wyniesie po około 10 mln PLN, a przychody w rok od premiery wyniosą odpowiednio 33,5/29,9 mln PLN (podział 50/50).
- 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 10-12%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Oczekujemy pierwszej wypłaty dywidendy dopiero w 2024 roku.
- Spółce udało się zrealizować program motywacyjny przeznaczony dla kluczowych pracowników na lata 2017-2019 (+ 130 tys. warrantów).
- Nowy program motywacyjny – zostaną nim objęci członkowie zarządu oraz kluczowi pracownicy spółki. W ramach programu spółka może wyemitować łącznie do 125 tys. warrantów wymiennych na akcje z ceną emisyjną opartą o średni ważony kurs akcji spółki z 4Q'20. Osiągnięcie celu 656 mln PLN łącznych przychodów w latach 2021-25 ma umożliwić uprawnionym osobom objęcie 37,5 tys. warrantów. Z kolei wypracowanie przez spółkę co najmniej 328 mln PLN zysku brutto (skorygowanego o koszty programu motywacyjnego) ma uwolnić pulę kolejnych 87,5 tys. warrantów. – uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz zostanie zrealizowany.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 2,5 mln akcji (obecna liczba akcji + 125 tys. warrantów).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 21 czerwca 2022 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 590 PLN.

Model DCF

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9	491,2	452,3	474,6	516,2	648,7	717,6
EBIT [mln PLN]	30,0	14,0	108,2	148,4	105,4	236,9	197,5	204,3	213,4	307,6	385,3
Stopa podatkowa	10,0%	17,4%	10,7%	12,0%	12,8%	10,8%	11,0%	10,7%	11,1%	10,4%	9,2%
Podatek od EBIT [mln PLN]	3,0	2,4	11,6	17,8	13,5	25,6	21,8	22,0	23,6	32,1	35,3
NOPLAT [mln PLN]	27,0	11,6	96,6	130,6	92,0	211,2	175,8	182,3	189,7	275,5	350,0
Amortyzacja [mln PLN]	8,9	5,4	12,3	43,6	70,8	79,9	70,5	72,8	78,1	94,1	104,9
CAPEX [mln PLN]	-28,9	-50,6	-58,8	-55,5	-82,0	-69,9	-88,2	-95,1	-107,2	-117,1	-121,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	0,8	10,6	20,0	14,2	0,7	17,5	-4,8	2,7	5,1	16,2	8,4
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	7,7	-23,1	70,1	132,8	81,5	238,8	153,3	162,6	165,7	268,7	341,9
DFCF [mln PLN]	7,7	-21,6	57,5	95,6	51,4	132,2	74,5	69,3	62,0	88,1	98,3
Suma DFCF [mln PLN]		707,3									
Wartość rezydualna [mln PLN]		2 383,8									
											wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		685,7									
Wartość firmy EV [mln PLN]		1 393,0									
Dług netto 2021 [mln PLN]		-97,8									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]*		10,4									
Wartość kapitału [mln PLN]		1 501,2									
Ilość akcji [mln szt.]		2,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		590									
Przychody zmiana r/r	-12,4%	266,0%	51,5%	1,7%	41,2%	-7,9%	4,9%	8,8%	25,7%	10,6%	
EBIT zmiana r/r	-53,4%	672,8%	37,1%	-29,0%	124,7%	-16,6%	3,4%	4,5%	44,1%	25,3%	
FCF zmiana r/r	-	-	89,4%	-38,7%	193,1%	-35,8%	6,1%	1,9%	62,1%	27,2%	
Marża EBITDA	31,4%	53,4%	56,1%	50,6%	64,5%	59,3%	58,4%	56,5%	61,9%	68,3%	
Marża EBIT	22,7%	47,9%	43,4%	30,3%	48,2%	43,7%	43,0%	41,3%	47,4%	53,7%	
Marża NOPLAT	18,8%	42,8%	38,2%	26,4%	43,0%	38,9%	38,4%	36,8%	42,5%	48,8%	
CAPEX / Przychody	82,1%	26,1%	16,2%	23,6%	14,2%	19,5%	20,0%	20,8%	18,1%	16,9%	
CAPEX / Amortyzacja	944,9%	478,5%	127,3%	115,8%	87,4%	125,1%	130,8%	137,3%	124,5%	115,8%	
Zmiana KO / Przychody	-17,1%	-8,9%	-4,2%	-0,2%	-3,6%	1,1%	-0,6%	-1,0%	-2,5%	-1,2%	
Zmiana KO / Zmiana przychodów	120,9%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;* - udział w Fools Theory i Starward Industries wyliczony na podstawie ceny nabycia

Kalkulacja WACC

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Stopa wolna od ryzyka	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Udział kapitału własnego	96,6%	98,3%	99,0%	99,3%	99,7%	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	7,8%	8,5%	8,4%	8,3%	8,5%	8,5%	8,5%	8,4%	8,5%	8,6%
Udział kapitału obcego	3,4%	1,7%	1,0%	0,7%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	13,8%	13,9%	13,9%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%

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	617	630	644	660	678	697	719	743	770
	1,0	587	599	612	626	641	658	677	697	720
	1,1	560	571	582	594	608	623	639	657	677
	1,2	535	545	555	566	578	590	605	620	638
	1,3	512	521	530	539	550	561	574	588	603
	1,4	491	498	507	515	525	535	546	558	571
	1,5	471	478	485	493	501	510	520	531	542

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	3%	677	693	712	732	755	780	808	840	876
	4%	599	611	624	639	655	673	693	715	739
	5%	535	545	555	566	578	590	605	620	638
	6%	483	490	498	506	515	525	535	547	559
	7%	439	445	451	457	464	471	479	488	497
	8%	402	406	411	416	421	427	433	440	447
	9%	370	373	377	381	385	390	395	400	405

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	3,0%	829	811	795	780	765	752	740	728	717
	4,0%	720	703	687	673	660	648	637	626	616
	5,0%	633	617	603	590	579	568	558	549	541
	6,0%	563	549	536	525	514	505	496	489	481
	7,0%	505	492	481	471	462	454	447	440	434
	8,0%	457	446	436	427	419	412	406	400	395
9,0%	416	406	398	390	383	377	371	366	362	

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 **544 PLN**, natomiast do globalnych **597 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej oddaje przyszłe perspektywy 11 bit studios.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
CD Projekt	32,8	26,3	36,0	21,3	16,9	21,1
CI Games	23,7	5,5	-	8,7	2,8	-
Creepy Jar	12,3	7,8	5,9	9,8	4,7	3,4
PlayWay	15,8	14,4	17,8	13,0	13,3	13,1
PCF Group	19,8	20,4	13,9	14,1	13,7	9,2
Mediana	19,8	14,4	15,8	13,0	13,3	11,1
11 bit studios	99,7	12,2	9,5	62,3	9,4	5,4
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	504,3%	84,8%	59,7%	480,6%	70,7%	48,9%
Wycena wg wskaźnika	99,1	589,7	836,9	124,0	684,1	929,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		508,6			579,4	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	544					

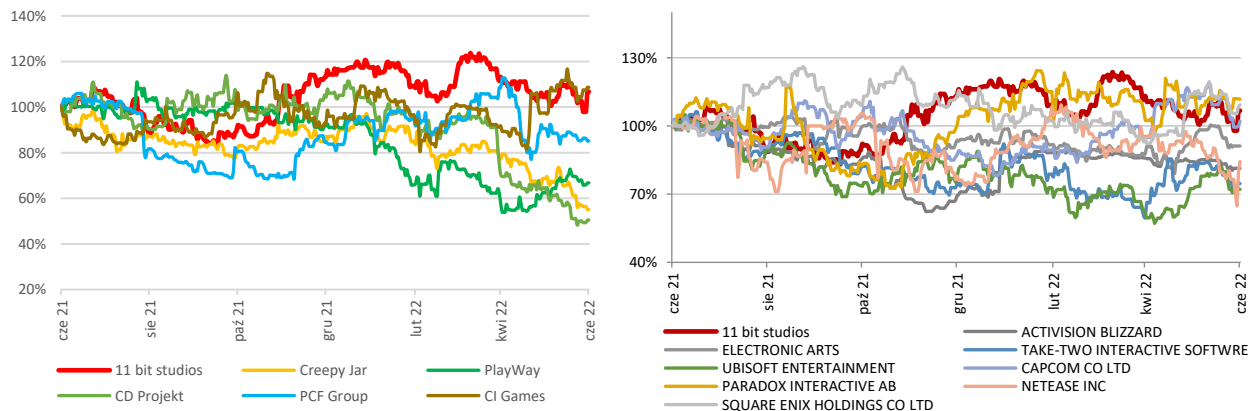
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
ACTIVISION BLIZZARD INC	25,4	19,2	17,8	15,7	11,7	10,5
ELECTRONIC ARTS INC	17,9	17,7	15,9	12,2	12,3	11,3
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	35,2	31,6	19,5	23,8	19,6	12,3
UBISOFT ENTERTAINMENT	19,5	22,6	16,7	5,4	6,2	5,3
EMBRACER GROUP AB	26,7	11,6	10,0	15,4	8,2	6,5
CAPCOM CO LTD	28,2	24,8	22,1	16,8	14,2	12,0
PARADOX INTERACTIVE AB	32,3	28,2	24,5	15,2	12,5	11,1
NETEASE	23,1	20,0	17,6	17,3	14,6	12,0
SQUARE ENIX	18,0	18,2	15,0	8,7	8,3	7,6
Mediana	25,4	20,0	17,6	15,4	12,3	11,1
11 bit studios	99,7	12,2	9,5	62,3	9,4	5,4
Premia/dyskonto dla 11 bit studios	392,3%	61,2%	53,7%	403,6%	76,1%	49,2%
Wycena wg wskaźnika	127,5	817,5	931,3	142,9	639,8	924,5
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		625,4			569,1	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	597					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od czerwca 2021 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

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

2. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

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

3. Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym

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

4. Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami

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

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

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

6. Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych

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

7. Ryzyko zróżnicowanego i 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.

8. Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej

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

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

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

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

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

10. Ryzyko anulowania i odpisu „Projektu 8”

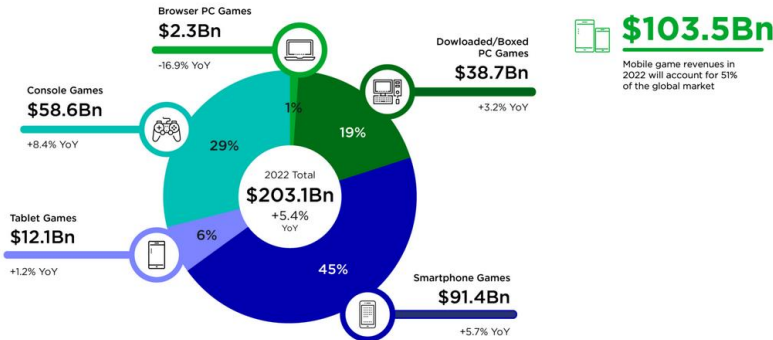
Projekt jest opóźniony w stosunku do wewnętrznych założeń. Firma mówi, o wyzwaniach które pojawiły się w ostatnich wewnętrznych testach - spółka nie uznaje kompromisów co do tego w jaki sposób gra realizuje swoją wizję. Wyżej wspomniane problemy również ryzyko anulowania tego projektu i jego częściowego odpisu.

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, wartość branży gier wideo na koniec 2021 r. wyniosła 192,7 mld USD (+7,6% r/r), a w latach 2020-2024 ma rosnąć średniorocznie 5,6%, osiągając 222,6 mld USD w 2024 roku. Podczas gdy świat zaczyna się ponownie otwierać po pandemii COVID-19 rynek gier pokazuje swoją odporność. Przewiduje się, że w bieżącym roku urośnie on do 203,1 mld USD (+5,4% r/r), a globalna ilość graczy osiągnie poziomi 3,09 mld.

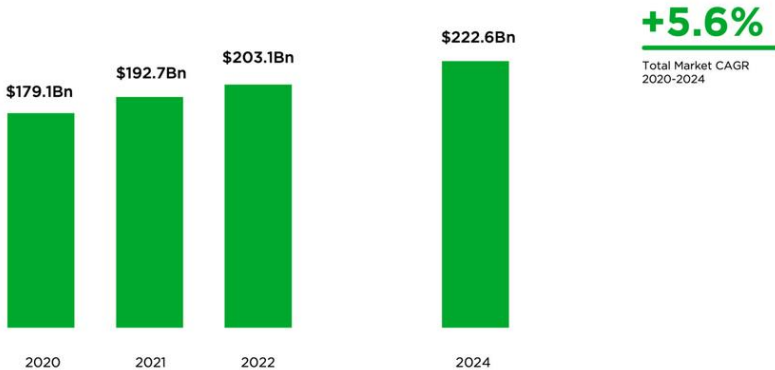
Firma analityczna Newzoo prognozuje, że w 2022r. przychody z gier w USA wyniosą 50,5 mld USD i wygenerują więcej niż Chiny (50,2 mld USD), co wiąże się m.in. z restrykcjami chińskiego rządu odnośnie ograniczeń czasowych, które dotyczą osób niepełnoletnich w tym kraju. Pomimo ciągłych problemów z łańcuchami dostaw, głównymi motorami napędu rynku gamingowego w 2022r. będą konsole, które wygenerują 58,6 mld USD (+8,4\$ r/r). Przychodu z gier na PC będą rosły w nieco wolniejszym tempie ale nadal będą wykazywać wzrost r/r (+1,9%) do poziomu 41,0 mld USD. Podobnie jak w poprzednich latach, gry przeglądarkowe będą spadać (-16,9% r/r), ponieważ coraz więcej graczy przeniesie swój czas gry i wydatki na urządzenia mobilne. Tymczasem przychody z gier pobieranych i „pudełkowych” na PC wzrosną o 3,2% r/r do 38,7 mld USD, głównie dzięki największym zachodnim rynkom. Przyszłość gier mobilnych, komputerowych (PC) jak i konsol rzuca się w optymistycznych barwach.

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



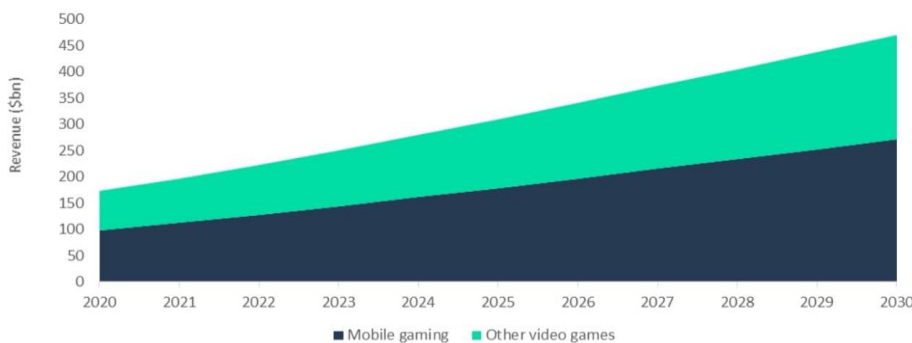
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2020-2024



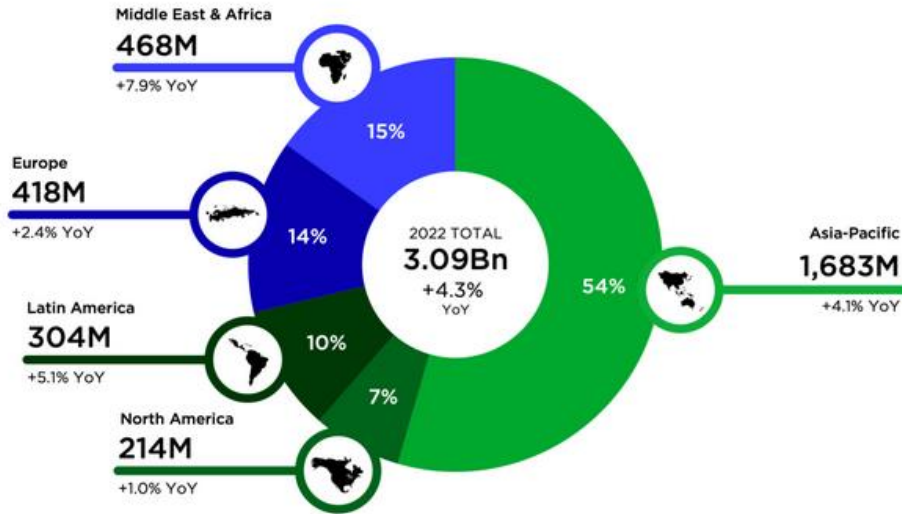
Źródło: Newzoo

Globalne przychody z rynku gier wideo 2020-2030 [mln USD]



Źródło: GlobalData Thematic Research

Podział globalnych graczy na region w 2022r.

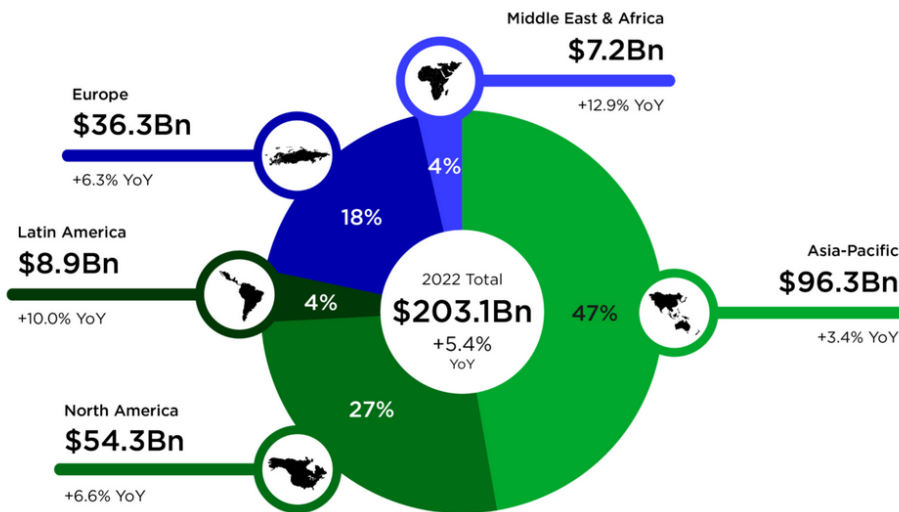


54%

of global players are in Asia-Pacific, and the region still houses some of the fastest-growing markets worldwide

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



50%

of all consumer spending on games in 2022 will come from the U.S. and China



U.S. Total
\$50.5Bn

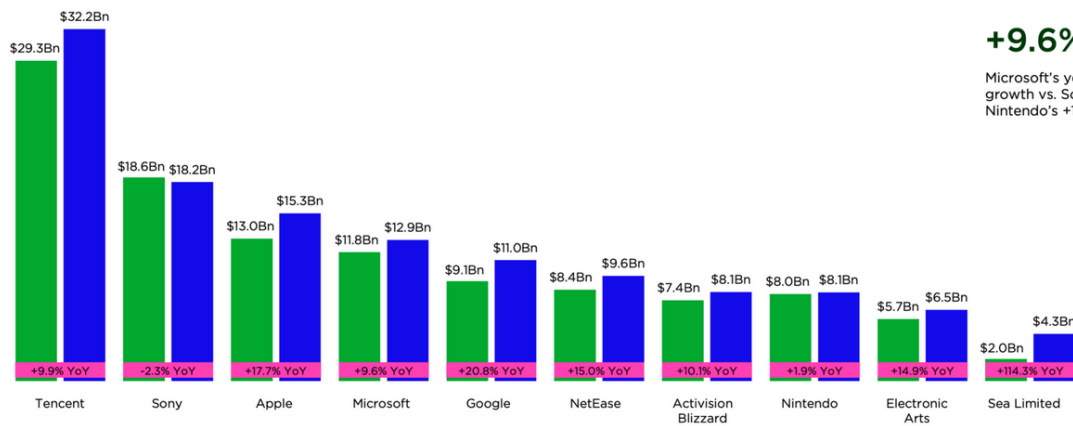


China Total
\$50.2Bn

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

10 największych publicznych spółek pod względem wypracowanych przychodów z gier w latach 2020-2021.

● 2020 Full-Year Revenues ● 2021 Full-Year Revenues



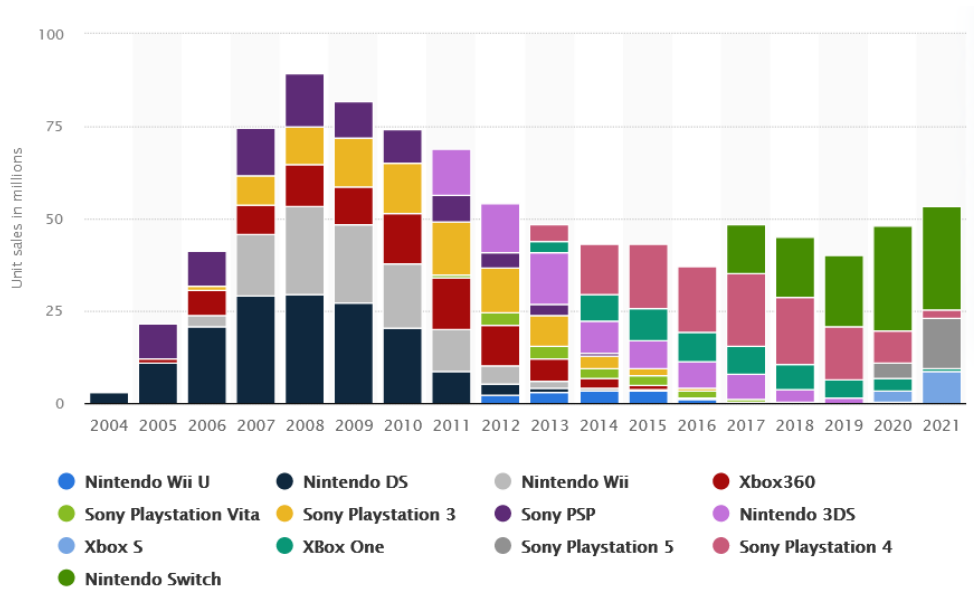
Microsoft

+9.6%

Microsoft's year-on-year growth vs. Sony's -2.3% and Nintendo's +1.9%.

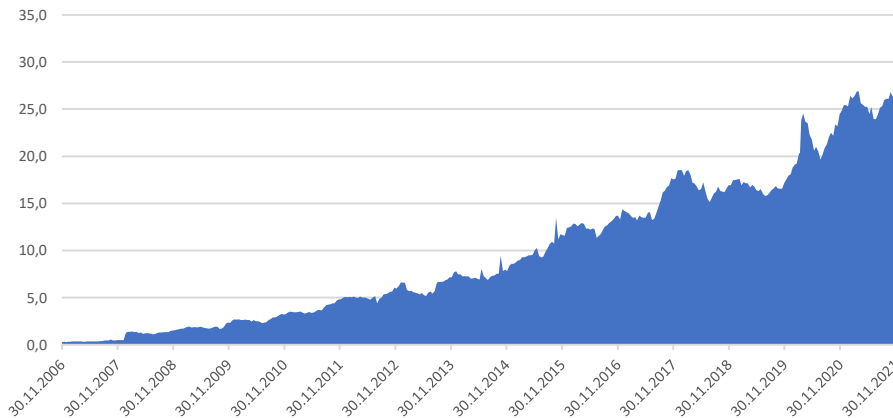
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych konsol w rynku



Źródło: statista.com

Steam – liczba użytkowników [mln sztuk]



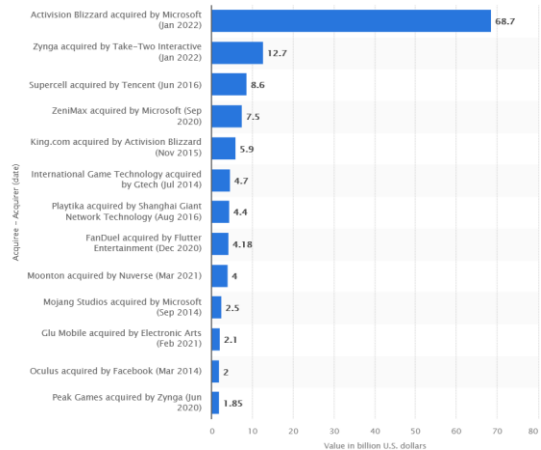
Źródło: steamdb.info; Dom Maklerski BDM S.A.

TOP 10 państw pod względem wielkości przychodów w 2021 roku

	Market	Revenue (USD)	Players
1.	China	46.01B	685.48M
2.	United States	40.54B	191.12M
3.	Japan	22.09B	75.62M
4.	South Korea	7.55B	33.01M
5.	Germany	5.87B	46.12M
6.	United Kingdom	5.31B	37.66M
7.	France	4.13B	38.08M
8.	Canada	3.69B	20.98M
9.	Italy	3.29B	36.55M
10.	Spain	2.33B	29.73M

Źródło: Newzoo

Największe przejęcia w branży gier wideo na świecie według wartości transakcji [mld USD]



Źródło: statista.com

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'22

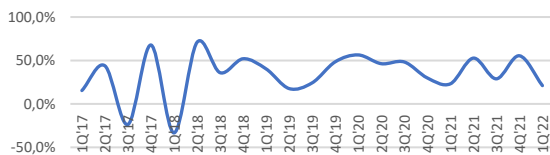
Wyniki 11 bit studios za 1Q'22 były powyżej naszych oczekiwań lecz zgodne z konsensem, stąd odbieraliśmy je **neutralnie**. W omawianym okresie spółka wypracowała 17,8 mln PLN **przychodów** (+19,6% r/r). Przychody ze sprzedaży gier z wydawnictwa odpowiadały za 24% łącznych przychodów spółki (4,3 mln PLN vs 4,0 mln PLN w 1Q'21). Wyróżniającym się tytułem była gra „This War of Mine” - na przełomie lutego i marca gdy, w reakcji na napaść Rosji na Ukrainę, 11b zdecydował, że całość przychodów ze sprzedaży w tym okresie (tydzień) zostanie przekazana na rzecz wspomnianego powyżej Ukraińskiego Czerwonego Krzyża. W minionym kwartale **koszty operacyjne** spółki sięgnęły 14,1 mln PLN (wzrost o 22,8% r/r – głównie za sprawą wyżej wspomnianej darowizny na rzecz Ukraińskiego Czerwonego Krzyża w wysokości 3,7 mln PLN ujętej w PKO). Główną pozycją kosztów operacyjnych w omawianym kwartale stanowiły usługi obce (5,5 mln PLN, czyli wzrost o 1,6% r/r), która to pozycja zawiera głównie tantiemy należne producentom „Moonlightera” i „Children of Morta” z tytułu sprzedaży gry (tantiemy ujęte w 1Q'22 wyniosły 3,0 mln PLN vs 3,3 mln PLN w 1Q'21). **Wynagrodzenie** w 1Q'22 wyniosło 2,9 mln PLN (+16,1% r/r i +355,7% q/q). Warto zaznaczyć, że pozycja ta zawiera niegotówkową rezerwę (0,8 mln PLN) na poczet kosztów Programu Motywacyjnego na lata 2021-2025 roku. **Amortyzacja** w omawianym okresie wyniosła 1,6 mln PLN i w związku z zakończeniem amortyzacji niektórych produktów była niższa o 46,7% r/r. W minionym okresie wynik **EBITDA sięgnął 5,3 mln PLN (-16,7% r/r)**, zysk operacyjny wyniósł 3,7 mln PLN (-34,0% r/r). Łącznie spółka w 1Q'22 miała 1,7 mln PLN przychodów finansowych (1,1 mln PLN – z różnic kursowych, a 0,3 mln PLN z tytułu wyceny instrumentu IRS). Koszty finansowe natomiast wyniosły 0,1 mln PLN. Na poziomie zysku netto spółka wypracowała 3,8 mln PLN (-28,0%). Na wynik netto wpływ miała niegotówkowa rezerwa utworzona w związku z funkcjonującym w spółce Programem Motywacyjnym na lata 2021-2025 (wyniosła blisko 0,8 mln PLN) oraz darowizna (3,7 mln PLN), która trafiła na konto Ukraińskiego Czerwonego Krzyża. Na koniec marca'22 **łączna wartość aktywów finansowych spółki** (gotówka i ekwiwalenty oraz instrumenty finansowe o bezpiecznym profilu), mimo rosnących nakładów inwestycyjnych, sięgała 107,8 mln PLN i była wyższa niż na koniec 2021 roku (+0,4% q/q). Na początku marca'22 w związku z nabyciem udziałów w Fool's Theory 11b uregulowało pierwszą transzę w wysokości 2,6 mln PLN. **Spółka zapowiedziała, że doroczna konferencja inwestorska, na której 11 bit prezentuje plany rozwoju, odbędzie się na 14 czerwca'22.**

Wyniki za 1Q'2022 [mln PLN]

	1Q'21	1Q'22	zmiana r/r	1Q'22P BDM	odchyl.	1Q'22P kons.	odchyl.
Przychody	14,9	17,8	19,6%	17,0	4,5%	16,3	19,3%
EBITDA	6,4	5,3	-16,7%	4,6	16,9%	5,6	-6,0%
EBIT	5,7	3,7	-34,0%	2,8	31,6%	3,8	-2,0%
Zysk (strata) brutto	5,7	5,4	-6,1%	3,5	53,2%	-	-
Zysk (strata) netto	5,2	3,8	-28,0%	3,0	25,5%	3,9	-3,0%
Marża EBITDA	45,0%	29,9%		26,7%		35,1%	
Marża EBIT	29,9%	21,1%		16,7%		23,4%	
Marża zysku netto	27,6%	21,2%		17,7%		24,5%	

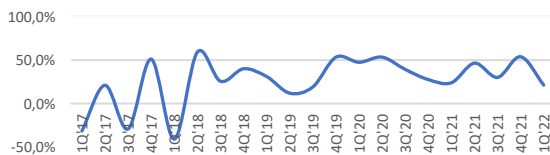
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBIT [%]



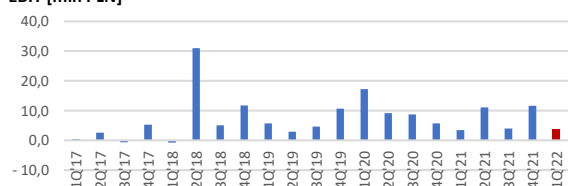
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność netto [%]



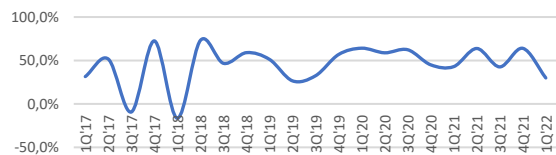
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



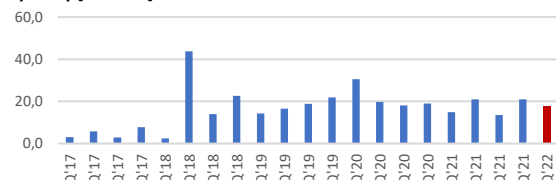
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rentowność EBITDA [%]



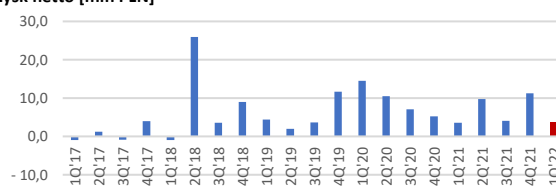
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE KONFERENCJI INWESTORSKIEJ (14.06.2022)

- Prace nad dwiema grami produkowanymi przez 11 bit studios, "Frostpunk 2" i "The Alters", idą zgodnie z planem, ale trzecia produkcja "P8" jest opóźniona.
 - „**Frostpunk 2**” - produkcja drugiej części gry, nad którą pracuje największy i nadal rosnący zespół 65 osób, idzie zgodnie z planem. Do końca czerwca ma zostać ukończony jeden z tzw. kamieni milowych prac. W 4Q'21 roku gra była testowana przez zewnętrzną firmę, co dało "obiecujące wyniki". Wishlista gry na Steam (wishlist) jest obecnie trzykrotnie większa niż ta dla pierwszej części "Frostpunka" na dzień przed premierą. To 8. największa wishlista na Steam.
 - Spółka oczekuje długiego i znaczącego rozwoju marki "Frostpunk" w perspektywie co najmniej 10-letniej z przeznaczeniem na wiele kanałów medialnych (m.in. serial, gra planszowa).
 - „**P8**” - projekt jest opóźniony w stosunku do wewnętrznych założeń. Firma mówi, o "wyzwaniach które pojawiły się w ostatnich wewnętrznych testach (złożony temat, a spółka nie chce obniżyć jego jakości)". Nad tytułem, który ma być grą akcji przeznaczoną w pierwszej kolejności na konsole, pracuje obecnie 45 osób. 11b zakłada osiągnięcie kamienia milowego na 3Q'22, gdzie mają być zrealizowane najtrudniejsze wyzwania.
 - „**The Alters**” - nad grą pracuje 35 osób (zespół jest nadal powiększany). Produkcja idzie zgodnie z planem. Projekt uwzględnia efekty inwestycji w badania i rozwój studia - zaawansowane efekty renderowania twarzy. Kamienie milowe zaplanowane są na 3Q i 4Q'22, a roadmapa projektu jest aktualna. Zwiastun na PC Gaming Show zobaczony ponad 0,5 mln razy. Już niedługo spółka będzie odkrywać więcej rzeczy na temat tej gry.
 - łącznie nad nowymi grami spółki oraz rozwojem starszych tytułów pracuje obecnie 145 osób.
 - **Spółka chce pozyskać w tym roku kolejne dwie umowy na wydanie gier zewnętrznych firm.** Obecnie dział wydawniczy 11b zajmuje się pięcioma tytułami: dwoma ogłoszonymi ("South of the Circle" i "The Invincible") i trzema nieogłoszonymi (nazwy kodowe "Ava", "Botin" i "Vitriol"). **Niektóre z tych gier mają trafić do graczy w tym i przyszłym roku. Data premiery "Vitriol", produkowanej przez zespół Fool's Theory, ma zostać podana latem tego roku.** Gra ma trafić na komputery PC, a późniejszym czasie może zostać przeniesiona również na konsole.
 - Spółka brała pod uwagę 260 tytułów, a jedynie 12 zostało poddane pogłębionej walidacji. Z tego został podpisany tylko 'Niezwykłoty'. Taka selekcja jest spójna ze strategią i tożsamością oferowania wysokiej jakości rozrywki.
 - Budżet spółki na produkcję i marketing obecnych gier z działu wydawniczego wynosi 40 mln PLN. Dwie nowe umowy, które mają być podpisane w 2022 roku mają pochłonąć łącznie 45 mln PLN. Kolejne sześć gier, w przypadku których umowy mają być podpisane w 2023 (trzy gry) i 2024 (trzy gry), ma kosztować odpowiednio: 65 mln PLN i 80 mln PLN.
 - 11b ocenia, że jest na dobrej drodze by wydawać trzy gry zewnętrznych studiów rocznie w 2025 roku.
 - Spółka zamierza budować grupę poprzez przejęcia mniejszościowych pakietów udziałów w innych firmach. Obecnie 11b informowało o przejęciu 40% udziałów Fool's Theory, a w tym tygodniu o podano informacje o objęciu 5% akcji Starward Industries (twórcy "The Invincible").
 - Fool's Theory – 65 deweloperów we wszystkich zespołach;
 - „**Vitriol**” – na konferencji przedstawiono tesear gry. Będzie to gra RPG dla dojrzałego gracza, tworzona na silniku UE4, na PC (porty na konsole możliwe w przyszłości), data premiery ma zostać ogłoszona tego lata. Akcja gry będzie się odbywała w Warszawie w latach 20 XX wieku.
 - Spółka w listopadzie'21 m.in. w związku z presją inflacyjną podwyższyła budżet wynagrodzeń.
- Q&A:**
- „P8” wyzwania – jest to kwestia wieloskładnikowa, tworzenie gier jest złożone, spółka nie uznaje kompromisów co do tego w jaki sposób gra realizuje swoją wizję, to jest wybór twórczy ale ten wybór twórczy musi się materializować w sposób bardzo konkretny (gamplay, aspekty techniczne itd.), a ponieważ wszystkie gry 11b odnoszą się do dość niesprecyzowanych koncepcji, całe doświadczenie gry musi się odnosić do tematu przewodniego gry a to nie jest łatwe do zrobienia;
 - PC/konsole - celem jest równoległa premiera gier na wszystkie platformy;
 - Spółka podtrzymuje, że chce wydawać gry od 12-18 msc. od rozpoczęcia kampanii marketingowej – mniej więcej taki jest jej cel;
 - „The Alters” – gra będzie zdecydowanie bardziej dostosowana do grania na konsole niż „Frostpunk”;
 - IP Frostpunka, serial – spółka prowadzi różne rozmowy i aktywnie w nich uczestniczy, pojawiło się zainteresowanie;
 - Ekskluzywne gry – spółka jest gotowa zrobić wszystko, żeby wzmocnić markę;
 - FP mobile – na Filipinach można już grać, ich partner chce ją wydać w tym roku, w jak najlepszej jakości – stąd może pojawić się „poślizg”.

