

środa, 18 grudnia 2024 | aktualizacja raportu

11 bit studios: kupuj (podtrzymana)

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

Niedźwiedzi scenariusz już wyceniony

Tydzień temu 11 bit studios zaskoczyło rynek informacją, że rozpoczęło „dogłębną analizę sytuacji na jednym z projektów growych co może skutkować potrzebą dokonania odpisu na niezakończone prace rozwojowe”. Wczoraj ryzyko się zmaterializowało i spółka ogłosiła, że zamknęła Projekt 8, ponieważ Zarząd „stracił wiarę w dokończenie gry w satysfakcjonującym czasie i jakości.”

Po zamknięciu Projektu 8 plan wydawniczy jest płytki: The Alters zaplanowane na 1Q'25 (choć my zakładamy premierę w 2Q'25), trzy DLC do Frostpunk 2 w 1H'25/2H'25/1H'26, konsolowy Frostpunk 2 w 1H'25 oraz Moonlighter 2 z wydawnictwa, którego też spodziewamy się w 1H'25. Co ciekawe, komunikat prasowy o anulowaniu Projektu 8 kończy się słowami prezesa: „Mamy sprecyzowane plany na przyszłość i pomysły, co robić dalej. Podjęliśmy już konkretne kroki w tym kierunku. O części z tych inicjatyw, które zapowiadają się bardzo obiecująco z biznesowego punktu widzenia i wypełnią lukę po Projekcie 8, opowiemy w niedługim czasie.” Naszym zdaniem, naturalnym kierunkiem rozwoju wydaje się powrót do eksploracji uniwersum This War of Mine. Po premierze The Alters, spodziewamy się konferencji inwestorskiej i aktualizacji strategii – skupienia się na dotychczasowych IP, nadal wizji pracy nad trzema projektami jednocześnie, ale zmniejszenia udziału wydawnictwa.

Zamknięcie Projektu 8 spowoduje niegotówkowy odpis ok. 50 mln PLN, który będzie zaksięgowany w 4Q'24. W związku z tym kwartalny rachunek zysków i strat będzie wyglądał fatalnie, ale z kolei rachunek przepływów pieniężnych będzie przedstawiać zupełnie inny obraz Spółki. Spodziewamy się, że 11B zakończy 2024 r. z pozycją gotówkową netto w wysokości ponad 70 mln PLN (na koniec 3Q'24 Spółka miała 36 mln PLN gotówki i prawie 50 mln PLN w należnościach handlowych). Warto pamiętać, że przyszłoroczne finanse (prawdopodobnie w 2Q'25) zostaną wsparte płatnościami z Microsoftu, zarówno za konsolową wersję Frostpunka 2, jak i za The Alters. Z tego tytułu zakładamy wpływ w wysokości 7 mln USD, ale może to być niedoszacowana wartość.

Zakładając nawet skrajny czarny scenariusz (tj. brak jakiegokolwiek sprzedaży gier w 2025 r., ale oczywiście wydanie The Alters oraz FP2 na konsole) szacujemy, że Spółka nadal miałaby wystarczającą ilość gotówki, aby funkcjonować przez co najmniej rok bez ograniczania swojej działalności. Z kolei w scenariuszu bardzo konserwatywnym, tj. sprzedaż w 2025 r. na poziomie 300 tys. kopii FP2 i 260 tys. kopii The Alters, szacujemy że Spółka będzie samowystarczalna finansowo do 2027 włącznie. W związku z powyższym ryzyko braku płynności finansowej, które wydaje się być obecnie jednym z głównych problemów, jest naszym zdaniem bardzo niskie.

