



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

11 bit studios - 1Q'21

2021-05-14 11:17

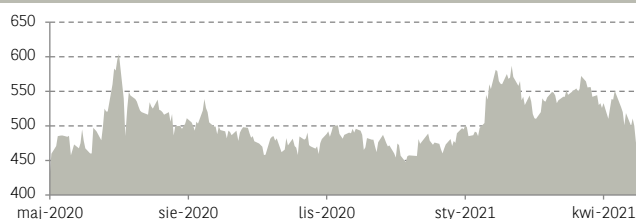


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	462,00
Kapitalizacja (mln zł)	1 091,8
Free float	86,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	4,7
P/E	40,6
EV/EBITDA	19,7

Notowania 11B za ostatnie 12 miesięcy



WYNIKI 4Q'20

PLNm	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	30,5	19,6	18,0	19,0	14,8	-51%	-22%	14,1	6%
EBITDA	19,6	11,6	11,3	8,6	6,4	-67%	-26%	8,1	-21%
EBIT	17,2	9,1	8,7	5,8	3,4	-80%	-41%	5,4	-36%
Zysk netto	14,5	10,5	7,1	5,3	3,6	-75%	-33%	5,0	-28%
Marża EBITDA	64,3%	59,1%	62,7%	45,3%	43,0%				
Marża EBIT	56,5%	46,5%	48,5%	30,5%	23,2%				
Marża zysku netto	47,5%	53,5%	39,5%	27,9%	24,0%				

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

11 bit studios opublikowało wyniki za 1Q'21, które okazały się nieznacznym rozczarowaniem. Na linii przychodowej spółka osiągnęła wynik 14,8 mln zł, czyli o 6% wyższy od oczekiwań rynkowego konsensusu. Niemniej jednak na poziomie kosztów wyniki obciążone są niegotówkową rezerwą na Program Motywacyjny na lata 2021-2025 w kwocie 1,04 mln zł, która będzie ujmowana w RZIS do końca 2025 roku. Ponadto spółka dokonała kolejnego odpisu nakładów związanych z rozwojem silnika (Game Engine), tym razem na kwotę 324 tys. zł. Korygując opublikowane wyniki o powyższe, byłyby one zbliżone do rynkowego konsensusu.

Na poziomie przychodów wyniki wspierał cały back catalogue gier spółki. 11 bit studios w raporcie zwraca uwagę na pozytywny wpływ premiery Frostpunka na komputery Mac 24 lutego br. Istotny wkład miały też tytuły z wydawnictwa, czyli Moonlighter i Children of Morta. Przychody ze sprzedaży gier zewnętrznych odpowiadały w 1Q'21 za 27% przychodów spółki. Znaczący spadek przychodów w skali rocznej wynika z faktu, iż rok temu swoją premierę miał pozytywnie przyjęty przez rynek, płatny dodatek do Frostpunka – Frostpunk: The Last Autumn.

Poza linią kosztową, która stanowi główny powód niższych od oczekiwań wyników, na poziom zysku netto wpływ miała również efektywna stawka podatkowa, która wyniosła aż 17% (vs. 8,1% w całym 2020 roku). Jak tłumaczy spółka w raporcie, znacząco wyższa efektywna stawka podatkowa w I kwartale 2021 roku w porównaniu z 2020 rokiem była konsekwencją niepodatkowego traktowania zaprezentowanych kosztów z tytułu tantiem. Koszty tantiem ujęte zostały na podstawie kalkulacji kosztów, do których faktury wpłynęły dopiero w kolejnym kwartale.

Po tym jak w wynikach za 4Q'20 negatywnie zaskoczyły ujemne przepływy operacyjne (-5,5 mln zł), w 1Q'21 spółka wygenerowała przepływy w wysokości 7,8 mln zł. Łączna wartość aktywów finansowych 11 bit studios (gotówki na rachunkach bankowych plus bezpiecznych instrumentów finansowych), powiększona o należności handlowe, wynosi blisko 107,8 mln PLN, co jest rekordowym poziomem w historii działalności spółki.

Pomimo powyższych wyników, kluczowa naszym zdaniem obecnie dla inwestorów pozostaje ogłoszona na 10 czerwca konferencja spółki, na której przedstawione mogą zostać nowe informacje na temat prowadzonych projektów. Wartość bilansowa niezakończonych prac rozwojowych (Projekt 8, Dolly, Eleanor) wynosi obecnie 32,2 mln zł. Zespoły powyższych gier liczą obecnie odpowiednio: ok. 45 osób, 20 osób i ponad 50 osób. Rosnące zasoby



produkcyjne przekładały się na wzrost wydatków na produkcję gier. W I kwartale 2021 roku nakłady na ten cel sięgnęły 7 928 100 PLN. W portfolio wydawniczym obecnie znajdują się w cztery tytuły: Vitriol, której producentem jest studio Fool's Theory z Bielska-Białej, Foxhole i Botin (producentem jest hiszpańskie studio Digital Sun Games, które odpowiadało za produkcję gry Moonlighter) oraz Ava, za którą stoi hiszpańskie studio Chibig.

Opublikowany zestaw wyników oceniamy nieznacznie negatywnie (po korekcie o odpis oraz koszty Programu Motywacyjnego wyniki zbliżyłyby się do oczekiwań), lecz nie uważamy iż to obecnie same wyniki są głównym czynnikiem determinującym equity stopy spółki, a kluczowe dla inwestorów pozostają oczekiwania względem ogłoszenia szczegółów dotyczących nadchodzących projektów, które powinniśmy poznać na konferencji 10 czerwca. Zwracamy uwagę, iż decydujący będzie harmonogram premier w segmencie wydawniczym, ponieważ gier własnych studia nie zobaczymy wcześniej niż na koniec 2023 roku. Perspektywy wynikowe dla spółki w krótkim terminie nie pozostają szczególnie optymistyczne. Pozytywnie na przychody może wpłynąć wersja mobilna Frostpunka, jednakże ze względu iż to NetEase odpowiada za marketing jak i UA, ciężko jest obecnie dokonywać konkretnych prognoz.





KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	michal.krajczewski@bnpparibas.pl
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	adam.aniol1@bnpparibas.pl
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	szymon.nowak@bnpparibas.pl
Lukas Cinikas	22 507 52 94	lukas.cinikas@bnpparibas.pl

Zespół Maklerów	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@bnpparibas.pl
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl
Adrian Cieślak	22 578 57 69	adrian.cieslak@bnpparibas.pl

Zespół Produktów Emisyjnych	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	marek.jaczewski@bnpparibas.pl
Paulina Sotdaj	22 566 97 32	paulina.soldaj@bnpparibas.pl
Beata Skóra-Bydgoska	722 375 391	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	691 333 562	damian.sienko@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@bnpparibas.pl

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 księgowa) – 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. do- staw 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 jakkolwiek 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_informations_wersja_PL.pdf