PROGNOZA NA KOLEJNE OKRESY

W związku z umową pomiędzy Netflixem i 11b, do usługi Netflix Games w 2Q'22 trafiła gra Moonlighter. Spodziewamy się, że w istotny sposób przełoży się na utrzymanie stabilnych wyników (liczymy, że doda od siebie ok. 1 mln USD). Oczekujemy, że do wyników 2022 r. pozytywnie mogą kontrybuować takiej tytuły jak „South of the Circle” czy mobilny „Frostpunk”. Spodziewamy się stopniowego wzrostu kosztów związanych z powiększaniem zespołów deweloperskich (aktualni ok. 220 osób, na koniec 2022r. zakładamy powiększenie się do ok. 252) oraz wzrostem wynagrodzeń. Szacujemy, że w tym roku 11 bit studios wypracuje 61,7 mln PLN przychodów, 19,4 mln PLN EBITDA oraz 12,8 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22P	3Q'22P	4Q'22P
Przychody	30,6	19,7	18,1	19,0	14,9	21,0	13,6	21,0	17,8	17,5	13,4	13,0
EBITDA	19,6	11,6	11,3	8,6	6,4	13,4	5,8	13,4	5,3	7,3	3,7	3,1
EBIT	17,2	9,1	8,7	5,7	3,4	11,1	3,9	11,6	3,7	5,7	2,1	2,4
Zysk brutto	17,9	8,8	8,3	5,7	4,3	10,7	4,7	12,1	5,4	5,7	2,1	2,4
Zysk netto	14,5	10,5	7,1	5,2	3,6	9,7	4,1	11,3	3,8	5,0	1,8	2,1
Marża EBITDA	64,1%	58,8%	62,3%	45,0%	42,9%	63,8%	42,6%	64,0%	29,9%	41,5%	27,4%	24,0%
Marża EBIT	56,4%	46,3%	48,3%	29,9%	23,1%	52,7%	28,9%	55,4%	21,1%	32,6%	15,9%	18,7%
Marża zysku netto	47,4%	53,2%	39,3%	27,6%	23,9%	46,5%	30,1%	53,9%	21,2%	28,8%	13,8%	16,2%

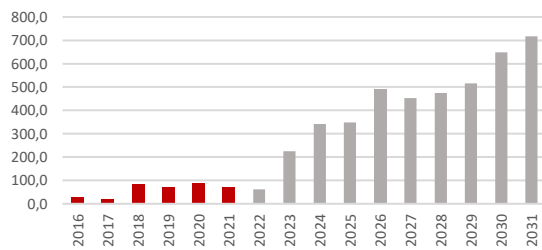
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

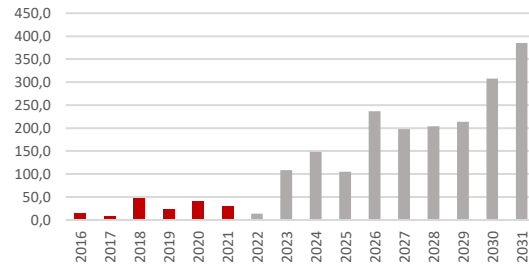
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2027P	2029P	2030P	2031P
Przychody	27,5	19,5	82,8	71,7	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9	491,2	452,3	474,6	516,2	648,7	717,6
EBITDA	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	39,0	19,4	120,5	192,0	176,2	316,8	268,1	277,0	291,5	401,7	490,1
EBITDA adj.	16,7	9,3	51,5	30,3	51,1	42,3	22,7	123,9	195,3	179,5	316,8	268,1	277,0	291,5	401,7	490,1
EBIT	14,1	7,6	47,0	23,9	40,8	30,0	14,0	108,2	148,4	105,4	236,9	197,5	204,3	213,4	307,6	385,3
Zysk brutto	15,7	4,4	48,2	25,0	40,7	31,8	15,4	116,4	152,8	107,4	238,1	198,2	204,6	213,7	307,9	385,6
Zysk netto	12,9	3,4	37,6	21,7	37,4	28,7	12,8	104,0	134,5	93,7	212,3	176,3	182,6	190,0	275,8	345,4
Marża EBITDA	60,7%	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	55,3%	31,4%	53,4%	56,1%	50,6%	64,5%	59,3%	58,4%	56,5%	61,9%	68,3%
Marża EBIT	51,4%	39,1%	56,8%	33,3%	46,7%	42,7%	22,7%	47,9%	43,4%	30,3%	48,2%	43,7%	43,0%	41,3%	47,4%	53,7%
Marża zysku netto	47,0%	17,6%	45,4%	30,3%	42,7%	40,8%	20,7%	46,1%	39,3%	26,9%	43,2%	39,0%	38,5%	36,8%	42,5%	48,1%

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

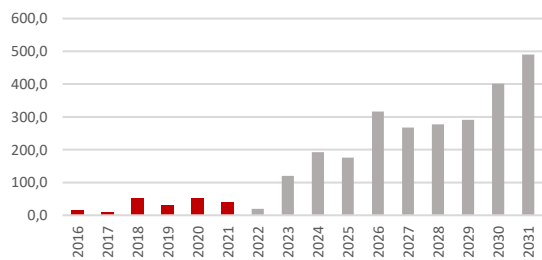
Przychody [mln PLN]



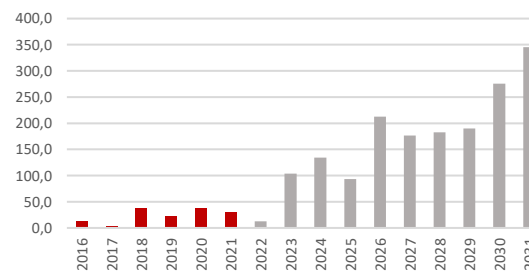
EBIT [mln PLN]



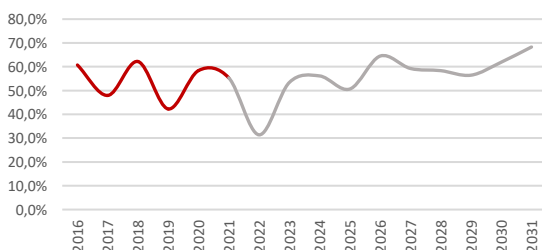
EBITDA [mln PLN]



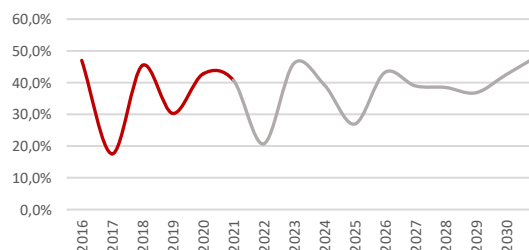
Zysk netto [mln PLN]



Retowność EBITDA [%]



Retowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Od naszej ostatniej rekomendacji dużo się w spółce zmieniło. Od tamtego momentu dowiedzieliśmy się o rezygnacji z projektu wydawniczego „Foxhole”, dodaniu dwóch nowych to jest „South of the Circle” oraz „The Invincible”. Przesuwamy premiery gier „Vitriol” na 3Q’23 (z 3Q’22) oraz „Botin” i „Ava” odpowiednio na 1Q’24/2Q’24. Ponadto w pionie tym w latach 2025-2028 zakładamy rocznie po trzy premiery gier, a od 2029 cztery. Spodziewamy się premiery „Frostpunka 2” w 2Q’23 (tak jak w naszej ostatniej rekomendacji), przesuwamy premierę „Projektu 8” z 1Q’24 na 4Q’24, a gry „The Alters” („Projekt Dolly”) z 4Q’24 na 4Q’23. Zakładamy, że premiery autorskich gier będą miały miejsce w latach 2023-2024 i od 2026 roku co roku po nowej premierze. Na znaczący wzrost naszych prognoz vs nasza ostatnia rekomendacja (15.02.2021r.) miało wpływ umocnienie się USD względem PLN jak i podniesienie szacunków sprzedaży „FP”2 i „The Alters”.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 15.02.2021 [mln PLN]