Zaktualizowaliśmy nasze prognozy wyników dla 11B, aby odzwierciedlić konsekwencje zamknięcia Projektu 8. Nasza nowa cena docelowa nadal wskazuje na potencjał wzrostu, stąd też podtrzymujemy rekomendację kupuj. Pomimo istotnego obniżenia perspektyw nadal uważamy, że rynek dyskontuje obecnie zbyt pesymistyczny scenariusz. Kwestia przepływów pieniężnych nie jest tak tragiczna, jak można by przypuszczać (naszym zdaniem umowa z Microsoftem mocno wesprze saldo finansowe w 2Q'25). Ponadto wciąż liczymy, że premiera The Alters przywróci pozytywny sentyment do studia, a sama gra pozytywnie zaskoczy wolumenem sprzedaży.

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	74,3	52,4	136,2	216,9	137,1
EBITDA	25,9	11,8	31,6	162,3	85,8
Marża EBITDA	34,8%	22,5%	23,2%	74,8%	62,5%
EBIT	20,0	7,6	20,9	129,8	37,5
Zysk netto	22,9	0,5	11,1	111,9	33,8
P/E	15,6	689,8	32,8	3,2	10,7
P/S	4,8	6,9	2,7	1,7	2,6
EV/EBITDA	10,4	26,6	9,2	1,2	1,9
FCFF/EV	-4,7%	-11,8%	7,3%	45,4%	23,3%
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Cena bieżąca*	150,00 PLN
Cena docelowa	182,00 PLN
Kapitalizacja	363 mln PLN
Free float	303 mln PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	13,9 mln PLN

*Cena z 17.12.2024 r., godz. 17.00

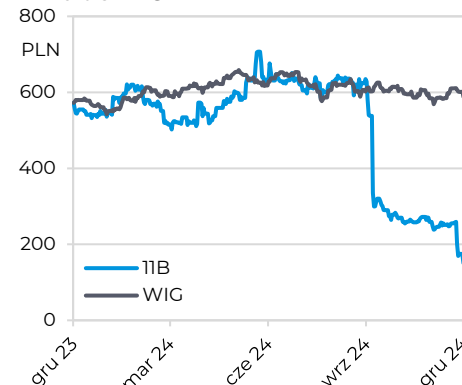
Struktura akcjonariatu

Grzegorz Miechowski	7,0%
TFI Esaliens	6,2%
OFE Nationale-Nederlanden	5,7%
Przemysław Marszał	5,0%
TFI Allianz Polska	4,6%
Michał Drozdowski	4,1%
Pozostali	67,5%

Profil spółki

11 bit studios to jeden z wiodących polskich producentów gier komputerowych. Spółka tworzy gry głównie na komputery PC i konsole. Dwa najbardziej znane tytuły to This War of Mine i Frostpunk, które sprzedały się odpowiednio w ponad 9 milionach i 5 milionach egzemplarzy na całym świecie.

11B na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
11 bit studios	182,00	344,00	kupuj	kupuj
Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał wzrostu	
11 bit studios	150,00	182,00	+21,3%	
Zmiana prognoz		2024P	2025P	2026P
Przychody		-2,2%	-1,1%	-38,0%
EBITDA		-59,2%	-4,7%	-49,2%
Zysk netto		-81,1%	-6,1%	-66,0%

Opracowanie:

Piotr Poniatowski
Starszy specjalista ds. analiz
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl

Wycena

Wartość spółki 11 bit studios szacujemy na podstawie wyceny DCF i wyceny porównawczej. Cenę docelową akcji spółki w perspektywie 12 miesięcy szacujemy na poziomie 182,00 PLN.

Podsumowanie wyceny

(PLN)	Waga	Wycena
Wycena porównawcza	0%	474,90
Wycena DCF	100%	167,30
Cena wynikowa		167,30
Cena docelowa za 12 m-cy		182,00

Źródło: mBank

Wycena porównawcza

W wycenie porównawczej wskaźniki wyników finansowych 11 bit studios porównujemy do grupy największych zagranicznych producentów gier głównie na PC i konsole.

Wycena porównawcza ma wagę 0% w końcowej wycenie spółki ze względu na kumulację premier zaplanowanych przez 11B w okresie prognozy (2024-26 r.). Metodologia ta jest spójna z naszym modelem wyceny innych producentów gier na PC i konsole.

