



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

11 bit studios - 4Q'20

2021-04-29 11:16

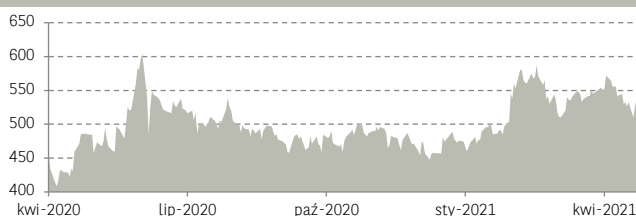


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	522,5
Kapitalizacja (mln zł)	1 234,7
Free float	86,5%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	4,0
P/E	27,3
EV/EBITDA	20,67

Notowania 11B za ostatnie 12 miesięcy



WYNIKI 4Q'20

PLNm	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	21,8	30,5	19,6	18,0	19,0	-13%	6%	17,6	8%
EBITDA	12,5	19,6	11,6	11,3	8,6	-31%	-24%	10,5	-19%
EBIT	10,6	17,2	9,1	8,7	5,8	-45%	-34%	8,0	-28%
Zysk netto	11,7	14,5	10,5	7,1	5,3	-55%	-25%	6,9	-24%
Marża EBITDA	57,2%	64,3%	59,1%	62,7%	45,3%				
Marża EBIT	48,7%	56,5%	46,5%	48,5%	30,5%				
Marża zysku netto	53,6%	47,5%	53,5%	39,5%	27,9%				

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

11 bit studios podało mieszany zestaw wyników za 4Q'20. Na poziomie linii przychodowej wyniki zaskoczyły pozytywnie przewyższając rynkowy konsensus o 8%. Łącznie w 2020 roku przychody ze sprzedaży wyniosły 87,1 mln zł, czyli o 6,1% więcej niż w rekordowym 2018 roku, kiedy debiutowały Frostpunk i Monnlighter. Raportowana EBITDA znalazła się niemniej jednak na poziomie 19% niższym od oczekiwań i wyniosła 8,6 mln zł. Zysk netto wyniósł 5,3 mln zł i był o 24% gorszy od oczekiwań. Na przestrzeni ostatnich czterech kwartałów zysk netto łącznie wyniósł 37,4 mln zł i był o 57,5% wyższy niż rok wcześniej.

Linie przychodową w największym stopniu budowała sprzedaż Frostpunka wraz z DLC, która na wszystkich platformach w 2020 roku wyniosła 51,5 mln zł. Znaczący wkład w wyniki spółki ma także segment wydawniczy, który w czwartym kwartale odpowiadał za 6,3 mln zł przychodów (33%). Sprzedaż gry Children of Morta od premiery zapewniła już spółce przeszło 44 mln PLN przychodów. Udział segmentu wydawniczego w przychodach w całym 2020 roku wyniósł 29%.

Wyniki 11 bit studios na poziomie pozostałych kosztów operacyjnych zostały obciążone przez odpis nakładów związanych z rozwojem silnika Game Engine (871,5 tys. zł) i części wydatków związanych z grą Foxhole (projekt zewnętrzny realizowany przez hiszpańskie studio Digital Sun) w kwocie 125,6 tys. zł. Po korekcie wyników o odpisy byłyby one jedynie nieznacznie poniżej rynkowego konsensusu.

Negatywnym zaskoczeniem okazały się ujemne przepływy operacyjne (-5,5 mln zł), które znalazły się po negatywnej stronie pierwszy raz od 1Q'18. Środki pieniężne i ekwiwalenty na koniec roku wynosiły 96,1 mln zł wobec 109,9 mln zł na koniec 3Q'20. Spodziewamy się, że negatywne CFO nie powtórzy się w kolejnych kwartałach.

Wartość bilansowa niezakończonych prac rozwojowych (Projekt 8, Dolly, Eleanor) wynosi obecnie 25,5 mln zł. Za istotny punkt raportu uważamy komunikat o znaczącym wzroście budżetu Projektu 8, który wcześniej był szacowany na ok 20 mln zł, co potencjalnie może oznaczać wydłużenie okresu produkcji, lecz również może być pochodną zmiany silnika gry z autorskiego rozwiązania na Unreal Engine. Docelowo nad Projektem 8 ma pracować ok 60-70 osób (obecnie ok 45), co stanowi porównywalną liczbę do zespołu pracującym nad



Frostpunkiem. Nad projektem Dolly pracuje 20 osób, a nad projektem Eleanor 50 osobowy zespół.

W portfelu 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. Łączna wartość zobowiązań inwestycyjnych wynosi ok. 20 mln zł, przy czym część nakładów już została poniesiona. Dla porównania, łączna inwestycja 11 bit studios w Moonlightera i Children of Morta wyniosła ok. 5 mln zł.

Opublikowany zestaw wyników oceniamy nieznacznie negatywnie (po korekcie o odpisy 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 w maju. Zwracamy uwagę, iż decydujący będzie harmonogram premier w segmencie wydawniczym, ponieważ gier własnych studia nie zobaczymy wcześniej niż na koniec 2023 roku.





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 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. 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 wyłączeni 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 pierwszym 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 odniesienie 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