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
POPZEDNIA REKOMENDACJA											
Przychody [mln PLN]	87,9	67,1	72,4	156,3	273,0	235,0	342,8	321,6	345,3	382,2	458,9
Frostpunk	55,0	33,4	17,9	9,7	6,3	4,0	2,6	1,7	1,1	0,7	0,5
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	118,1	68,0	43,5	23,3	13,3	5,2	0,9
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	79,7	46,6	33,0	19,9	11,9	5,7	1,3	0,1
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	36,0	43,1	31,1	19,6	11,8	6,8	2,2
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	143,7	40,5	26,6	16,0	9,6
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	118,8	38,5	27,3	16,4
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	140,3	45,5	32,3
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	134,3	51,3
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	179,6
Wydawnictwo	24,5	27,0	49,7	64,7	64,6	85,7	100,3	104,1	106,1	128,4	136,1
AKTUALNA REKOMENDACJA											
Przychody [mln PLN]	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9	491,2	452,3	474,6	516,2	648,7
Frostpunk	55,0	35,1	30,0	17,3	12,1	7,8	5,1	3,3	2,2	1,4	0,9
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	62,2	82,4	79,0	44,5	25,1	14,7	4,8
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	97,7	70,6	48,9	28,7	18,3	8,9	2,0	0,2
The Alters	0,0	0,0	0,0	38,9	53,9	41,2	25,3	15,4	9,3	3,1	0,5
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	195,5	53,9	34,5	20,6	13,0
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	163,7	51,7	36,3	21,3
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	193,4	61,1	42,9
Projekt 14	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	200,1	64,1
Projekt 15	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	314,1
Wydawnictwo	24,5	17,5	16,5	45,1	127,5	160,7	153,0	150,7	147,9	175,4	185,0
ZMIANA %											
Przychody [mln PLN]	-0,5%	4,9%	-14,8%	44,4%	25,2%	48,0%	43,3%	40,6%	37,4%	35,1%	41,4%
Frostpunk	-0,1%	5,1%	67,7%	78,0%	92,3%	95,4%	96,3%	97,0%	99,7%	105,9%	89,2%
Projekt 8	-	-100,0%	-100,0%	-100,0%	-47,3%	21,1%	81,7%	91,1%	88,8%	182,5%	436,9%
Frostpunk 2	-	-	-	22,6%	51,6%	48,3%	44,1%	54,0%	56,6%	55,0%	141,6%
The Alters	-	-	-	-	49,6%	-4,3%	-18,6%	-21,3%	-21,2%	-54,7%	-79,5%
Projekt 11	-	-	-	-	-	-	36,0%	33,1%	29,6%	28,8%	35,5%
Projekt 12	-	-	-	-	-	-	-	37,8%	34,2%	33,0%	29,8%
Projekt 13	-	-	-	-	-	-	-	-	37,8%	34,2%	32,8%
Projekt 14	-	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0%	25,0%
Projekt 15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	74,9%
Wydawnictwo	0,0%	-35,1%	-66,9%	-30,4%	97,3%	87,5%	52,6%	44,8%	39,4%	36,6%	35,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 15.02.2021 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	67,1	70,4	4,9%	72,4	61,7	-14,8%	156,3	225,7	44,4%
EBITDA	38,4	39,0	1,4%	30,0	19,4	-35,5%	80,3	120,5	50,1%
EBIT	30,4	30,0	-1,2%	20,5	14,0	-31,7%	62	108,2	74,5%
Wynik brutto	31,3	31,8	1,7%	21,5	15,4	-28,2%	63,3	116,4	83,9%
Wynik netto	27,6	28,7	3,9%	18,2	12,8	-29,9%	55,8	104,0	86,3%
marża EBITDA	57,2%	55,3%		41,5%	31,4%		51,4%	53,4%	
marża EBIT	45,2%	42,7%		28,3%	22,7%		39,7%	47,9%	
marża netto	41,1%	40,8%		25,1%	20,7%		35,7%	46,1%	
USD/PLN	3,748	3,862	3,0%	3,666	4,389	19,7%	3,621	4,734	30,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Aktywa trwałe	41,3	49,8	70,4	90,7	148,4	195,0	206,9	218,1	208,1	225,7	248,1	277,2	300,3	316,8
Rzeczowe aktywa trwałe	18,7	24,0	26,9	25,9	24,0	24,2	25,9	28,3	29,2	30,3	29,9	29,7	29,8	30,0
Wartości niematerialne	17,1	24,9	37,9	59,1	107,9	154,3	164,6	173,3	162,4	179,0	201,7	231,1	254,0	270,3
Pozostałe aktywa trwałe	5,4	0,9	5,6	5,6	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5	16,5
Aktywa obrotowe	67,9	105,9	115,9	128,8	89,4	192,6	295,2	256,8	435,0	390,0	397,2	405,8	525,8	626,4
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	14,6	17,8	11,6	16,5	10,3	37,6	57,0	58,0	81,9	75,4	79,1	86,0	108,1	119,6
Inne aktywa obrotowe	2,1	5,9	8,2	4,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	51,3	82,2	96,1	107,4	72,3	148,1	231,4	192,0	346,2	307,7	311,2	312,9	410,8	499,9
- w tym środki pieniężne	24,3	14,9	24,1	26,7	14,8	90,7	173,9	134,5	288,8	250,3	253,8	255,4	353,4	442,5
Aktywa razem	109,3	155,7	186,3	219,5	237,9	387,6	502,1	474,9	643,0	615,7	645,3	683,0	826,1	943,2
Kapitał własny	89,9	119,7	164,6	197,3	211,3	315,3	397,8	370,4	498,5	483,7	507,6	533,2	638,0	735,3
Zobowiązania długoterminowe	12,0	11,3	10,5	9,0	7,7	6,4	5,2	3,9	2,6	1,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania finansowe odsetkowe	11,3	10,8	9,8	8,3	7,1	5,8	4,5	3,3	2,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Przychody przyszłych okresów	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Zobowiązania krótkoterminowe	7,3	24,7	11,2	13,2	18,9	65,9	99,2	100,6	141,9	130,7	137,1	149,1	187,4	207,3
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,5	1,3	1,4	1,3	1,0	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania handlowe	5,1	11,4	9,8	8,0	8,9	32,6	49,4	50,2	71,0	65,3	68,5	74,6	93,7	103,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,8	11,9	0,1	3,9	8,9	32,6	49,4	50,2	71,0	65,3	68,5	74,6	93,7	103,6
Pasywa razem	109,3	155,7	186,3	219,5	237,9	387,6	502,1	474,9	643,0	615,7	645,3	683,0	826,1	943,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody ze sprzedaży	82,8	71,7	87,4	70,4	61,7	225,7	341,9	347,9	491,2	452,3	474,6	516,2	648,7	717,6
Koszty działalności operacyjnej	-35,8	-47,8	-46,6	-40,3	-47,7	-117,5	-193,6	-242,5	-254,4	-254,7	-270,3	-302,8	-341,1	-332,3
EBITDA	51,5	30,3	51,1	39,0	19,4	120,5	192,0	176,2	316,8	268,1	277,0	291,5	401,7	490,1
Amortyzacja	-4,5	-6,4	-10,3	-8,9	-5,4	-12,3	-43,6	-70,8	-79,9	-70,5	-72,8	-78,1	-94,1	-104,9
EBIT	47,0	23,9	40,8	30,0	14,0	108,2	148,4	105,4	236,9	197,5	204,3	213,4	307,6	385,3
Saldo działalności finansowej	1,2	1,4	-0,1	1,8	1,4	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Zysk (strata) brutto	48,2	25,0	40,7	31,8	15,4	116,4	152,8	107,4	238,1	198,2	204,6	213,7	307,9	385,6
Zysk (strata) netto	37,6	21,7	37,4	28,7	12,8	104,0	134,5	93,7	212,3	176,3	182,6	190,0	275,8	345,4
CF [mln PLN]	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przepływy z działalności operacyjnej	39,0	41,6	37,7	40,9	27,2	136,3	192,3	165,2	309,8	242,1	257,4	273,2	386,1	458,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-55,6	-49,3	-34,4	-37,4	-37,7	-58,8	-55,5	-82,0	-69,9	-88,2	-95,1	-107,2	-117,1	-121,4
Przepływy z działalności finansowej	12,6	-1,7	6,0	-0,9	-1,5	-1,6	-53,5	-122,6	-85,6	-192,4	-158,7	-164,4	-171,0	-248,2
Przepływy pieniężne netto	-3,9	-9,4	9,3	2,6	-11,9	75,9	83,2	-39,4	154,3	-38,5	3,5	1,6	98,0	89,1
Środki pieniężne na początek okresu	28,2	24,3	14,9	24,1	26,7	14,8	90,7	173,9	134,5	288,8	250,3	253,8	255,4	353,4
Środki pieniężne na koniec okresu	24,3	14,9	24,1	26,7	14,8	90,7	173,9	134,5	288,8	250,3	253,8	255,4	353,4	442,5

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	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Przychody zmiana r/r	325,3%	-13,4%	21,8%	-19,4%	-12,4%	266,0%	51,5%	1,7%	41,2%	-7,9%	4,9%	8,8%	25,7%	10,6%
EBITDA zmiana r/r	451,7%	-41,2%	68,5%	-23,7%	-50,3%	522,5%	59,3%	-8,2%	79,8%	-15,4%	3,3%	5,2%	37,8%	22,0%
EBIT zmiana r/r	516,8%	-49,2%	70,9%	-26,4%	-53,4%	672,8%	37,1%	-29,0%	124,7%	-16,6%	3,4%	4,5%	44,1%	25,3%
Zysk netto zmiana r/r	1000,4%	-42,3%	72,1%	-23,2%	-55,5%	715,1%	29,4%	-30,4%	126,7%	-17,0%	3,6%	4,0%	45,2%	25,3%
Marża EBITDA	62,2%	42,3%	58,4%	55,3%	31,4%	53,4%	56,1%	50,6%	64,5%	59,3%	58,4%	56,5%	61,9%	68,3%
Marża EBIT	56,8%	33,3%	46,7%	42,7%	22,7%	47,9%	43,4%	30,3%	48,2%	43,7%	43,0%	41,3%	47,4%	53,7%
Marża netto	45,4%	30,3%	42,7%	40,8%	20,7%	46,1%	39,3%	26,9%	43,2%	39,0%	38,5%	36,8%	42,5%	48,1%
ROE	41,8%	18,1%	22,7%	14,5%	6,0%	33,0%	33,8%	25,3%	42,6%	36,5%	36,0%	35,6%	43,2%	47,0%
ROA	34,4%	13,9%	20,1%	13,1%	5,4%	26,8%	26,8%	19,7%	33,0%	28,6%	28,3%	27,8%	33,4%	36,6%
Dług netto	-38,5	-70,1	-84,9	-97,8	-64,2	-141,6	-226,4	-188,6	-344,2	-306,9	-311,2	-312,9	-410,8	-499,9
Dług netto / kapitał własny	-42,8%	-58,6%	-51,6%	-49,6%	-30,4%	-44,9%	-56,9%	-50,9%	-69,1%	-63,5%	-61,3%	-58,7%	-64,4%	-68,0%
Dług netto / EBITDA	-0,7	-2,3	-1,7	-2,5	-3,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,0
Dług netto / EBIT	0,8	2,9	2,1	3,3	4,6	1,3	1,5	1,8	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3	1,3
EV	1100,0	1138,5	1186,2	1173,3	1206,9	1129,5	1044,7	1082,5	926,9	964,2	959,9	958,2	860,3	771,2
CAPEX / Przychody	32,1%	20,1%	34,0%	41,0%	82,1%	26,1%	16,2%	23,6%	14,2%	19,5%	20,0%	20,8%	18,1%	16,9%
CAPEX / Amortyzacja	591,4%	224,7%	289,9%	323,7%	944,9%	478,5%	127,3%	115,8%	87,4%	125,1%	130,8%	137,3%	124,5%	115,8%
Amortyzacja / Przychody	9,0%	11,7%	12,7%	8,7%	5,4%	12,8%	20,3%	16,3%	15,6%	15,3%	15,1%	14,5%	14,6%	14,7%
Zmiana KO / Przychody	-14,9%	10,8%	-1,1%	-17,1%	-8,9%	-4,2%	-0,2%	-3,6%	1,1%	-0,6%	-1,0%	-2,5%	-1,2%	-1,6%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	96,4%	59,7%	4,5%	120,9%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	-12,2%	11,0%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
MC/S*	13,7	16,7	14,5	17,9	20,5	5,6	3,7	3,6	2,6	2,8	2,7	2,4	1,9	1,8
P/E*	30,2	55,3	33,8	44,0	99,0	12,1	9,4	13,5	5,9	7,2	6,9	6,6	4,6	3,7
P/BV*	12,6	10,0	7,7	6,4	6,0	4,0	3,2	3,4	2,5	2,6	2,5	2,4	2,0	1,7
P/CE*	132,0	121,9	54,7	41,2	29,3	80,5	71,8	64,0	74,2	71,1	72,2	73,8	78,4	79,8
EV/EBITDA*	21,2	37,3	23,1	29,9	61,9	9,3	5,4	6,1	2,9	3,6	3,4	3,3	2,1	1,6
EV/EBIT*	23,2	47,3	28,9	38,8	85,6	10,4	7,0	10,2	3,9	4,8	4,7	4,4	2,8	2,0
EV/S*	13,2	15,8	13,5	16,5	19,4	5,0	3,0	3,1	1,9	2,1	2,0	1,8	1,3	1,1
BVPS	39,3	49,5	64,8	77,6	83,1	124,0	156,5	145,7	196,1	190,2	199,7	209,8	251,0	289,2
EPS	16,4	9,0	14,7	11,3	5,0	40,9	52,9	36,8	83,5	69,4	71,8	74,7	108,5	135,9
CEPS	3,8	4,1	9,1	12,1	16,9	6,2	6,9	7,8	6,7	7,0	6,9	6,7	6,3	6,2
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	52,0	121,0	84,3	191,1	158,7	164,4	171,0	248,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,4	47,6	33,2	75,2	62,4	64,7	67,3	97,6
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,1%	9,6%	6,7%	15,1%	12,6%	13,0%	13,5%	19,7%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%	90,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 496,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krystian Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: anna.madziar@bdm.pl

Kajetan Sroczyński

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: kajetan.sroczynski@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	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 2Q'22*:		, 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	5	71%	2	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	2	29%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

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

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

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

Dokument jest przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji, może dotrzeć również do innych podmiotów na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

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

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący 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 portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony Klientom BDM dnia 21.06.2022 roku (17:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 28.06.2022 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

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

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

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

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

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

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

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

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

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

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

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 21.06.2022 roku:

- 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 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.