Wycena porównawcza

	Kapitalizacja (mld USD)	24P	P/E 25P	26P	24P	EV/EBITDA 25P	26P
Bandai Namco	16 124	30,9	22,1	22,1	18,6	11,0	11,1
Capcom	12 187	36,1	30,2	27,0	28,2	23,8	20,8
CD Projekt	4 677	59,9	92,4	65,3	44,1	69,7	31,9
Creepy Jar	48	13,0	8,1	8,7	11,1	2,7	2,9
EA	41 019	21,9	20,1	18,3	16,2	14,2	13,9
Embracer	3 800	11,5	11,6	10,6	5,8	5,4	4,6
Frontier Dev	104	-	80,0	39,2	4,4	2,5	1,9
Hasbro	8 484	15,7	14,0	12,4	11,2	10,1	9,1
Konami	14 265	37,1	27,4	24,8	19,9	15,0	13,6
Nintendo	80 103	24,5	35,4	28,5	18,8	26,7	21,3
Paradox Interactive	1 950	37,3	29,9	21,9	15,4	10,3	9,8
PCF Group	68	-	-	2,6	-	44,3	1,1
PlayWay	449	11,9	11,1	10,2	10,8	7,8	6,8
Remedy Ent	193	-	38,8	33,5	-	12,3	10,1
Sega Sammy	4 120	21,8	12,7	11,7	10,7	8,4	7,0
Square Enix	4 949	22,1	23,8	22,9	10,4	10,1	9,4
Take-Two	32 874	82,3	74,1	23,3	50,9	47,3	17,3
Team17	421	10,3	9,8	9,3	6,8	6,0	5,0
Tencent	480 275	16,4	14,8	13,4	15,0	13,6	12,5
Ubisoft	1 666	8,1	-	11,2	2,7	4,2	3,2
Minimum		8,1	8,1	2,6	2,7	2,5	1,1
Maksimum		82,3	92,4	65,3	50,9	69,7	31,9
Mediana		21,9	23,0	20,1	13,1	10,6	9,6
11 bit studios		32,8	3,2	10,7	9,2	1,2	1,9
Premia / dyskonto		50%	-86%	-47%	-30%	-88%	-80%

Implikowana wycena

Mediana	21,9	23,0	20,1	13,1	10,6	9,6
Premia / dyskonto	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Waga wskaźnika		50%			50%	
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%

Wartość firmy na akcję (PLN) **474,90**

Źródło: mBank

Wycena DCF

Założenia modelu DCF:

- Wycenę sporządziliśmy w oparciu o prognozy FCF na lata 2024-2033
- Przepływy pieniężne dyskontowane są na koniec listopada 2024 r. Przy ustalaniu wartości firmy uwzględniamy dług netto na koniec 2023 r.
- Prognozowana na 2033 r. amortyzacja jest równa CAPEX.
- Stopę wzrostu FCF po 2033 r. przyjmujemy na 3,0%, stopę wolną od ryzyka = 4,5%, beta=1,0x.
- Uwzględniamy premię za ryzyko w wysokości 5,0%.

