

poniedziałek, 20 maja 2019 | raport analityczny

11 bit studios: kupuj (nowa)

11B.PW; 11B.WA | IT, Polska

Konsekwentny rozwój biznesu

11 bit studios potwierdziło, że nieszablone pomysły na tworzenie gier oraz dbałość o jakość produkcji pozwalają osiągać ponadprzeciętne stopy zwrotu i wyniki finansowe. Premiera gry Frostpunk przyniosła 10x wyższe przychody pierwszego dnia niż This War of Mine (TWOm), a sprzedaż wyniosła 82,1 mln PLN w 2018 roku vs. 16 mln PLN w roku premiery TWOm. Ogromne możliwości rozwoju daje segment wydawniczy, którego pierwszym sukcesem komercyjnym był Moonlighter. Kolejną dużą premierą w segmencie będzie Children of Morta (premiery latem 2019), a dwa kolejne projekty wydawnicze mają zostać ogłoszone w latach 2019/20. Potencjał działalności wydawniczej widoczny jest w Paradox Interactive (szwedzka spółka z branży gier wideo), który poprawił sprzedaż ponad 5-krotnie w ciągu ostatnich 4 lat do 480 mln PLN w 2018 roku (wysoki udział segmentu wydawniczego), odnotowując wyższą sprzedaż w każdym z kolejnych lat (analiza w dalszej części raportu). W naszych prognozach zakładamy wzrost sprzedaży 11B o ponad 2x do 195 mln PLN w 3 lata (względem 2018 roku) oraz ponad 3x w 5 lat. Naszym zdaniem katalizatorami wyników 11B w kolejnych latach będą (i) wydawanie kolejnych własnych produkcji, (ii) intensyfikacja działalności wydawniczej, (iii) zwiększenie ilości DLC; (iv) wzrost przeciętnej ceny gry/DLC oraz (v) zwiększenie zasięgu wydawanych gier. Biorąc pod uwagę specyfikę branży przyjmujemy bardziej konserwatywne założenia, co stwarza potencjał do pozytywnych zaskoczeń w każdym z powyższych obszarów. Wyznaczamy cenę docelową na 518 PLN z rekomendacją kupuj.

Wysoka stopa zwrotu własnych produkcji

Zgodnie z informacjami opublikowanymi przez Spółkę, nakłady na produkcję (bez nakładów na dodatki) TWOm oraz Frostpunk wyniosły odpowiednio 2/12 mln PLN, a sprzedaż od premiery do końca 2018 roku wyniosła odpowiednio około 90/60 mln PLN. Sprzedaż Frostpunk w pierwszym dniu była 10,5x wyższa niż TWOm i wyniosła 1,7 mln USD (obie gry miały premierę tylko na PC). Kolejna produkcja własna Spółki będzie stworzona na PC i konsole, co wpłynie na jej potencjał komercyjny.

Konsekwentna poprawa przychodów

Sprzedaż 11B utrzymywała się na średnim poziomie 21,3 mln PLN w latach 2014-17 (okres bez premiery), powyżej 15,8 mln PLN odnotowanego w roku premiery TWOm. Powiększanie portfela gier oraz wydawanie DLC okazało się skuteczną strategią w przypadku Paradox Interactive. Podobną ścieżką rozwoju podąża 11B. Porównując portfele spółek widzimy potencjał w 11B do wzrostu liczby wydawanych gier, ilości produkowanych DLC oraz podwyższenia średniej ceny gry/DLC. Uwzględniając powyższe, oczekujemy nieznacznego spadku sprzedaży w 2019 roku oraz wzrostu w 2020 roku.

Rosnąca rozpoznawalność studia

TWOm zwróciło uwagę wielu graczy na 11 bit studios, co przyczyniło się do znacznie wyższej sprzedaży Frostpunk. Budowana przez lata rozpoznawalność oraz kontakty biznesowe (umowy dystrybucyjne) będą procentowały przy promowaniu przyszłych własnych produkcji oraz gier wydawanych w ramach segmentu wydawniczego.

(mln PLN)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	19,2	82,1	79,6	87,0	195,0
EBITDA	9,2	51,4	45,8	36,2	128,4
marża EBITDA	48,2%	62,6%	57,6%	41,7%	65,8%
EBIT	7,5	46,9	41,7	28,7	117,5
Zysk netto	3,6	37,5	34,1	24,0	96,6
P/E	255,9	24,2	26,7	38,0	9,4
P/CE	172,7	21,7	23,8	28,9	8,5
P/BV	19,7	10,1	7,3	6,1	3,7
EV/EBITDA	95,5	17,2	18,7	23,1	5,9
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca	398,00 PLN
Cena docelowa	518,00 PLN
Kapitalizacja	910 mln PLN
Free float	661,4 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	7,7 mln PLN

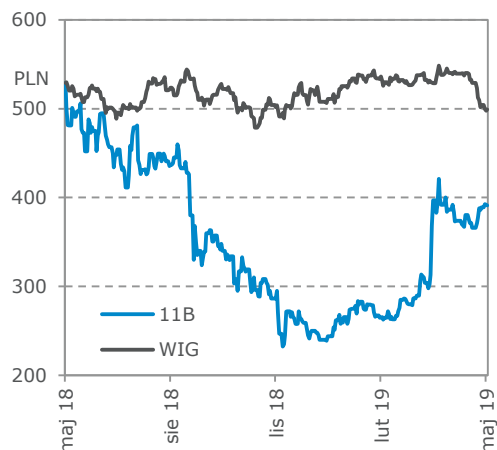
Struktura akcjonariatu

TFI Aviva Investors	8,93%
Grzegorz Miechowski	7,08%
TFI Nationale-Nederlanden	6,17%
Przemysław Marszał	5,16%
Pozostali	72,66%

Profil spółki

Działalność opierająca się na produkcji gier ma charakter projektowy, gdzie sukces każdej z produkcji jest determinowany przez kompetencje studia deweloperskiego, jego rozpoznawalność, jakość gry, nakłady na produkcję oraz przyjętą strategię marketingową. Podmioty, które wydają gry będące kontynuacją znanej serii obarczone są mniejszym ryzykiem inwestycyjnym.

Kurs akcji 11B na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
11 bit studios	518,00	-	kupuj	-

Spółka	Cena		Potencjał
	nowa	stara	
11 bit studios	398,00	518,00	+30,2%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)**EBIT** – zysk operacyjny**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją**BOOK VALUE** – wartość księgowa**WNDB** – wynik na działalności bankowej**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 20 maja 2019 o godzinie 8:37.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 20 maja 2019 o godzinie 8:37.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analiza_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.**Dom Maklerski mBanku nie wydał w ciągu ostatnich 12 miesięcy rekomendacji dotyczącej spółki 11 bit studios.**

Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18
00-082 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk

dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.kliszczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek

+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk

+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak

+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigel

+48 22 438 24 06
pawel.szpigel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski

+48 22 438 24 09
piotr.poniatowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski

+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz

+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel

Mikołaj Lemańczyk

+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron

dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Jędrzej Łukomski

+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Tomasz Galanciak

+48 22 697 49 68
tomasz.galanciak@mbank.pl

Krzysztof Bodek

+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Adam Prokop

+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik

+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec

+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski

+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim

wicedyrektor
+48 22 697 48 82
marzena.lemicka@mbank.pl

Bartosz Orzechowski

+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański

dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak

wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl