



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

## 11 Bit Studios – 2Q'19

2019-08-29 16:07



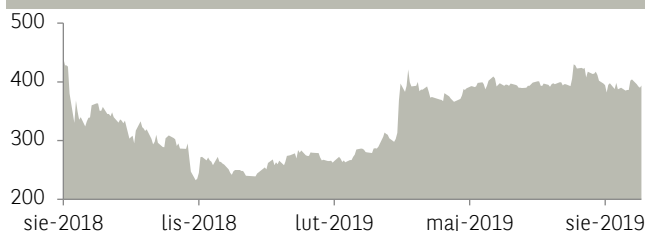
# BM

## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	394,00
Kapitalizacja (mln zł)	901,2
Free float	70,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	2,2
P/E	47,3
P/BV	9,48

### Notowania 11 Bit za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 2Q19

PLNm	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	43,5	13,9	22,5	14,2	16,6	-62%	17%	12	36%
EBITDA	32,0	6,6	13,3	7,3	4,4	-86%	-40%	5	-14%
EBIT	31,0	5,0	11,7	5,7	2,9	-91%	-49%	4	-18%
Zysk netto	25,9	3,6	9,0	4,4	2,0	-92%	-56%	3	-40%
Marża EBITDA	73,5%	47,2%	59,2%	51,5%	26,6%			42%	
Marża EBIT	71,3%	36,3%	52,1%	40,5%	17,7%			30%	
Marża zysku netto	59,6%	25,9%	40,2%	31,3%	11,9%			27%	

## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Na poziomie przychodów w drugim kwartale bieżącego roku 11 Bit Studios zrealizowało wynik na poziomie 16,6 mln zł, co oznacza zdecydowane przebicie rynkowego konsensusu zakładającego 12,2 mln zł. Tak dobry wynik jest zasługą bardzo dobrej sprzedaży gry Moonlighter (segment wydawniczy) na konsolę switch, szczególnie w Azji, gdzie powyższa konsola obecnie dominuje na rynku. Niemniej jednak wyższe od oczekiwań przychody nie przełożyły się na poziom zysku netto. Konsekwencją wyższej sprzedaży Moonlightera pozostaje wzrost kosztów usług obcych (155% kw/kw), za sprawą tantiem dla producenta gry – Digital Sun. W całym pierwszym półroczu koszt tantiem wyniósł 9,1 mln zł. W konsekwencji na poziomie zysku netto wynik za drugi kwartał wyniósł 2 mln zł wobec oczekiwań na poziomie 3,3 mln zł. W całym pierwszym półroczu wyniósł 6,4 mln zł. Należy odnotować, iż na wynikach ciężą niegotówkowe rezerwy tworzone w związku z funkcjonującym w spółce programem motywacyjnym na lata 2017-2019, które w pierwszym półroczu wyniosły 4,1 mln zł. Powyższe wyniki odbieramy nieznacznie negatywnie ze względu na strukturę sprzedaży i wyższy udział Moonlightera, którego 11 Bit jest wydawcą. Niemniej jednak rozpatrujemy ostatni kwartał, jako mało znaczący dla wyceny spółki. Oczekujemy, iż kolejne kwartały przyniosą kluczowe dla inwestorów informacje.

*Przychody zdecydowanie powyżej prognoz*

*Wysoki udział kosztów obcych*

Wraz z publikacją raportu spółka rozpoczęła sprzedaż pakietu płatnych dodatków, tzw. „Season Pass” do Frostpunka. Pierwszy z trzech dodatków został już opublikowany, a ostatni o roboczej nazwie Projekt TVADGYCGJR ma trafić na rynek w pierwszych miesiącach 2020 roku. Każdy z dodatków można także kupić osobno, nie korzystając z *season passa*. Na ten moment na podstawie 35 recenzji na platformie Steam, 54% z nich jest pozytywne względem pierwszego dodatku o nazwie The Rifts. Pomimo mieszanych pierwszych opinii uważamy, że kolejne dodatki DLC będą pozytywnie kontrybuować do wyników spółki. Ponadto 6 sierpnia premierę miał kolejny i zarazem ostatni dodatek z serii „TWO: Stories”. We wrześniu premierę będzie miała następna gra z segmentu wydawniczego – Children of Morta, której potencjał sprzedażowy szacowany jest na porównywalny z Moonlighterem. Bardzo duże znaczenie będzie miał także

*W drugim półroczu będzie miała miejsce seria ważnych premier*



**BNP PARIBAS**  
BIURO MAKLESKIE

Autor: Szymon Nowak

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A.  
ul. Twarda 18, 00-105 Warszawa, tel. +48 22 566 97 00  
e-mail: [doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl](mailto:doradcy.inwestycyjni@bnpparibas.pl)  
[www.bnpparibas.pl](http://www.bnpparibas.pl)



potencjalny sukces Frostpunka w wersji na konsole Xbox One oraz PS4, który zadebiutuje na powyższych platformach w październiku. Wszystkie powyższe czynniki jednoznacznie wskazują na fakt, iż to drugie półrocze będzie kluczowe dla wyników spółki w 2019 roku.

Newralgiczną kwestią naszym zdaniem pozostaje jednak wciąż trzymana przez spółkę w tajemnicy gra o roboczej nazwie „Projekt 8”. Oczekujemy, iż ujawnienie pierwszych informacji na temat gry będzie pozytywnie wspierać sentyment wobec spółki. Niemniej jednak fakt, iż wg. raportu nad grą pracuje obecnie ok. 25 osób oznacza naszym zdaniem, iż gra znajduje się jeszcze w bardzo wstępnej fazie produkcji, stąd nie spodziewamy się aby w roku bieżącym zostały upublicznione jakiegokolwiek informacje na temat gry. Powyższe implikuje, iż powrót do dynamicznych wzrostów w nadchodzących miesiącach uzależniony będzie wyłącznie od sukcesu sprzedażowego powyżej wymienionych gier.

*Brak informacji na temat gry o roboczej nazwie Projekt 8*





## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michał.krajczewski@bnpparibas.pl">michał.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>
Tomasz Mazurek	22 507 52 76	<a href="mailto:tomasz.mazurek@bnpparibas.pl">tomasz.mazurek@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Wtórznego	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Obsługi Rynku Pierwotnego	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

#### SIDOMA WEB

- nowy system -wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

#### SIDOMA PROFESSIONAL

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.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  
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





## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska 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 (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

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 odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska 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 BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

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

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_information\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_information_wersja_PL.pdf)