DCF Model											
(mln PLN)	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P	+
Przychody	136,2	216,9	137,1	68,9	36,5	195,7	277,0	138,0	287,0	144,7	149,0
zmiana	160,6%	59,2%	-36,8%	-49,8%	-46,9%	435,6%	41,5%	-50,2%	108,0%	-49,6%	3,0%
EBITDA	31,6	162,3	85,8	20,7	-13,6	136,4	217,8	84,8	223,8	89,6	92,3
Marża EBITDA	23,2%	74,8%	62,5%	30,1%	-37,3%	69,7%	78,6%	61,5%	78,0%	61,9%	61,9%
AMORTYZACJA	10,6	32,5	48,3	50,4	48,4	51,8	45,7	39,3	73,5	73,5	63,9
EBIT	20,9	129,8	37,5	-29,7	-62,1	84,6	172,1	45,5	150,3	16,1	28,4
Marża EBIT	15,4%	59,9%	27,3%	-43,2%	-169,8%	43,2%	62,1%	32,9%	52,4%	11,1%	19,0%
Opodatkowanie EBIT	9,5	15,6	4,5	-3,6	-7,4	10,2	20,6	5,5	18,0	1,9	3,4
NOPLAT	11,4	114,2	33,0	-26,2	-54,6	74,4	151,4	40,0	132,3	14,2	25,0
CAPEX	-58,1	-51,8	-46,0	-53,7	-74,8	-72,8	-65,3	-68,6	-72,0	-75,6	-63,9
Kapitał obrotowy	7,3	-1,5	-2,2	-1,9	-0,9	4,4	2,2	-3,8	4,1	-3,9	0,4
FCF	-28,8	93,5	33,1	-31,3	-81,8	57,8	134,0	6,9	137,8	8,1	32,9
WACC	9,0%	10,8%	10,5%	11,1%	11,0%	11,1%	11,2%	11,4%	11,5%	11,3%	9,5%
Współczynnik dyskonta	0,99	0,90	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,43	0,39	0,35
PV FCF	-28,6	83,7	26,8	-22,9	-53,8	34,2	71,4	3,3	59,0	3,1	11,6
WACC	9,0%	10,8%	10,5%	11,1%	11,0%	11,1%	11,2%	11,4%	11,5%	11,3%	9,5%
Koszt długu	5,0%	6,8%	6,5%	7,1%	7,0%	7,1%	7,2%	7,4%	7,5%	7,3%	5,5%
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	5,8%	5,5%	6,1%	6,0%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%	6,3%	4,5%
Premia za ryzyko	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektywna stawka podatkowa	45,4%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt kapitału własnego	9,0%	10,8%	10,5%	11,1%	11,0%	11,1%	11,2%	11,4%	11,5%	11,3%	9,5%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Wzrost FCF po okresie prognozy (g)			3,0%		Analiza wrażliwości						
Wartość rezydualna (TV)			506,5								
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)			178,1		Wzrost FCF w nieskończoności						
Zdyskontowana wartość FCF w okresie prognozy			176,3		1,0%2,0%3,0%4,0%5,0%						
Wartość firmy (EV)			354,4		WACC +2,0 p.p.138143149156166						
Dług netto			-49,9		WACC +1,0 p.p.144149157167180						
Inne aktywa nieoperacyjne			0,0		WACC150157167181200						
Udziałowcy mniejszościowi			0,0		WACC -1,0 p.p.158168182201232						
Wartość firmy			404,3		WACC -2,0 p.p.169182202233289						
Liczba akcji (mln)			2,4								
Wartość firmy na akcję (PLN)			167,30								
12-miesięczny koszt kapitału własnego			9,0%								
Cena docelowa (PLN)			182,00								
EV/EBITDA ('25) dla ceny docelowej			2,5								
P/E ('25) dla ceny docelowej			3,9								
Udział TV W EV			44,1%								

RZiS

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody	74	52	136	217	137
Własne gry	46	30	102	184	114
Segment wydawniczy	28	22	34	33	23
Koszty	54	45	115	87	100
Amortyzacja	6	4	11	32	48
Usługi zewnętrzne	29	27	38	33	26
Wynagrodzenia	13	9	12	16	21
EBIT	20	8	21	130	37
EBITDA	26	12	32	162	86
Marża EBITDA	35%	22%	23%	75%	63%
Skor. EBITDA	29	10	27	162	90
Marża EBITDA skor.	39%	19%	20%	75%	65%
Działalność finansowa	7	-8	-1	-3	1
Zysk brutto	27	0	20	127	38
Podatek	16%	278%	45%	12%	12%
Zysk netto	23	1	11	112	34

Bilans

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	143	191	191	210	208
Rzeczowe aktywa trwałe	25	24	23	23	23
WNiP	100	155	155	174	172
Wiecz. użytk. gruntu	4	4	4	4	4
Pozostałe aktywa fin.	13	6	6	6	6
Aktywa obrotowe	102	67	87	189	216
Należności	12	12	11	24	15
Pozostałe aktywa fin.	59	18	1	1	1
Gotówka i ekwiwalenty	31	38	74	164	200
Kapitały własne	225	227	234	346	383
Zob. długot.	9	7	10	8	7
Kredyty	6	5	4	2	0
Pozostałe	3	1	6	6	6
Zob. krótkot.	10	25	34	45	34
Zob. wobec kontr.	8	21	25	36	25
Kredyty	1	1	1	1	1
Pozostałe	9	23	32	43	33
Dług netto	-88	-50	-71	-162	-200
DN/EBITDA	-3,4	-4,2	-2,2	-1,0	-2,3

Źródło: mBank

Przepływy pieniężne

(mln PLN)	2022	2023	2024P	2025P	2026P
CF oper.	33	22	79	143	84
Kapitał obrotowy	3	13	7	-2	-2
CF inwest.	-29	-16	-40	-52	-46
CAPEX	-46	-59	-58	-52	-46
CF fin.	0	2	-2	-2	-2
Dywidenda	0	0	0	0	0
CF	4	8	37	89	36
CFO/EBITDA	127%	186%	252%	88%	98%
FCFF	-13	-37	21	91	38
FCFF/EV	-5%	-12%	7%	45%	23%
FCFE	-13	-37	21	91	38
FCFE/MCAP	-4%	-10%	6%	25%	10%
ROIC	14%	-9%	7%	66%	18%
ROCE	9%	3%	9%	43%	10%
Stopa wypłaty dyw.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
DPS (PLN)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DYield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Wskaźniki finansowe

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E	15,6	689,8	32,8	3,2	10,7
EV/EBITDA	10,4	26,6	9,2	1,2	1,9
P/E kroc. 3Y	12,0	20,9	31,6	8,8	6,9
EV/EBITDA kroc. 3Y	7,0	12,2	12,7	2,9	1,7
P/S	4,8	6,9	2,7	1,7	2,6
P/BV	1,5	1,4	1,3	0,9	0,9
P/CF	10,8	16,6	4,6	2,5	4,3
P/FCFE	-21,1	-8,5	13,7	2,2	4,3
FP2 przychody (mln PLN)	0	0	69	80	47
FP2 wolumen (tys. egz.)	0	0	641	721	607
The Alters przychody	0	0	0	77	44
The Alters wolumen (tys. egz.)	0	0	0	770	658
Project 8 przychody	0	0	0	0	0
Project 8 wolumen (tys. egz.)	0	0	0	0	0
Cena (PLN)	150,00	150,00	150,00	150,00	150,00
Liczba akcji (mln)	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Kapitalizacja	357	363	363	363	363
EV	269	313	292	201	163

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV: wartość rynkowa + dług netto; **EBIT:** zysk operacyjny; **EBITDA:** zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją; **dług netto:** kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki - środki pieniężne i ekwiwalenty; **P/E:** (cena/zysk), cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję; **P/CE:** cena do zysku wraz z amortyzacją; **P/BV:** (cena/wartość księgową), cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję; **P/CF:** wartość rynkowa / przepływy pieniężne operacyjne; **ROE:** (Return on Equity), zysk netto / średni poziom kapitałów własnych; **ROCE:** (Return on Capital Employed), EBIT x (średni poziom aktywów - średni poziom zobowiązań krótkoterminowych); **ROIC:** (Return on Invested Capital), EBIT x (1-stopa podatkowa) / (średni poziom kapitałów własnych + średni poziom kapitałów mniejszości + średni poziom długu netto); **FCFF:** przepływy pieniężne operacyjne - nakłady inwestycyjne - rata leasing; **FCFE:** FCFF - odsetki netto (dług + leasing)

PRZEWAŻAJ (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

RÓWNOWAŻ (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

NIEDOWAŻAJ (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 12 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 10%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od 0% do +10%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę

W uzasadnionych przypadkach może zostać podjęta decyzja o odstąpieniu od wyżej prezentowanych zasad w szczególności w sytuacji dużej zmienności cen akcji spółki będącej przedmiotem rekomendacji w okresie bezpośrednio poprzedzającym moment wydania rekomendacji.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 12 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Prostej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółki Sygnyty. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynke/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek Sygnyty, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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

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.

Jest możliwe, że BM jako wyodrębniona jednostka organizacyjna Banku, na podstawie pełnomocnictw udzielonych przez klientów, w imieniu i na rzecz klienta nabywa lub zbywa, może nabywać lub zbywać lub w przeszłości nabywało lub zbywało instrument finansowy, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub instrument z nim powiązany

Jest możliwe, że mTFI posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadało pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach inwestycyjnych funduszy, których organem jest lub którego portfelem inwestycyjnym zarządza mTFI

Jest możliwe, że Bank posiada, może posiadać lub w przeszłości posiadał pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach handlowych lub bankowych zarządzanych przez Bank

Jest możliwe, że Bank lub inne spółki z grupy kapitałowej Banku posiadają, mogą posiadać lub w przeszłości posiadały pozycję w instrumencie finansowym, którego Badanie inwestycyjne dotyczy lub w instrumencie z nim powiązanym w portfelach przez siebie zarządzanych

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

W Biurze maklerskim mBanku S.A. („BM”) obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne, ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Poszczególne rodzaje działalności maklerskiej zostały rozdzielone w ramach wewnętrznej struktury organizacyjnej BM, w szczególności departament sporządzający analizy został wydzielony od innej działalności maklerskiej. Stworzono „chińskie mury”, czyli bariery informacyjne uniemożliwiające niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi komórkami organizacyjnym lub pracownikami BM.

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.

Emitent był klientem mBank S.A. w ostatnich 12 miesiącach.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 18 grudnia 2024 r. o godzinie 7:54. Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 18 grudnia 2024 r o godzinie 8:30.

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

Powielanie bądź 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 Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: <https://mdm.pl/bm/analizy>

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 Biurze 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 Biura 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.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

11 bit studios (Piotr Poniatowski)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2024-12-02	2024-09-27	2024-09-02	2024-05-06	2023-12-01
cena docelowa (PLN)	344,00	401,00	824,00	736,00	738,00
kurs z dnia rekomendacji	251,00	310,50	636,00	559,00	576,00

mBank S.A.

Prosta 18
00-850 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszcz
dyrektor
+48 667 770 837
kamil.klischcz@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Konarski
+48 515 025 640
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Janusz Pięta
+48 506 065 659
janusz.pieta@mbank.pl
handel, e-commerce

Mateusz Krupa, CFA
wicedyrektor
+48 571 608 973
mateusz.krupa@mbank.pl
strategia

Mikołaj Lemańczyk, CFA
+48 501 663 511
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse, deweloperzy

Beata Szparaga-Waśniewska, CFA
+48 510 929 021
beata.szparaga-wasniewska@mbank.pl
biotechnologia, healthcare

Paweł Szpigiel
+48 509 603 258
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja, e-commerce

Piotr Poniąkowski
+48 509 603 046
piotr.poniakowski@mbank.pl
gaming

Jakub Sargsyan
+48 519 419 895
marlen.sargsyan@mbank.pl
przemysł, surowce

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853 | +48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 789 868 634 | +48 22 697 47 44
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984 | +48 22 697 49 85
karol.kulaj@mbank.pl

Paweł Cylikowski
+48 503 684 130 | +48 22 697 47 31
pawel.cylkowski@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003 | +48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702 | +48 22 697 48 47
piotr.brozyna@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 784 449 962 | +48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Marzena Łempicka-Wilim
wicedyrektor
+48 696 427 249 | +48 22 697 48 82
marzena.lempicka-wilim@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Maciej Sokołowski
dyrektor
maciej.sokolowski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl