



11 bit studios

analityk: Michał Krajczewski, CFA

data sporządzenia: 12.05.2017 r.

Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	Free float	Wartość dzienna obrotów (tys. PLN)	P/E	P/BV
180,00	399,1	69,67%	2 151,3	30,9	9,47

11 bit studios to studio deweloperskie tworzące gry wieloplatformowe dostępne na całym świecie. Głównymi tytułami spółki są Anomaly, The War of Mine oraz Frostpunk (EKD 62.01).

Wyniki kwartalne (mln PLN)	1Q '17	1Q '16	r/r	1Q '17	1Q '17 - konsensus	różnica
Przychody	2,9	7,1	-59,2%	2,9	3,7	-21,6%
EBITDA	0,9	6,3	-85,7%	0,9	1,3	-30,8%
<i>marża EBITDA</i>	31,0%	88,7%		31,0%	35,1%	
EBIT	0,4	5,6	-92,9%	0,4	0,8	-50,0%
<i>marża EBIT</i>	13,8%	78,9%		13,8%	21,6%	
Zysk netto	-1,1	4,6	-	-1,1	0,5	-
<i>marża netto</i>	-37,9%	64,8%		-37,9%	13,5%	

Komentarz do wyników

11 bit zanotował w 1Q'17 nieco ponad 2,9 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-59% r/r oraz -69% k/k), co było poniżej rynkowych oczekiwań rzędu 3,7 mln PLN. W ujęciu segmentowym przychody z segmentu Produkcja gier wyniosły 2,9mln PLN (-59% r/r), a segment Globalna cyfrowa dystrybucja osiągnął przychody na poziomie 0,04mln PLN (-74% r/r). Spadek sprzedaży wynikał przede wszystkim z wysokiej bazy porównawczej z I kwartału 2016 roku, kiedy do sprzedaży trafiła konsolowa wersja gry „This War of Mine” oraz jej wersja chińskojęzyczna na pozostałych platformach. Ponadto w I kwartale 2017 r. Zarząd podjął decyzję o ograniczeniu działań marketingowych wspierających sprzedaż gry TWoM. Brak akcji wyprzedazowych w przypadku gier funkcjonujących dłużej na rynku mocno przekłada się na realizowane przychody.

Tempo spadku wyniku operacyjnego (-86% r/r na poziomie EBITDA oraz -93% r/r na poziomie EBIT) było szybsze niż przychodów z uwagi na wzrost kosztów wynagrodzeń (+58,3% r/r) oraz usług obcych (+59,1% r/r), co jest związane z trwającymi pracami nad kolejnymi produkcjami własnych gier przez 11 bit („Frostpunk” i „Projekt 8”) oraz rozwój działalności wydawniczej. Powyższe przedstawia pozycja „nakłady na niezakończone prace rozwojowe” w bilansie, która wyniosła 7,4mln PLN na koniec kwartału.

Wynik na poziomie zysku netto obciążony był przez wysokie koszty finansowe (-1,2 mln PLN wobec minimalnych kosztów przed rokiem). Były one spowodowane przeszacowaniem wartości posiadanych przez Grupę aktywów pieniężnych w walutach obcych (głównie USD) z uwagi na spadek kursu USD/PLN w raportowanym okresie. **Zwracamy przy tym uwagę, iż są to koszty o charakterze niegotówkowym i nie wpływają przez to na generowany przez 11 bit cash flow.**

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej wyniosły w 1Q'17 nieco ponad 2,0 mln PLN wobec 2,9 mln PLN w analogicznym okresie roku ubiegłego. **Stan gotówki na koniec kwartału to 29,2 mln PLN (7,5% kapitalizacji Spółki), co zapewnia wysokie bezpieczeństwo i środki na realizację kolejnych produkcji gier.**



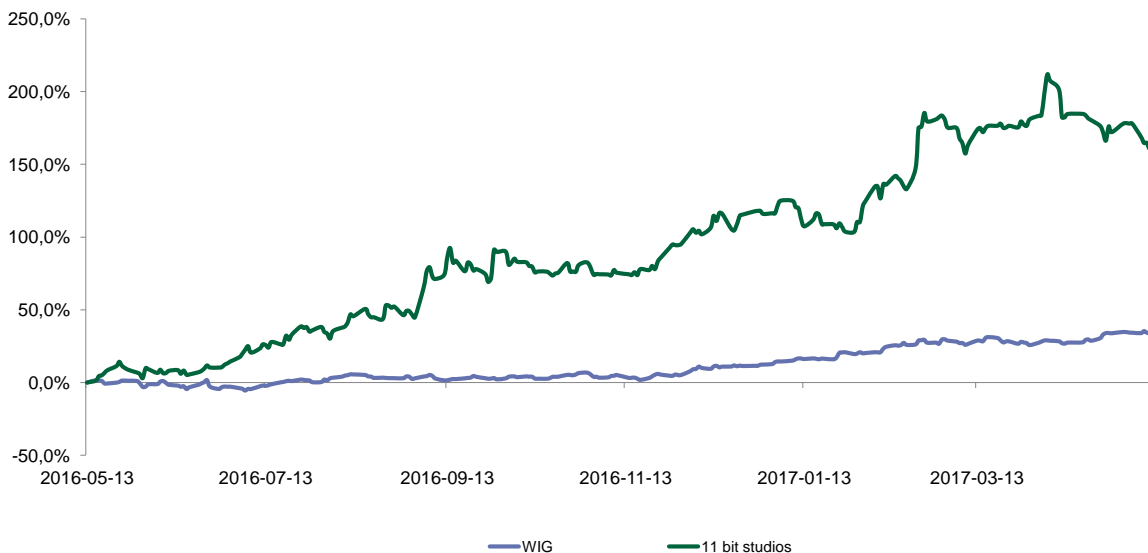
11 bit studios

Wpływ aktualnych informacji na ocenę spółki z perspektywy akcjonariuszy

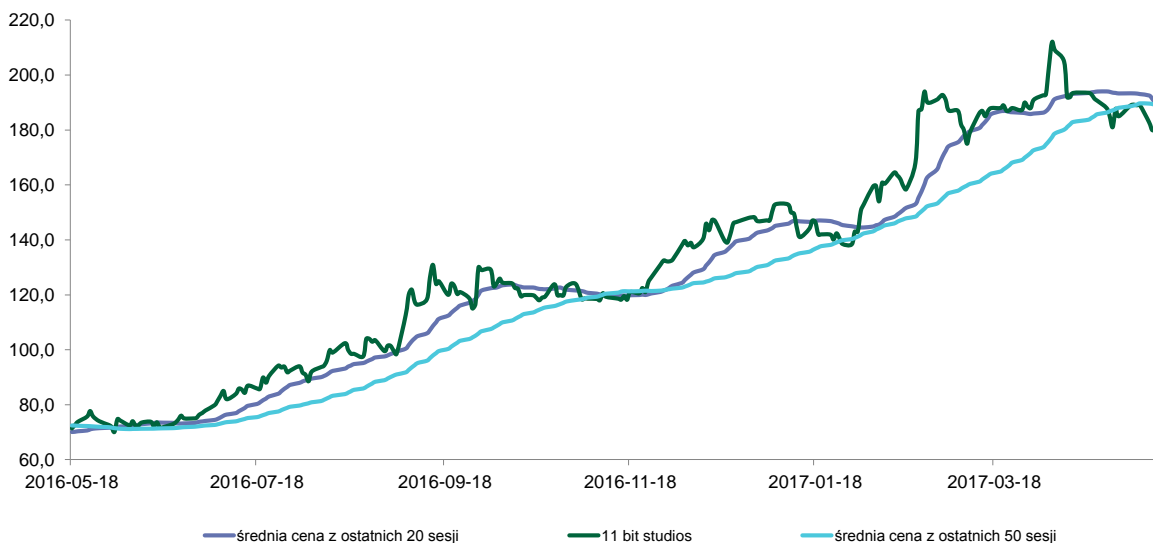
Wyniki oceniamy neutralnie – choć na poziomie operacyjnym były nieco poniżej konsensusu, to Spółka informowała pod koniec kwietnia, iż zanotuje stratę na poziomie netto z uwagi na koszty finansowe. Na postrzeganie Spółki w dalszych okresach wpływać będzie harmonogram premier – Zarząd podtrzymuje, iż Frostpunk trafi do sprzedaży w II połowie br. Również w tym roku planowane są premiery „Tower 57” i „Moonlightera”, czyli dwóch gier tworzonych przez zewnętrzne studia deweloperskie (11 bit jest ich wydawcą).

Podtrzymujemy pozytywną ocenę Spółki biorąc pod uwagę kalendarz wydawniczy i oceniamy ostatnią korektę kursu z uwagi na tymczasowe pogorszenie sentymentu do branży, jako okazję inwestycyjną.

11 bit vs WIG



Notowania akcji w ostatnich 12 miesiącach





Zespół ds. Doradztwa Inwestycyjnego telefon adres email

Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bgzbnpparibas.pl
Kamil Hajdamowicz	22 507 52 76	kamil.hajdamowicz@bgzbnpparibas.pl
Adam Anioł	22 507 52 93	adam.aniol1@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Wtórno telefon adres email

Damian Zemlik	22 507 52 72	damian.zemlik@bgzbnpparibas.pl
Paulina Rudolf	22 507 52 73	paulina.rudolf@bgzbnpparibas.pl
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	grzegorz.leszek@bgzbnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bgzbnpparibas.pl
Przemysław Borycki	22 566 97 04	przemyslaw.borycki@bgzbnpparibas.pl
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bgzbnpparibas.pl

Zespół ds. Obsługi Rynku Pierwotnego telefon adres email

Marek Jaczewski	22 566 97 23	marek.jaczewski@bgzbnpparibas.pl
-----------------	--------------	--

Internetowe serwisy transakcyjne

bmBGZ.net

Zlecenia na GPW i New Connect

<https://makler.bmbgz.pl/>

eIPO.bmBGZ

Zapisy w ofertach publicznych (IPO)

<https://emisja.bmbgz.pl/>

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa
EBIT – (earnings before interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) - zysk operacyjny
EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) - zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych
ROA - (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów
NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)
P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją
EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej
P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję
P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgową) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję
EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji
DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
BVPS - (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży
Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości
NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej
NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług



Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BGŻ BNP Paribas S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej: BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. jest zabronione.

BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (-10%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwany spadek zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 10%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnośnienie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej Banku BGŻ BNP Paribas S.A.

- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji Banku BGŻ BNP Paribas S.A., a podmioty powiązane z Bankiem BGŻ BNP Paribas S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM Banku BGŻ BNP Paribas S.A. wraz z informacją dotyczącą proporcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie :

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:

https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf