



Dom Maklerski BDM S.A.

11 bit studios

RAPORT ANALITYCZNY

Już za miesiąc zadebiutuje najnowsza produkcja studia czyli „Frostpunk 2”. Liczymy, że w ostatniej fazie kampanii marketingowej, która prawdopodobnie przyspieszy po zakończeniu Steam Summer Sale, spółka zaskoczy nas kolejnymi atutami tego sequela. Po analizie premiery „Manor Lords”, uważamy, że materializacja ryzyka kanibalizacji sprzedaży przez Game Pass jest niewielka. Mając powyższe na uwadze jak i aktualną wihiślistę podwyższamy nasze oczekiwania co potencjału komercyjnego „FP2”. Zważywszy na wysokie prawdopodobieństwo zwrotu kosztów produkcji jeszcze przed premierą, imponujący rozmiar społeczności oczekującej na „FP”, wysoką jakość wersji beta, konfrontację zmian w gameplaju z graczami oraz wsparcie marketingowe ze strony Microsoftu, uważamy, że tytuł ten ma wszelkie predyspozycje, aby pozytywnie zaskoczyć potencjałem komercyjnym. Mając na względzie wyżej wspomniane czynniki oraz zbliżające się premiery kolejnych własnych gier, których potencjał komercyjny będzie coraz bardziej widoczny w nadchodzących miesiącach, uważamy, że scenariusz sprzedaży faktów po premierze „FP2” jest obciążony niższym ryzykiem niż w przypadku debiutu projektów deweloperów wydających jeden tytuł co kilka lat. Pozytywny odbiór dema „The Alters” spełnił swoją funkcję zwracając uwagę graczy na nowe IP 11b, co przełożyło się na znaczący awans w rankingu najbardziej oczekiwanych gier (aktualnie 46 pozycja). Uważamy, że połączenie różnych gatunków rozgrywki z nowatorską i wciągającą fabułą może okazać się trafnym posunięciem biznesowym. Tak jak oczekiwaliśmy w naszych poprzednich rekomendacjach, „The Alters” powoli wyrasta na czarnego konia portfela 11b. Mając na uwadze wyżej wspomniane premiery szacujemy, że na przestrzeni 2024-2026 r. skumulowana, oczyszczona EBITDA sięgnie 782 mln PLN, a zysk netto 592 mln PLN. Po aktualizacji naszych założeń **podtrzymujemy zalecenie KUPUJ, podwyższając cenę docelową do 830 PLN/ akcję, czyli 28% powyżej obecnej ceny rynkowej.**

Już za miesiąc (25.06.2024) zadebiutuje najnowsza produkcja studia czyli „Frostpunk 2”. Liczymy, że w ostatniej fazie kampanii marketingowej, która prawdopodobnie przyspieszy po zakończeniu Steam Summer Sale, spółka zaskoczy nas kolejnymi atutami tego sequela (elementy multiplayer). Po analizie premiery „Manor Lords”, uważamy, że materializacja ryzyka kanibalizacji sprzedaży przez Game Pass jest niewielka. Mając powyższe na uwadze jak i aktualną wihiślistę podwyższamy nasze oczekiwania co potencjału komercyjnego „FP2” do 2,0 mln sztuk (łącznie z ekwiwalentem GP = 2,5 mln szt.) w rok od premiery. Uwzględniając wpływ z Game Pass (około 15 mln USD) oraz preordery (aktualnie ponad 100 tys. sztuk), uważamy, że istnieje duża szansa na zwrot kosztów produkcji „FP2” jeszcze przed jego debiutem.

Zważywszy na takie czynniki jak wysokie prawdopodobieństwo zwrotu kosztów produkcji jeszcze przed premierą, imponujący rozmiar społeczności oczekującej na „FP” (aktualnie ok. 2,4 mln), niższe ryzyko sequela, puste okienko wydawnicze, konfrontację zmian w gameplaju z graczami/ mediami (beta, hands-on), czy wsparcie marketingowe ze strony Microsoftu, uważamy, że tytuł ten ma wszelkie predyspozycje, aby pozytywnie zaskoczyć potencjałem komercyjnym. Mając na względzie wyżej wspomniane czynniki oraz zbliżające się premiery kolejnych własnych gier (2-3 msc. później zadebiutuje „The Alters”, a w 2025 r. czeka nas debiut „Projekt 8”), których potencjał komercyjny będzie coraz bardziej widoczny w nadchodzących miesiącach, uważamy, że scenariusz sprzedaży faktów po premierze „FP2” jest obciążony niższym ryzykiem niż w przypadku debiutu projektów deweloperów wydających jeden tytuł co kilka lat.

Pozytywny odbiór dema „The Alters” spełnił swoją funkcję zwracając uwagę graczy na nowe IP 11b, co przełożyło się na znaczący awans w rankingu najbardziej oczekiwanych gier na 46 pozycję (+19 pozycji od momentu udostępnienia dema; +21 od momentu hands-on). Liczymy, że kolejne działania marketingowe pomogą temu tytułowi wspiąć się do okolic 25 miejsca najbardziej oczekiwanych gier. Uważamy, że połączenie różnych gatunków rozgrywki z nowatorską i wciągającą fabułą może okazać się trafnym posunięciem biznesowym. Tak jak oczekiwaliśmy w naszych poprzednich rekomendacjach, „The Alters” powoli wyrasta na czarnego konia portfela 11b.

Spółka podtrzymuje wydanie „Projekt 8” w 2025 r. Oczekujemy, że kampania marketingowa tego tytułu ruszy w 2H'24. Mając na uwadze wyżej wspomniane premiery szacujemy, że na przestrzeni 2024-2026 r. skumulowana, oczyszczona EBITDA sięgnie 782 mln PLN.

Spodziewamy się, że po wydaniu gry „Creatures of Ava” spółka zaktualizuje swoją strategię dotyczącą segmentu wydawniczego. Mając na uwadze słabe debiuty „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”, liczymy się ze zmianą podejścia do xDev'u. Zakładamy, że obecna sytuacja na rynku (wiele ciekawych tytułów potrzebujących finansowania) będzie premiować scenariusz pozostania przy dalszych inwestycjach w ten segment. Jednocześnie zwracamy uwagę, iż pod projektem „Botin” może się kryć sequel Moonlightera (gry, która w 4 lata od premiery sprzedała się w nakładzie ok. 2 mln kopii).

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	70,4	74,3	52,4	315,9	395,3	285,7
EBITDA [mln PLN]	39,0	25,9	13,5	232,1	314,0	226,6
EBITDA skoryg. [mln PLN]	41,2	29,0	9,9	236,3	318,9	226,6
EBIT [mln PLN]	30,0	20,0	7,6	216,5	261,2	146,2
Wynik brutto [mln PLN]	31,8	27,2	-0,3	219,0	268,1	153,8
Zysk netto [mln PLN]	28,7	22,9	0,5	200,0	244,3	138,8
P/E	57,3	71,9	-	8,2	6,7	11,8
P/E skoryg.	53,2	63,3	-	8,1	6,6	11,8
EV/EBITDA	39,7	60,5	118,5	6,2	4,0	5,3
EV/EBITDA skoryg.	37,6	54,0	160,6	6,0	3,9	5,3
EV/EBIT	51,5	78,4	210,4	6,6	4,8	8,2

KUPUJ

(POPZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 830 PLN

24 CZERWCA 2024, 11:05 CEST

Wycena DCF [PLN]	742
Wycena końcowa [PLN]	830
Potencjał do wzrostu	28%
Koszt kapitału	13,5%
Cena rynkowa [PLN]	647
Kapitalizacja [mld PLN]	1,6
Ilość akcji [mln. szt.]	2,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	707
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	502
Stopa zwrotu za 3 mc	21,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	13,7%
Stopa zwrotu za 9 mc	-9,9%
Struktura akcjonariatu:	
TFI Allianz Polska	7,4%
Grzegorz Miechowski	7,0%
Esaliens TFI	6,9%
NN OFE	5,7%
Pozostali Akcjonariusze	73,0%

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



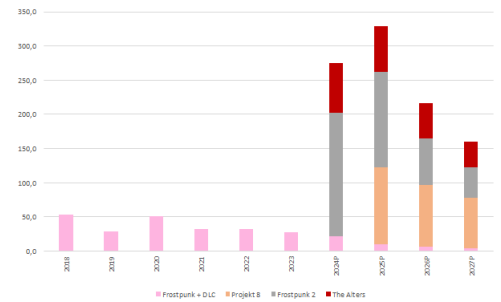
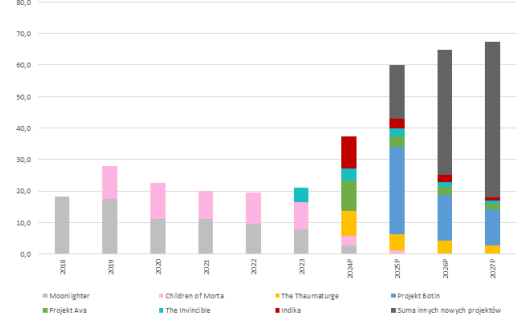
SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'24	8
FINANSE I PROGNOZY	9
PRODUKCJE WŁASNE	9
SEGMENT WYDAWNICZY	13
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	17
DANE FINANSOWE	18

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	70,4	74,3	52,4	315,9	395,3	285,7	231,2
EBITDA	39,0	25,9	13,5	232,1	314,0	226,6	170,2
EBITDA skoryg.	41,2	29,0	9,9	236,3	318,9	226,6	170,2
EBIT	30,0	20,0	7,6	216,5	261,2	146,2	84,7
Zysk/ strata brutto	31,8	27,2	-0,3	219,0	268,1	153,8	92,7
Zysk/ strata netto	28,7	22,9	0,5	200,0	244,3	138,8	82,9
Bilans [mln PLN]							
Aktywa trwałe	90,7	142,5	191,4	243,1	266,6	266,2	270,2
Rzeczowe aktywa trwałe	25,9	24,9	24,2	26,3	29,5	29,0	28,3
Wartości niematerialne	59,1	100,0	155,4	204,7	225,0	225,1	229,8
Pozostałe aktywa trwałe	5,6	17,7	11,8	12,1	12,1	12,1	12,1
Aktywa obrotowe	128,8	101,7	66,9	237,6	426,5	473,4	492,8
Zapasy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Należności	16,5	9,5	10,7	14,0	19,8	14,3	10,3
Inne aktywa obrotowe	4,9	4,9	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	107,4	87,3	54,4	221,2	404,4	456,8	480,2
- <i>środki pieniężne</i>	26,7	30,6	37,6	217,0	400,2	452,6	476,0
Aktywa razem	219,5	244,2	258,3	480,6	693,1	739,6	763,0
Kapitał własny	197,3	224,5	227,1	432,8	642,0	695,4	722,7
Zobowiązania długoterminowe	9,0	9,5	6,6	5,3	4,0	3,0	3,0
Zobowiązania finansowe odsetkowe	8,3	7,2	5,9	4,6	3,4	2,3	2,3
Przychody przyszłych okresów	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	13,2	10,2	24,7	42,5	47,0	41,3	37,3
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zobowiązania handlowe	8,0	2,9	2,9	14,0	18,4	13,3	9,6
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	3,9	6,0	20,5	27,2	27,3	26,7	26,4
Pasywa razem	219,5	244,2	258,3	480,6	693,1	739,6	763,0
Dług netto	-97,8	-78,9	-47,2	-215,3	-399,7	-453,2	-476,6
Dług netto/ Kapitał własny	-0,5	-0,4	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Dług netto/ EBITDA	-2,5	-3,0	-3,5	-0,9	-1,3	-2,0	-2,8
Rachunek przepływu [mln PLN]							
Przepływy z działalności operacyjnej	40,9	32,9	21,9	235,8	300,7	219,0	168,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-37,4	-28,8	-16,2	-54,1	-76,3	-80,0	-89,5
Przepływy z działalności finansowej	-0,9	-0,3	2,3	-1,3	-41,3	-86,6	-55,5
Przepływy pieniężne netto	2,6	3,8	8,0	180,4	183,2	52,5	23,4
Wskaźniki rynkowe							
P/E*	57,3	71,9	-	8,2	6,7	11,8	19,8
P/BV*	8,3	7,3	7,2	3,8	2,6	2,4	2,3
EV/ EBITDA*	39,7	60,5	118,5	6,2	4,0	5,3	6,9
EV/ EBITDA skoryg.*	37,6	54,0	160,6	6,0	3,9	5,3	6,9
EV/EBIT*	51,5	78,4	210,4	6,6	4,8	8,2	13,8
EV/S*	22,0	21,1	30,5	4,5	3,1	4,2	5,1
MC/S*	23,4	22,1	31,4	5,2	4,2	5,8	7,1
BVPS	77,6	88,3	89,3	170,2	252,5	273,5	284,3
EPS	11,3	9,0	0,2	78,7	96,1	54,6	32,6
DPS (w danym roku)	0,0	0,0	0,0	0,0	15,7	33,6	21,8
Wskaźniki							
Przychody zmiana r/r	-19,4%	5,5%	-29,5%	503,1%	25,1%	-27,7%	-19,1%
EBITDA zmiana r/r	-23,7%	-33,6%	-47,9%	1621,0%	35,3%	-27,8%	-24,9%
EBIT zmiana r/r	-26,4%	-33,5%	-	-	20,7%	-44,0%	-42,1%
Zysk netto zmiana r/r	-23,2%	-20,2%	-	-	22,2%	-43,2%	-40,3%
Marża EBITDA	55,3%	34,8%	25,7%	73,5%	79,4%	79,3%	73,6%
Marża EBITDA skoryg.	58,5%	39,0%	19,0%	74,8%	80,7%	79,3%	73,6%
Marża EBIT	42,7%	26,9%	14,5%	68,5%	66,1%	51,2%	36,6%
Marża netto	40,8%	30,8%	1,0%	63,3%	61,8%	48,6%	35,9%
ROE	14,5%	10,2%	0,2%	46,2%	38,1%	20,0%	11,5%
ROA	13,1%	9,4%	0,2%	41,6%	35,2%	18,8%	10,9%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *obliczone przy cenie rynkowej 647 PLN.

11b - przychody w podziale na poszczególne własne tytuły [mln PLN]

11b - przychody w podziale na poszczególne tytuły - wydawnictwo [mln PLN]


Główne założenia	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody [mln PLN]	315,9	395,3	285,7	231,2
Frostpunk	21,3	10,1	6,6	4,3
Frostpunk 2	181,6	140,5	68,6	43,9
The Alters	72,5	66,6	51,0	37,3
Projekt 8	0,0	112,1	90,1	74,1
The Thaumaturge	8,0	5,1	3,9	2,6
The Invincible	3,9	2,4	1,6	1,1
Indika	10,0	3,2	2,3	0,9
Projekt Botin	0,0	27,7	14,7	11,6
Creatures of Ava	9,6	3,3	2,5	1,7
Frostpunk Mobile	3,2	3,5	3,6	3,6
Pozostałe	5,8	20,9	40,9	50,0
Sprzedaż kopii [mln]				
Frostpunk 2	1,6	1,5	0,9	0,7
The Alters	0,7	0,9	0,7	0,5
Projekt 8	0,0	1,7	1,2	0,9
USD/PLN	4,039	4,075	4,017	3,964

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier 2) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników 3) Ryzyko związane z otoczeniem konkurencyjnym 4) Ryzyko związane z kluczowymi współpracownikami 5) Ryzyko nieosiągnięcia celów strategicznych 6) Ryzyko zróżnicowanego i nieprzewidywalnego popytu na poszczególne produkty 7) Ryzyko związane z prowadzeniem działalności wydawniczej 8) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR 9) Ryzyko braku atrakcyjnych tytułów do pozyskania przez wydawnictwo 10) Ryzyko zmian stóp procentowych

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki 11 bit studios opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek polskich i zagranicznych, którym to nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 742 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 1 179 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 2 109 mln PLN, czyli **830 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	742
Wycena porównawcza	20%	1 179
Wycena 1 akcji 11 bit studios [PLN]		830

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 5,8%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika $\beta = 1,2$.

Główne założenia modelu:

- Zakładamy, że dzięki premierom dwóch własnych gier, trzech projektów wydawniczych oraz mobilnej wersji „Frostpunka”, spółka osiągnie w 2024 r. przychody na poziomie 315,9 mln PLN, z czego za 37,2 mln PLN (12%) będzie odpowiadał XDev. Oczekujemy, że na poziomie adj. EBITDA i zysku netto 11b wypracuje odpowiednio: 236,3 mln PLN / 200,0 mln PLN.
- Prognozowana przez nas sprzedaż gier „FP2”, „The Alters”, „Creatures of Ava” w rok od premiery wynosi odpowiednio: 2,5 mln / 1,3 mln / 0,2 mln sztuk (z ekwiwalentem GP).
- W odniesieniu do mobilnej wersji „Frostpunka” przypominamy, że za stworzenie i wydanie gry odpowiadają NetEase oraz Com2uS. Zakładamy, że tytuł ten będzie oparty o formułę F2P, monetyzowany poprzez reklamy oraz mikropłatności. Spodziewamy się, że około 15% wygenerowanych przychodów netto (po uwzględnieniu kosztów platform, podatków, UA) przypadnie 11 bit studios, a reszta trafi do wydawców odpowiedzialnych za pozyskiwanie użytkowników. Analizując gry podobne do flagowej gry 11 bit studios, takie jak „Whiteout Survival” oraz „Frozen City”, uwzględniamy mobilnego „Frostpunka” w naszej analizie począwszy od 4Q’24. Zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 1 mln USD (1,4 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływ dla 11 bit studios na poziomie niecałego 1 mln PLN kwartalnie (3-4 mln PLN w skali roku)
- Przesuwamy w naszym modelu premierę „Projekt 8” na 3Q’25. Prognozujemy sprzedaż w rok od premiery na poziomie 2,0 mln sztuk, co powinno przełożyć się na ok. 160 mln PLN przychodów. Ponadto, w 2025 r. oczekujemy debiutów co najmniej dwóch gier z segmentu wydawniczego, w tym projektu „Botin”, który naszym zdaniem jest sequelem Moonlightera. Spodziewamy się premiery „Frostpunka 2” na konsolach w okolicach 2Q’25, wtedy też zakładamy rozpoznanie większej części wpływów wynikających z umowy Game Pass (ok.10 mln USD). W całym 2025 r. prognozujemy 395,3 mln PLN przychodów, 318,9 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 244,3 mln PLN zysku netto.
- Szacowane przez nas budżety produkcyjne gier własnych wynoszą odpowiednio: 67 mln PLN „Frostpunk 2”, 41 mln PLN „The Alters” oraz 62 mln PLN „Projekt 8”.
- Zakładamy przez nas łączny koszt inwestycji w projekty wydawnicze („Creatures of Ava” i „Botin”) to ok. 28 mln PLN.
- W naszym modelu przyjmujemy, iż spółka będzie stopniowo podnosiła fundusze na produkcję kolejnych gier. Zakładamy wykorzystanie wcześniej stworzonych IP w kolejnych projektach, co przełoży się na ich krótszy okres produkcji.
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem, pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Ze względu na istotny i różny w poszczególnych latach udział segmentu wydawniczego w przychodach spółki, prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 8-11%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Oczekujemy pierwszej wypłaty dywidendy w 2025 roku.
- Program motywacyjny – zostaną nim objęci członkowie zarządu oraz kluczowi pracownicy spółki. W ramach programu spółka może wyemitować łącznie do 125 tys. warrantów wymiennych na akcje z ceną emisyjną opartą o średni ważony kurs akcji spółki z 4Q’20. Osiągnięcie celu 656 mln PLN łącznych przychodów w latach 2021-25 ma umożliwić uprawnionym osobom objęcie 37,5 tys. warrantów. Z kolei wypracowanie przez spółkę co najmniej 328 mln PLN zysku brutto (skorygowanego o koszty programu motywacyjnego) ma uwolnić pulę kolejnych 87,5 tys. warrantów. – uwzględniamy w wycenie, gdyż według naszych prognoz zostanie zrealizowany.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- FCF w okresie rezydualnym to średnia arytmetyczna składowych ostatnich 3 lat szczegółowej prognozy.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 2,5 mln akcji (obecna liczba akcji + 125 tys. warrantów).
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 września 2024 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,9 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 742 PLN.

Model DCF

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	315,9	395,3	285,7	231,2	414,6	427,8	463,5	516,4	553,2	584,8
EBIT [mln PLN]	216,5	261,2	146,2	84,7	247,2	252,9	277,6	302,3	312,2	319,9
Stopa podatkowa	8,4%	8,9%	9,7%	10,5%	8,9%	9,0%	8,8%	8,5%	8,4%	8,3%
Podatek od EBIT [mln PLN]	18,2	23,2	14,2	8,9	21,9	22,9	24,3	25,8	26,3	26,7
NOPLAT [mln PLN]	198,3	238,1	132,0	75,8	225,2	230,0	253,3	276,5	285,9	293,2
Amortyzacja [mln PLN]	15,6	52,8	80,4	85,5	90,1	91,7	88,2	98,5	116,1	132,8
CAPEX [mln PLN]	-67,8	-76,3	-80,0	-89,5	-100,4	-111,9	-124,1	-139,2	-154,4	-170,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-3,5	-1,2	-0,2	0,0	1,6	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	142,5	213,3	132,1	71,8	216,6	209,9	217,7	236,1	247,7	255,4
DFCF [mln PLN]	138,0	182,0	99,3	47,5	126,3	107,8	98,5	94,1	87,0	78,9
Suma DFCF [mln PLN]	1 059,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	2 506,5									
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	774,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 834,3									
Dług netto 2023 [mln PLN]	-47,2									
Pozostałe aktywa finansowe [mln PLN]*	4,9									
Wartość kapitału [mln PLN]	1 886,4									
Ilość akcji [mln szt.]	2,5									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	742									

wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%

Przychody zmiana r/r	503,1%	25,1%	-27,7%	-19,1%	79,4%	3,2%	8,3%	11,4%	7,1%	5,7%
EBIT zmiana r/r	-	20,7%	-44,0%	-42,1%	191,9%	2,3%	9,8%	8,9%	3,3%	2,5%
FCF zmiana r/r	-	49,7%	-38,1%	-45,7%	201,8%	-3,1%	3,7%	8,5%	4,9%	3,1%
Marża EBITDA	73,5%	79,4%	79,3%	73,6%	81,4%	80,5%	78,9%	77,6%	77,4%	77,4%
Marża EBIT	68,5%	66,1%	51,2%	36,6%	59,6%	59,1%	59,9%	58,5%	56,4%	54,7%
Marża NOPLAT	62,8%	60,2%	46,2%	32,8%	54,3%	53,8%	54,7%	53,5%	51,7%	50,1%
CAPEX / Przychody	21,5%	19,3%	28,0%	38,7%	24,2%	26,2%	26,8%	26,9%	27,9%	29,2%
CAPEX / Amortyzacja	434,5%	144,6%	99,5%	104,7%	111,4%	122,0%	140,6%	141,3%	133,0%	128,7%
Zmiana KO / Przychody	1,1%	0,3%	0,1%	0,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	1,3%	1,5%	-0,2%	0,0%	-0,9%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,4%	-0,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;* - udział w Fools Theory i Starward Industries

Kalkulacja WACC

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P	2033P
Stopa wolna od ryzyka	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Udział kapitału własnego	98,8%	99,3%	99,5%	99,5%	99,7%	99,7%	99,8%	99,8%	99,8%	99,8%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%	6,6%
Udział kapitału obcego	1,2%	0,7%	0,5%	0,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
WACC	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	801	818	837	858	882	908	937	971	1009
	1,0	755	770	786	804	823	845	869	896	926
	1,1	714	727	741	756	772	790	810	832	857
	1,2	678	688	700	713	727	742	759	777	798
	1,3	645	654	664	675	687	700	714	729	747
	1,4	615	623	632	641	651	662	674	687	702
	1,5	588	595	602	610	619	629	639	650	662

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	4,5%	836	856	877	901	928	958	992	1030	1075
	5,5%	748	763	779	796	815	836	859	885	915
	6,5%	678	688	700	713	727	742	759	777	798
	7,5%	619	627	636	646	656	668	680	694	708
	8,5%	570	577	584	591	599	607	617	627	638
	9,5%	529	534	539	545	551	558	565	572	581
	10,5%	493	497	501	506	511	516	521	527	534

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	4,5%	1053	1017	986	958	933	910	890	871	854
	5,5%	917	886	860	836	815	796	779	764	750
	6,5%	811	785	762	742	724	709	695	682	670
	7,5%	727	704	685	668	653	640	628	617	608
	8,5%	658	638	622	607	595	584	574	565	557
	9,5%	601	584	570	558	547	538	529	522	515
	10,5%	553	539	526	516	507	499	492	485	480

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

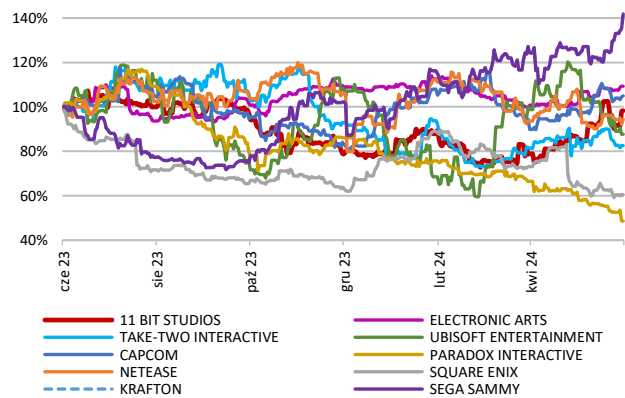
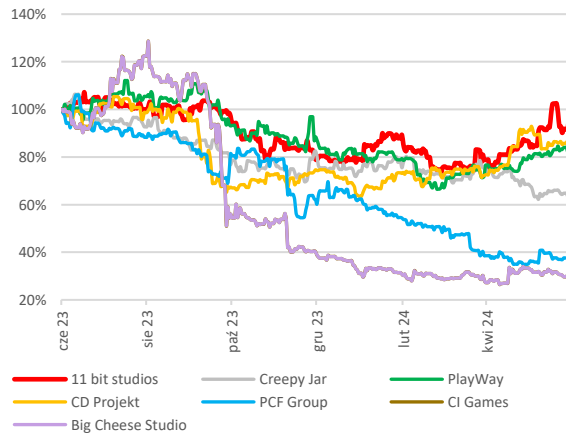
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena porównawcza sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **1 179 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 20%.

Wycena porównawcza do krajowych i światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
ELECTRONIC ARTS	18,9	18,9	16,9	14,4	14,6	13,0
TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	68,0	60,3	20,6	41,7	41,9	16,1
UBISOFT ENTERTAINMENT	12,5	11,5	9,6	3,8	3,8	3,2
EMBRACER GROUP	11,9	6,1	5,7	4,7	3,9	3,2
CAPCOM	35,9	31,1	28,3	22,8	18,7	16,7
PARADOX INTERACTIVE	20,5	16,4	14,0	6,9	6,0	5,3
NETEASE	13,4	12,1	11,0	-	-	-
SQUARE ENIX	16,1	15,6	15,8	6,4	5,8	5,4
KRAFTON	18,7	17,0	16,1	12,1	9,9	8,8
SEGA SAMMY	21,7	13,3	12,6	9,4	7,8	6,9
TEAM 17 GROUP	13,8	13,0	12,3	8,3	7,4	6,4
KEYWORDS STUDIOS	18,2	18,0	17,0	10,5	9,2	7,8
BIG CHEESE STUDIO	36,1	3,9	-	24,8	2,2	-
CD PROJEKT	53,2	85,5	20,2	34,1	50,1	12,9
CREEPY JAR	-	11,3	26,5	-	6,6	15,0
PCF GROUP	-	14,8	55,9	-	224,9	5,7
PLAYWAY	-	20,8	21,8	13,2	14,7	16,2
Mediana	18,8	15,6	16,5	11,3	8,5	7,8
11 BIT STUDIOS	8,2	6,7	11,8	6,2	4,0	5,3
Premia/dyskonto dla 11 BIT STUDIOS	-56,3%	-56,9%	-28,2%	-45,4%	-53,3%	-32,6%
Wycena wg wskaźnika	1 479,0	1 501,5	901,0	1 114,9	1 206,2	873,9
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		1 294			1 065	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	1 179					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od czerwca 2023 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'24

Wyniki spółki za 1Q'24 okazały się niższe od naszych oczekiwań i konsensusu (efekt wyższych kosztów PM, tantem przez wyższe przychody i PKO - darowizny), jednak nie mają większego wpływu na naszą wycenę, tym samym odebraliśmy je neutralnie. Aktualnie najważniejsze są dla spółki zbliżające się dużymi krokami premiery gier własnych („FP2” – 25.07.2024; „The Alters” – 3Q'24).

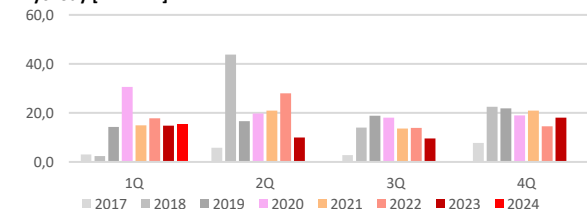
Wyniki za 1Q'2024 [mln PLN]

	1Q'23	1Q'24	zmiana r/r	1Q'24P BDM	odchyl.	1Q'24P kons.	odchyl.
Przychody	14,8	15,3	3,4%	13,0	17,9%	13,5	13,5%
EBITDA	3,0	-0,1	-103,9%	2,7	-	2,7	-
EBITDA adj.	3,8	2,0	-48,0%	3,3	-40,4%	-	-
EBIT	1,9	-1,0	-154,7%	0,5	-	1,3	-
Zysk (strata) netto	2,5	-1,6	-165,1%	0,3	-	1,2	-
Marża EBITDA	20,3%	-0,8%		20,8%		20,0%	
Marża EBITDA adj.	25,6%	12,9%		25,5%		-	
Marża EBIT	12,7%	-6,7%		3,5%		9,6%	
Marża zysku netto	16,6%	-10,5%		2,2%		8,9%	

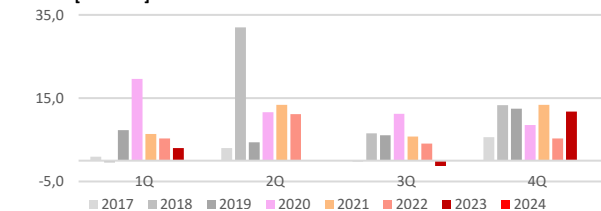
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * - adj. o wpływ PM

- W 1Q'24 spółka wypracowała 15,3 mln PLN **przychodów**, czyli 3,4% więcej r/r, co było poziomem przekraczającym nasze oczekiwania i konsensus. Ok. 48% stanowił segment wydawniczy = 7,4 mln PLN (vs 6,5 mln PLN nasze oczekiwania).
- Koszty operacyjne** w 1Q'24 sięgnęły 16,4 mln PLN (+26,5% r/r, +86,4% q/q) i okazały się wyższe od naszych założeń. Różnica wynikała przede wszystkim z wyższego poziomu wynagrodzeń (efekt wyższych kosztów programu motywacyjnego = 2,1 mln PLN vs 0,6 mln PLN BDM). Delikatnie wyższe okazały się również koszty usług obcych, które wyniosły 8,4 mln PLN (+7,9%;+17,0% - wzrost w efekcie wyższych kosztów marketingowych) i PKO (0,7 mln PLN – z czego 0,5 mln PLN to darowizny).
- 11b na poziomie EBITDA wypracował -0,1 mln PLN (vs 3,0 mln PLN w 1Q'23), a **skoryg. EBITDA w 1Q'24 wyniosła 2,0 mln PLN (-48,0% r/r) i okazała się niższa od naszych założeń**.
- Przychody finansowe = 0,8 mln PLN (0,3 mln PLN odsetki od lokat, a 0,5 mln PLN różnice kursowe).
- Koszty finansowe = 0,6 mln PLN, z czego 0,5 mln PLN dot. wyceny instrumentów finansowych (Starward Industries), a co było zbliżone do naszych założeń.
- Udziały w wyniku Fool's Theory wyniosły -0,4 mln PLN (vs 0,1 mln PLN w 1Q'23) – zakładaliśmy płaski kwartał q/q.
- Strata netto spółki w omawianym okresie wyniosła 1,6 mln PLN (vs 2,5 mln PLN zysku netto w 1Q'23).
- W 1Q'24 CF operacyjny spółki wyniósł 5,4 mln PLN, CF inwestycyjny = -1,1 mln PLN (z czego CAPEX – 14,0 mln PLN, -13% q/q), a CF finansowy = -0,4 mln PLN. Na koniec marca'24 łączna wartość aktywów finansowych 11b (gotówki na rachunkach bankowych plus bezpiecznych instrumentów finansowych), wynosiła 44,7 mln PLN (-9,6 mln PLN q/q).
- Niezakończone prace rozwojowe spadły q/q o 8,9 mln PLN do poziomu 140,7 mln PLN (z czego ok. 42 mln PLN dotyczy „FP2”), natomiast zakończone prace rozwojowe urosły o 22,6 mln PLN do 28,0 mln PLN (efekt premiery „The Thaumaturge”).
- Zobowiązania z tyt. umów z klientami wyniosły 2,1 mln PLN (-11,3 mln PLN q/q).
- Wzrost należności o 2,6 mln PLN q/q. Spadek zobowiązań o 4,6 mln PLN q/q.
- „Indika” – inwestycja spółki zwróciła się już w całości.
- Przedsprzedaż „FP2” - oceniona przez 11b jednoznacznie pozytywnie**.
- Zespoły „Frostpunka 2”, „The Alters” i „Projekt 8” równe odpowiednio 80,50, 50 (bez zmian q/q)**.
- Premiera „Projekt 8” planowana jest do końca 2025 roku**.

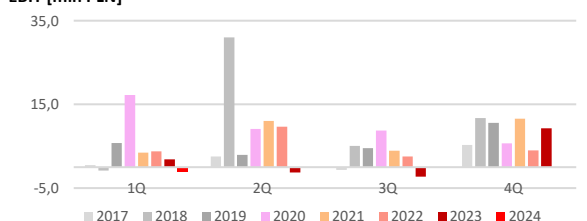
Przychody [mln PLN]



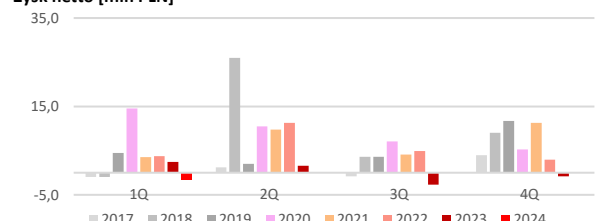
EBITDA [mln PLN]



EBIT [mln PLN]



Zysk netto [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

FINANSE I PROGNOZY

PRODUKCJE WŁASNE

„Frostpunk 2”

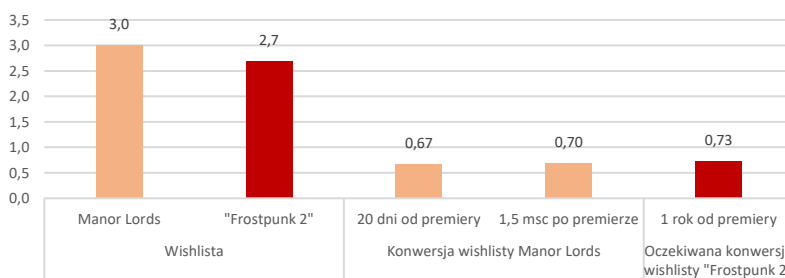
Już za miesiąc (25.06.2024) zadebiutuje najnowsza produkcja studia czyli „Frostpunk 2”. Liczymy, że w ostatniej fazie kampanii marketingowej, która prawdopodobnie przyspieszy po zakończeniu Steam Summer Sale, spółka zaskoczy nas kolejnymi atutami tego sequela (tryb co-op). Uważamy, że rozszerzenie rozgrywki o elementy multiplayer powinno okazać się istotnym bodźcem wspierającym sprzedaż tego tytułu.

„Manor Lords” pozytywnym wyznacznikiem przed nadchodzącą premierą „Frostpunka 2”

Uważamy, że udany debiut gry „Manor Lords” jest pozytywnym wyznacznikiem przed nadchodzącą premierą „Frostpunka 2” od 11 bit studios. Sukces polskiego studia Slavic Magic pokazuje, jak dużą popularnością są w stanie cieszyć się city buildery. W premierowy weekend peak graczy „Manor Lords” sięgnął 173 tysięcy graczy na Steam, a odsetek pozytywnych ocen wynosi obecnie ok. 88%. Mimo iż gra była dostępna na GamePassie, jej sprzedaż w ciągu 20 dni od premiery osiągnęła 2 miliony kopii, co naszym zdaniem pokazuje, że ryzyko kanibalizacji przez usługę od Microsoftu jest niewielkie.

W ostatniej rekomendacji, kanibalizacja przez usługę GP, była wskazywana przez nas jako potencjalny obszar ryzyka. Obecnie jednak uważamy, że prawdopodobieństwo negatywnego wpływu tej usługi na sprzedaż „Frostpunka 2” jest niewielkie. W związku z powyższym podwyższamy nasze oczekiwania co potencjału komercyjnego „FP2” do 2,5 mln sztuk (łącznie z ekwiwalentem GP = 0,5 szt.) w rok od premiery.

Oczekiwana konwersja wishlisty gry „Frostpunk 2”



Aktualna wishlist'a „Frostpunka 2” wynosi około 2,4 miliona zapisów, co jest niewiele niższym poziomem od tej z „Manor Lords” (3 mln przed premierą – w ostatnim tygodniu przed premierą urosła o 0,5 mln.), co może wskazywać na podobny potencjał sprzedażowy. Liczymy, że przed 25.07.2024 urośnie ona do co najmniej 2,7 mln.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., gamalytic.com

Odbiór bety i recenzje po hands-on

Wersja beta „Frostpunk 2” udostępniona 15.04.2024 została dobrze przyjęta przez graczy, co odzwierciedlają satysfakcjonujące wolumeny przedsprzedaży oraz pozytywne opinie.

Spółka zebrała kilka tysięcy ankiet, które zostały szczegółowo przeanalizowane. Gracze chwalą sequel za niewielką ilość błędów, co jest godne uwagi, biorąc pod uwagę, że była to wersja beta. Studio zapewnia, że oczekiwane poprawki zostaną wprowadzone przed lipcową premierą. Warto podkreślić, że beta została oceniona na 8/10, co jest obiecującym wynikiem, zważywszy na fakt, że ocenie podlegał jedynie niewielki wycinek tego, co będzie oferować pełna wersja. W premierowym wydaniu gry pojawi się jeszcze więcej zawartości, w tym nowe frakcje, prawa, tryby gry oraz nieujawnione jeszcze elementy, co powinno zwiększyć zainteresowanie i zadowolenie graczy z tego tytułu.

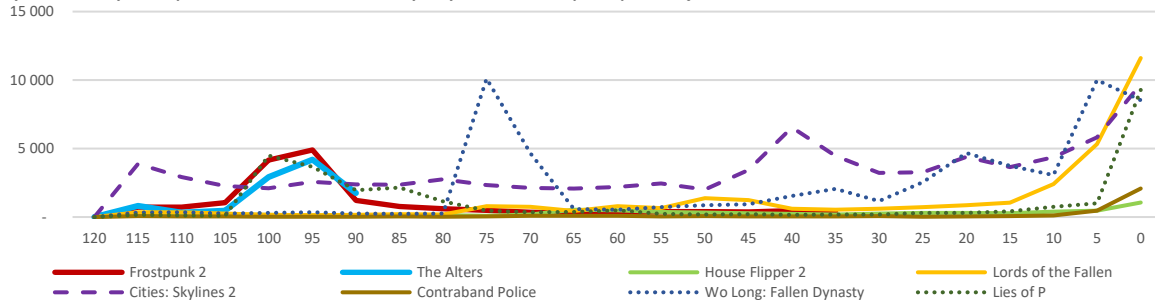
Pojawiły się również głosy niezadowolenia dotyczące kierunku ewolucji IP, choć stanowią one zdecydowaną mniejszość. Pragniemy zauważyć, że kierunek rozwoju „Frostpunka” był wielokrotnie testowany z graczami, aby upewnić się, że wprowadzane zmiany odpowiadają ich oczekiwaniom. Doceniamy ambitne decyzje podjęte przez 11 bit studios dotyczące ewolucji ich flagowego produktu. Uważamy, że tytuł jednocześnie zachowuje swoje główne atuty z pierwszej części (angażujący gameplay i narracja, brutalny świat) oraz otwiera się na szerszą grupę docelową, przechodząc m.in. z zarządzania mikro do makro.

Recenzje branżowych mediów po dwugodzinnych hands-on gry „Frostpunk 2” są pozytywne. Gra została wysoko oceniona za angażujący gameplay, mechanizmy, jakość grafiki i dźwięku oraz dobrą optymalizację. Recenzenci doceniają takie elementy jak mechanizmy frakcyjno-polityczne, trudne decyzje moralne oraz ewolucję gameplay'u. Krytyczne uwagi dotyczą przede wszystkim złożoności mechanik, która może okazać się przytłaczająca dla niektórych graczy. Liczymy, jednak, że wprowadzenie do gry/ samouczek oferowany na początku rozgrywki powinien w większości rozwiązać ten problem.

Preordery „FP2” i duża szansa na zwrócenie kosztów produkcji przed premierą

Według naszych szacunków aktualna przedsprzedaż „Frostpunka 2” przekracza poziom 100 tys. sztuk, z czego co najmniej 60-65% to wersja deluxe (67% wyższa cena od podstawowej). Biorąc pod uwagę wpływy z Game Pass (w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy ok. 15 mln USD) i preordery uważamy, że istnieje duża szansa na zwrot kosztów produkcji „FP2” jeszcze przed jego premierą.

Przyrost wishlisty „Frostpunka” i „The Alers” na tle innych tytułów, 120 dni przed premierą

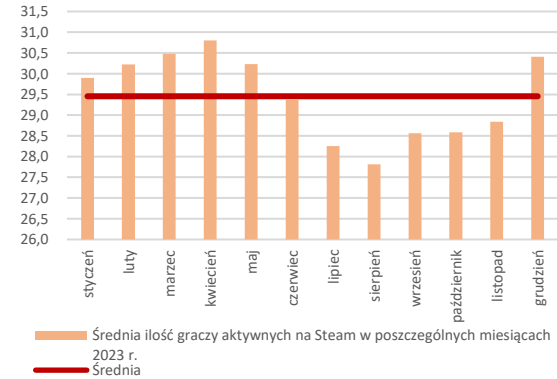


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

Czy letnie okienko wydawnicze może stanowić ryzyko dla premiery „FP2”?

Średnia aktywność graczy w wakacyjnych miesiącach w 2023 roku (lipiec-sierpień) była o około 5% niższa niż średnia aktywność w całym 2023 roku. Jednakże, zaletą tego okresu jest mniejsza konkurencja. Według gamalytic.com liczba premier gier AAA/AA w okresie wakacyjnym '23 była o około 38% niższa od średniej z całego roku 2023. Wystarczy cofnąć się do lat 2022-2023, aby zauważyć, jak dużą popularnością cieszyły się gry wydane w okresie letnim, takie jak „Stray” (peak 63 tys. graczy), „Remnant 2” (peak 110,9 tys. graczy) czy „Baldur's Gate 3” (peak 875,3 tys. graczy). Naszym zdaniem wakacyjne okienko wydawnicze nie stanowi ryzyka dla gier długo wyczekiwanych z dużymi wishlistami.

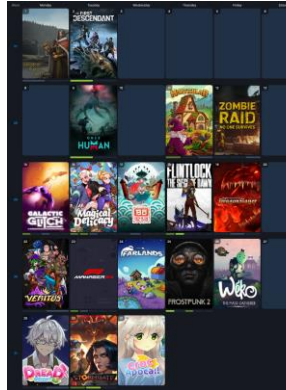
Średnia ilość aktywnych graczy na przestrzeni poszczególnych miesięcy 2023 r. [mln]



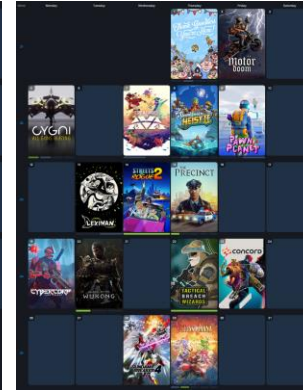
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

Kalendarz premier gier Steam

Lipiec 2024



Sierpień 2024



Źródło: steamdb.info

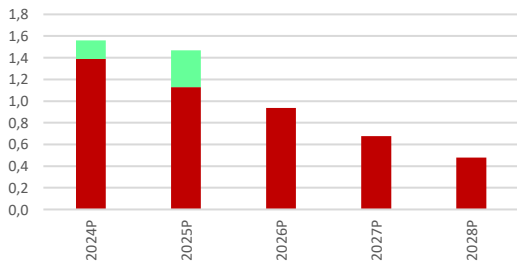
Innowacyjne podejście do aspektu społecznego

Pragniemy zauważyć, iż „Frostpunk 2” będzie posiadał opcję integracji z Twitchem, tym samym widzowie będą mogli głosować w radzie miasta. Jest to innowacyjne podejście do aspektu społecznego, wcześniej nie wykorzystywanego w grach. Uważamy, że implementacja takiego rozwiązania może pozytywnie wpłynąć na wzrost zainteresowania najnowszym tytułem 11b.

W naszym analizach przyjmujemy, że debiut wersji konsolowej nastąpi w okolicach 2Q'25. Szacowany przez nas budżet produkcyjny sequela będzie największy ze wszystkich wydanych i tworzonych gier przez 11b i sięgnie on 67 mln PLN. Oczekujemy, że łączne wydatki na marketing pochłoną ok. 12-13 mln PLN, z czego w 2H'24 wyniosą 7-8 mln PLN.

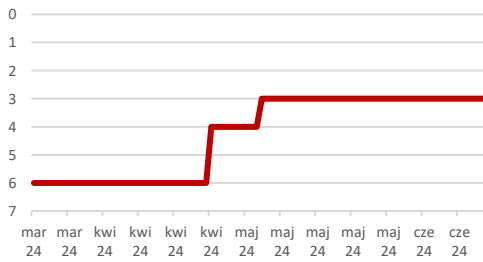
M.in. w związku z licznymi testami wewnętrznymi i zewnętrznymi, jesteśmy spokojni co do finalnej jakości, jaką będzie prezentował ten produkt. Ponadto oczekujemy, że projekt ten będzie rozwijany poprzez co najmniej 3 płatne dodatki. Spodziewamy się pierwszego DLC w ok. rok od premiery gry, oraz dwóch kolejnych w odstępach półrocznych.

Prognozowana sprzedaż gry „Frostpunk 2” [mln sztuk]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., *-w 2024/25 ujęty ekwiwalent GP = 0,2/0,3 mln

Pozycja „FP2” na Steam Global Top Wishlist



Źródło: games-popularity.com

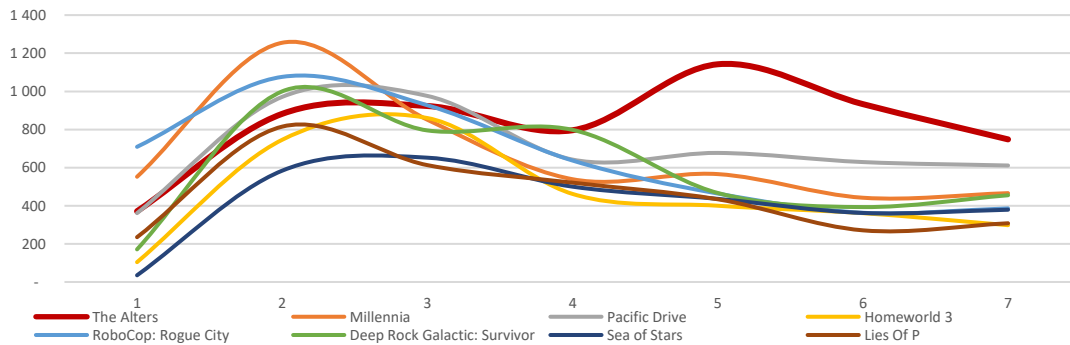
„The Alters”

Drugą grą własną planowaną do wydania w tym roku jest „The Alters”. Oczekujemy debiutu tego tytułu na wszystkich platformach (PC + konsole) w okolicach września’24. Dopuszczamy jednak scenariusz potencjalnego przesunięcia na 4Q’24, motywowanego chęcią dalszej rozbudowy społeczności, będącej naturalnym barometrem wzrostu zainteresowania tym tytułem.

Recenzje i opinie dotyczące najnowszego IP spółki „The Alters” (po hands-on i demie) napawają nas optymizmem co do potencjału komercyjnego tego tytułu. Oceniający doceniają połączenie różnych gatunków i stylów rozgrywki (survival, base building, social simulation), innowacyjny i ambitny pomysł, głębię narracyjną, system wyborów czy jakość grafiki i dźwięku.

Pragniemy zauważyć, iż od momentu hands-on i udostępnieniu dema, gra zanotowała awans na Steam Global Top Wishlist na 46 pozycję (+19 pozycje od momentu udostępnienia dema; +21 od momentu hands-on). Peak osiągnięty przez demo wyniósł 1,2 tys. (w trakcie poprzedniego festiwalu Steam, tylko 16 tytułów z ponad 1 tys. przekroczyło peak 1 tys.), a sama gra była na 2 miejscu najbardziej popularnych dem na festiwalu (z blisko 2 tys. wersji demonstracyjnych).

Przyrost wishlisty „The Alters” podczas Stem Next na tle przyrostów innych tytułów, które uczestniczyły w poprzednich festiwalach



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

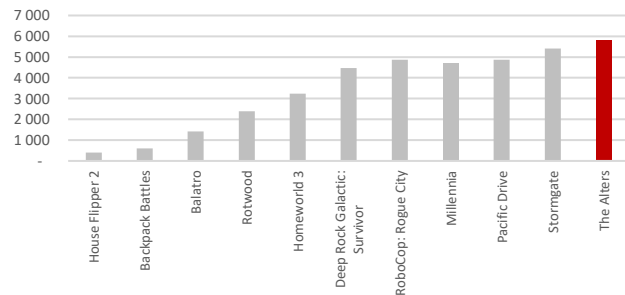
Statystyki sprzedaży wybranych premier gier, które uczestniczyły w ostatnich festiwalach Stem Next

Gra	Data premiery	Wishlista [nr]	Followeri - aktualnie/ dla wydanych w dniu premiery	Ile msc. od premiery	Sprzedaż na Steam wg Gamalytic [tys.]	Oceny w dniu premiery	Cena [USD]
Millennia	26.03.2024	82	30 449	3	72	51,6%	39,99
Pacific Drive	22.02.2024	28	47 264	4	342	77,7%	29,99
Homeworld 3	13.05.2024	16	87 767	1	95	60,2%	59,99
RoboCop: Rogue City	02.11.2023	46	31 190	8	204	91,4%	49,99
Deep Rock Galactic: Survivor	14.02.2024	44	30 468	4	1 175	88,7%	29,99
Sea of Stars	29.08.2023	21	53 708	10	249	92,3%	34,99
Lies Of P	18.09.2023	15	76 125	10	663	91,1%	59,99
The Alters	09.2024*	46	35 763	-	-	-	39,99*

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info, gamalytic.com ; *-założenia BDM

W związku z różną długością rozgrywki w przedstawianych na festiwalu Steam wersjach demonstracyjnych gier, jesteśmy dalecy od wyciągania pochopnych wniosków z samego peaku. Pragniemy zauważyć, iż celem publikacji dema było budowanie rozpoznawalności nowego IP. Uważamy, że znacznie ważniejszym wskaźnikiem jest przyrost społeczności gry na Steam w tym okresie. Na przestrzeni 7 dni (10-16.06.2024) liczba followerów „The Alters” urosła o 5,8 tys. (+21%), co było jednym z lepszych przyrostów podczas ostatnich festiwali dem.

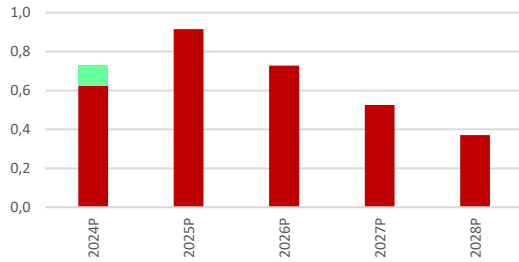
Przyrost wishlisty „The Alters” podczas festiwalu Stem Next na tle innych tytułów



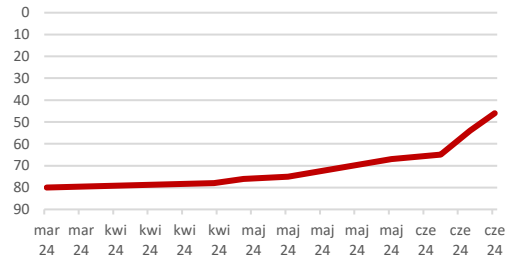
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., steamdb.info

Prognozujemy, że łączny budżet „The Alters” sięgnie 49 mln PLN (41 mln PLN produkcja, 8 mln PLN marketing), co klasyfikuje projekt na trzecim miejscu pod kątem kapitałochłonności tworzonych gier.

W naszych wcześniejszych rekomendacjach oczekiwaliśmy wzrostu zainteresowania najnowszym IP 11 bit studios po rozpoczęciu intensywniejszej komunikacji z graczami, wskazując „The Alters” jako potencjalnego czarnego konia portfela warszawskiego studia. Dlatego też obecne dynamiki nie stanowią dla nas większego zaskoczenia w kontekście szacowania potencjału komercyjnego tego projektu. Mając na uwadze cenniki gier wydawniczych, podwyższamy cenę jednostkową „The Alters” do ok. 40 USD. Jednocześnie, w związku z wyższą ceną obniżamy sprzedaż w rok od premiery do ok. 1,3 mln kopii (z czego szacowany przez nas ekwiwalent umowy Game Pass to ok. 0,1 mln sztuk). Oczekujemy, że sprzedaż będzie rozłożona równomiernie między platformy PC i konsole.

Prognozowana sprzedaż gry „The Alters” [mln sztuk]


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pozycja „The Alters” na Steam Global Top Wishlist


Źródło: games-popularity.com

„Projekt 8”

Oczekujemy na rozpoczęcie kampanii marketingowej „Projekt 8” w drugiej połowie 2024 r., po premierach dwóch gier własnych. Aktualnie za stworzenie tytułu odpowiada zespół liczący ok. 50 osób, który na przestrzeni 2024 r. osiągnie swój docelowy poziom i zostanie powiększony do ok. 60 deweloperów.

W ostatnich komunikatach spółka podtrzymała intencję premiery „P8” w oknie programu motywacyjnego, tym samym oczekujemy debiutu tego projektu w 3Q’25. Szacujemy, że do tego czasu jej łączny budżet sięgnie 74 mln PLN (62 mln PLN produkcja, 12 mln PLN marketing). Prognozowana przez nas sprzedaż tej gry oscyluje w okolicach 2 mln kopii w rok od premiery.

Główne założenia – własne produkcje

	2019	2020P	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż kopii [mln]									
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,7	1,2	0,9
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6*	1,5*	0,9	0,7
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7*	0,9	0,7	0,5
Przychody [mln PLN]									
Frostpunk	53,0	28,3	51,2	32,0	32,0	28,0	21,3	10,1	6,6
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	112,1	90,1
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	181,6	140,5	68,6
The Alters	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,5	66,6	51,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;*- ujęty ekwiwalent GP

Główne założenia

	Cena [USD]	Premiera	B. prod. [mln PLN]	B. mark. [mln PLN]	łączny budżet [mln PLN]
Własne produkcje					
Projekt 8	45	3Q’25	62	12	74
Frostpunk 2	45	3Q’24	67	12-13	79-80
The Alters	40	3Q’24	41	8	49
Wydawnictwo					
The Invincible	30	4Q’23	15	2	17
The Thaumaturge	35	1Q’24	18	2	20
Indika	25	2Q’24	15	2	17
Projekt Botin	30	1Q’25	13	2	15
Creatures of Ava	25	3Q’24	11	2	13

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

SEGMENT WYDAWNICZY

„The Invincible”

Szacujemy, że od premiery sprzedano około 110-120 tysięcy kopii gry. Spodziewamy się stabilizacji sprzedaży na poziomie 20 tysięcy kopii kwartalnie w 2024 roku, co powinno przełożyć się na ok. 4 mln PLN przychodów w tym okresie. W naszych założeniach uwzględniliśmy podział przychodów z deweloperem w proporcji 40/60 po zwrocie kosztów poniesionych przez 11 bit studios. Starward Industries nadal rozwija „The Invincible”, wydając patche i rozszerzenia, na co przeznacza około 20% swoich zasobów kadrowych, a co powinno wspierać utrzymywanie sprzedaży na stabilnym poziomie w kolejnych okresach.

„The Thaumaturge”

Mimo iż, pierwsze dni premiery „The Thaumaturge” wykazywały się solidną sprzedażą, kolejne tygodnie przyniosły spadek zainteresowania najnowszym projektem od Fool’s Theory, co negatywnie nas zaskoczyło. Szacujemy, że aktualna sprzedaż tego tytułu oscyluje w okolicach 50-60 tys. kopii, co jest poziomem znacznie poniżej naszych oczekiwań z poprzedniej rekomendacji, jak i dalekim do osiągnięcia progu rentowności (około 250 tys. sztuk).

W zaktualizowanych prognozach przewidujemy, że sprzedaż w ciągu roku od premiery osiągnie poziom 120 tysięcy kopii (wobec wcześniejszych oczekiwań na poziomie 0,5 mln), co powinno przynieść około 8 mln PLN przychodów.

Liczymy, że działania skierowane na wydłużenie cyklu życia tego produktu (DLC) oraz wydanie gry na kolejnych platformach (prawdopodobnie okolice 1-2Q’25) będą wspierać dalszą monetyzację „The Thaumaturge”. Przewidujemy, że zwrot kosztów z tej inwestycji zostanie osiągnięty dopiero w okolicach przełomu roku 2026 i 2027.

„Indika”

Wśród niedawno debiutujących gier wydawniczych pojawiły się również pozytywne zaskoczenia. Gra, którą uważaliśmy za potencjalnie ryzykowną, okazała się mieć najlepszą sprzedaż spośród wymienionych wyżej produkcji. Inwestycja 11b w ten projekt już się zwróciła (zakładaliśmy zaangażowanie na poziomie około 4 mln PLN). Aktualna sprzedaż „Indiki” oscyluje w okolicach 155 tys. sztuk (55 tys. Steam, 100 tys. – konsole). Z drugiej strony gra zadebiutowała z ceną niższą niż zakładaliśmy (25 USD vs 30 USD). W naszych zaktualizowanych prognozach oczekujemy sprzedaży na poziomie około 240 tys. sztuk w ciągu roku od premiery (vs 0,1 mln wcześniej), co powinno przełożyć się na przychody rzędu 11 mln PLN. W naszych założeniach uwzględniliśmy podział przychodów z deweloperem w proporcji 30/70 po zwrocie kosztów poniesionych przez 11 bit studios.

„Creatures of Ava”

Kolejnym tytułem, który będzie dostępny w dniu premiery w usłudze Game Pass, jest „Creatures of Ava” stworzona przez hiszpańskie studia Chibig i Inverge. Premiera planowana jest na 7.08.2024 na PC i Xbox (exclusive). Liczymy, że na przełomie 4Q’24/1Q’25 trafi również na konsole PS. Pragniemy zauważyć, iż w naszej ostatniej rekomendacji zakładaliśmy premierę tego projektu w 1H’25, tym samym obniżamy szacowany przez nas budżet produkcyjny do ok. 11 mln PLN.

Na pierwszy rzut oka, najnowszy projekt hiszpańskiego dewelopera przypomina gry oparte o IP „Pokemon” lub wydany na początku 2024 roku inspirowany Pokemonami „Palworld”. Tytuły te jednak diametralnie różnią się od siebie gameplayem. „Creatures of Ava” kładzie nacisk na pacyfistyczne podejście do rozgrywki, koncentrując się na leczeniu i regeneracji, a nie na walce. Ponadto w grach opartych na kolekcjonowaniu stworzeń ważnym elementem jest ich system progresji. Wydaje się jednak, że nowa produkcja od studia Chibig stawia bardziej na tworzenie więzi ze stworzeniami. Atutami tego projektu może okazać się ciekawa historia i narracja.

Na ostatnim festiwalu Steam, demo tego tytułu osiągnęło peka na poziomie 61 osób. Aktualnie liczba followersów oscyluje w okolicach 2,6 tys., co czyni ją dopiero 772 najbardziej oczekiwaną grą.

Mając powyższe na uwadze, uważamy, że zestawianie „Creatures of Ava” z grami o Pokemonach czy popularnym „Palworld” byłoby dużym błędem. W naszych analizach kierujemy się bardziej poprzednimi projektami studia Chibig oraz tytułami takimi jak „Kena: Bridge of Spirits” czy „Alba: A Wildlife Adventure”. Liczymy, że wpływ z umowy z Microsoft (ok. 1,5 mln USD) wraz z bieżącą sprzedażą pozwolą na zwrot poniesionych kosztów na stworzenie tej gry już w pierwszych kwartach od premiery.

W naszych zaktualizowanych prognozach oczekujemy, że sprzedaż tego tytułu w rok od premiery, łącznie z ekwiwalentem z Game Pass (ok. 0,1 mln sztuk), wyniesie około 0,2 miliona egzemplarzy (vs 0,6 mln poprzednio).

Obrazy prezentujące grę „Creatures of Ava”



Źródło: spółka

„Botin”

Oczekujemy premiery projektu „Botin”, którego deweloperem jest Digital Sun, w pierwszej połowie 2025 roku. Zakładamy przez nas budżet produkcyjny tego tytułu to około 13 mln PLN. Uważamy, że pod projektem „Botin” może kryć się sequel Moonlightera (minęło około 6 lat od debiutu pierwszej części). Przypominamy, że w rok od premiery, tytuł ten sprzedał się w nakładzie około 0,5 mln kopii, w ciągu 2 lat osiągnął sprzedaż sięgnęła 1 mln, a w połowie 2022 roku (po 4 latach) około 2 mln sztuk.

W naszych analizach przewidujemy, że sequel na przestrzeni 4 lat osiągnie sprzedaż o 10% wyższą niż pierwsza część przy wyższej cenie (30 USD vs 20 USD). Oczekujemy, że w ciągu roku od premiery liczba sprzedanych egzemplarzy wyniesie około 640 tys.

Co dalej z segmentem wydawniczym?

Spodziewamy się, że po wydaniu gry „Creatures of Ava” spółka zaktualizuje swoją strategię dotyczącą segmentu wydawniczego. Mając na uwadze słabe debiuty „The Invincible” oraz „The Thaumaturge”, liczymy się ze zmianą podejścia do xDev’u. Zakładamy, że obecna sytuacja na rynku (wiele ciekawych tytułów potrzebujących finansowania) będzie premiować scenariusz pozostania przy dalszych inwestycjach w ten segment. Uważamy, że ostatnie premiery wydawnicze były cenną lekcją dla 11 bit studios. Liczymy, że główne zmiany będą dotyczyły systemu selekcji projektów. Widać, że w tak konkurencyjnym otoczeniu, tytuł powinien nie tylko wyróżnić się atrakcyjnym settingiem i historią ale przede wszystkim angażującym i dynamicznym gameplayem.

Główne założenia – segment wydawniczy

	2019	2020P	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
Sprzedaż kopii (mln)									
The Invincible	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
The Thaumaturge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,5
Creatures of Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Indika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1
Przychody z tytułu w danym okresie									
Moonlighter	18,3	17,5	11,0	11,0	7,9	2,7	0,0	0,0	0,0
Children of Morta	0,0	10,5	11,7	9,0	8,6	3,0	1,3	0,3	0,0
The Invincible	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	3,9	2,4	1,6	1,1
The Thaumaturge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	5,1	3,9	2,6
Projekt Botin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	27,7	14,7	11,6
Creatures of Ava	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,6	3,3	2,5	1,7
Indika	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	3,2	2,3	0,9
Suma innych nowych projektów	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	17,1	39,6	49,5

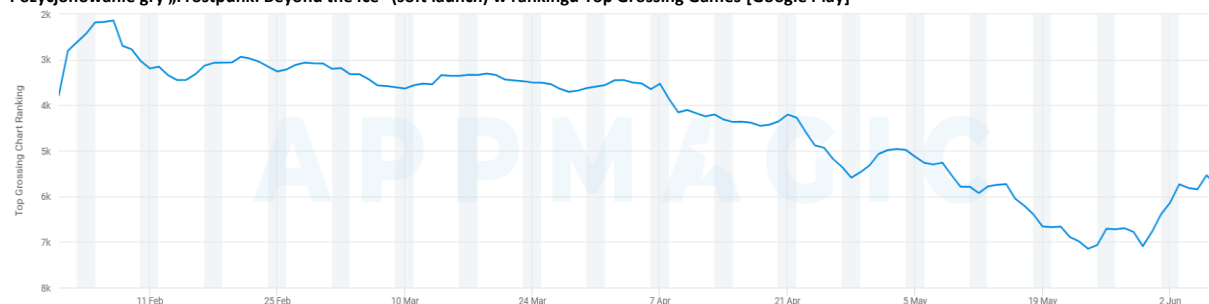
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

„Frostpunk: Beyond the Ice”

Mobilny „Frostpunk” od kilku miesięcy znajduje się fazie soft-launch’u (udostępniony w USA, UK i Filipinach), w której przechodzi dalszą rozbudowę ([LINK](#)). Liczymy, że pełna wersja gry będzie dostępna na wszystkich rynkach w okolicach premiery „Frostpunk 2”.

Pragniemy zwrócić uwagę na wyniki podobnych gier, które przytaczaliśmy w ostatnich raportach. W samym maju’24 „Whiteout Survival” wygenerował 62 mln USD przychodów (vs 15 mln USD w maju’23), natomiast druga gra tego samego dewelopera czyli „Frozne City” wypracowała 1 mln USD przychodów (vs 5 mln USD w maju’23 – spadek wynika prawdopodobnie z większego zaangażowania Century Games w rozwój pierwszego z tytułów).

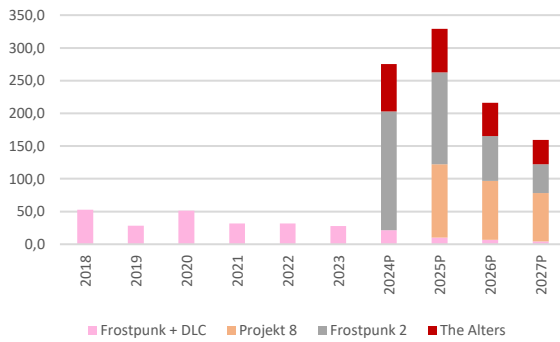
Pozycjonowanie gry „Frostpunk: Beyond the Ice” (soft launch) w rankingu Top Grossing Games [Google Play]



Źródło: appmagic.rocks

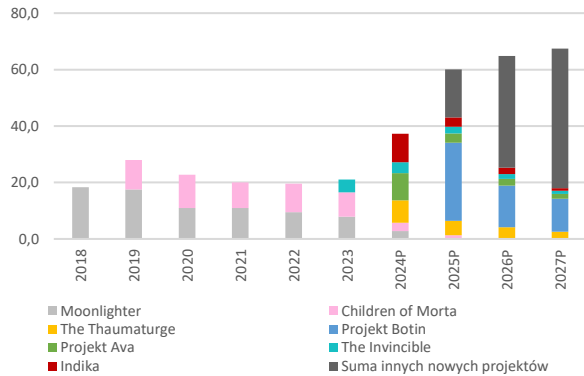
Oczekujemy pierwszych wpływów z tego tytułu w okolicach 4Q’24. Mając na uwadze spadek przychodów z drugiej z porównywalnych gier „Frozen City”, obniżamy nasze prognozy dot. tego tytułu. Aktualnie zakładamy przychody w dolnej granicy widełek czyli 1 mln USD (1,4 mln USD brutto), przy UA na poziomie 30-40% w relacji do przychodów, co daje nam wpływy dla 11 bit studios na poziomie niecałego 1 mln PLN kwartalnie.

Przychody w podziale na poszczególne własne tytuły [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Przychody w podziale na poszczególne tytuły - wydawnictwo [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24P	3Q'24P	4Q'24P
Przychody	17,8	28,0	13,8	14,6	14,8	10,0	9,5	18,0	15,3	19,0	197,4	84,2
EBITDA	5,3	11,2	4,1	5,3	3,0	-0,1	-1,3	11,8	-0,1	3,1	161,7	67,3
EBITDA adj.*	6,2	11,9	4,8	6,1	3,8	0,5	-0,7	6,3	0,5	4,4	163,0	68,5
EBIT	3,7	9,7	2,6	4,0	1,9	-1,3	-2,3	9,3	-1,0	1,8	156,3	59,4
Zysk brutto	5,4	12,5	5,5	3,9	2,9	1,9	-3,1	-2,0	-1,1	2,4	156,9	60,8
Zysk netto	3,8	11,3	4,9	2,9	2,5	1,5	-2,7	-0,8	-1,6	2,2	143,7	55,7
Marża EBITDA	29,9%	39,9%	29,4%	36,4%	20,3%	-0,7%	-13,4%	65,5%	-0,8%	16,5%	81,9%	80,0%
Marża EBITDA adj.	34,9%	42,5%	34,7%	41,5%	25,6%	5,4%	-7,1%	34,8%	3,1%	23,0%	82,6%	81,4%
Marża EBIT	21,1%	34,5%	18,6%	27,3%	12,7%	-12,6%	-24,1%	51,4%	-6,7%	9,2%	79,2%	70,6%
Marża zysku netto	21,2%	40,4%	35,3%	20,0%	16,6%	15,5%	-27,9%	-4,6%	-10,5%	11,7%	72,8%	66,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-adj. o koszty PM 21-25

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	19,5	82,8	71,7	87,4	70,4	74,3	52,4	315,9	395,3	285,7	231,2	414,6	427,8
EBITDA	9,3	51,5	30,3	51,1	39,0	25,9	13,5	232,1	314,0	226,6	170,2	337,3	344,6
EBITDA adj.*	9,3	51,5	30,3	51,1	41,2	29,0	9,9	236,3	318,9	226,6	170,2	337,3	344,6
EBIT	7,6	47,0	23,9	40,8	30,0	20,0	7,6	216,5	261,2	146,2	84,7	247,2	252,9
Zysk brutto	4,4	48,2	25,0	40,7	31,8	27,2	-0,3	219,0	268,1	153,8	92,7	255,7	263,9
Zysk netto	3,4	37,6	21,7	37,4	28,7	22,9	0,5	200,0	244,3	138,8	82,9	233,0	240,1
Marża EBITDA	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	55,3%	34,8%	25,7%	73,5%	79,4%	79,3%	73,6%	81,4%	80,5%
Marża EBITDA adj.	48,0%	62,2%	42,3%	58,4%	58,5%	39,0%	19,0%	74,8%	80,7%	79,3%	73,6%	81,4%	80,5%
Marża EBIT	39,1%	56,8%	33,3%	46,7%	42,7%	26,9%	14,5%	68,5%	66,1%	51,2%	36,6%	59,6%	59,1%
Marża zysku netto	17,6%	45,4%	30,3%	42,7%	40,8%	30,8%	1,0%	63,3%	61,8%	48,6%	35,9%	56,2%	56,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-adj. o koszty PM 21-25

Prognozy wyników BDM vs konsensus – wybrane dane [mln PLN]

	2024P	2025P	2026P
Przychody BDM	315,9	395,3	285,7
Przychody konsensus	341,7	347,8	313,2
Różnica	-7,5%	13,7%	-8,8%
EBITDA BDM	232,1	314,0	226,6
EBITDA konsensus	257,2	260,2	224,2
Różnica	-9,8%	20,7%	1,1%
Zysk netto BDM	200,0	244,3	138,8
Zysk netto konsensus	212,8	206,1	174,1
Różnica	-6,0%	18,5%	-20,2%

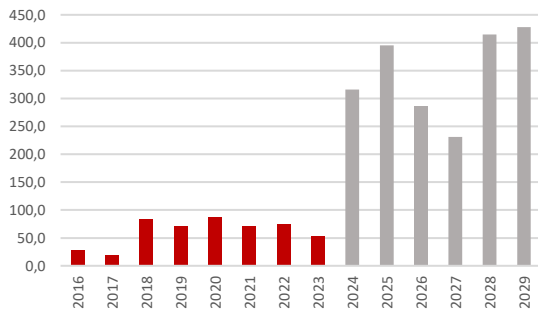
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Prognozy wyników BDM vs cele PM 21-25 [mln PLN]

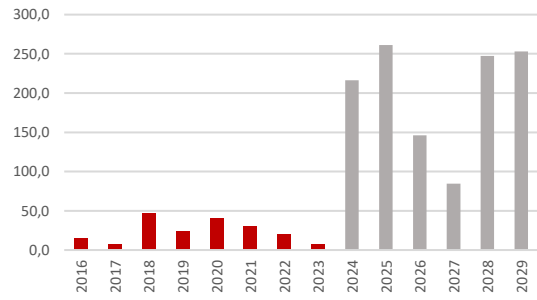
	2021-2025
łącznie przychody BDM 21-25	908,2
łącznie przychody PM 21-25	656,0
Różnica	38,5%
łącznie zysk brutto BDM 21-25*	563,0
łącznie zysku brutto PM 21-25*	328,0
Różnica	71,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; *-skoryg. o koszty PM

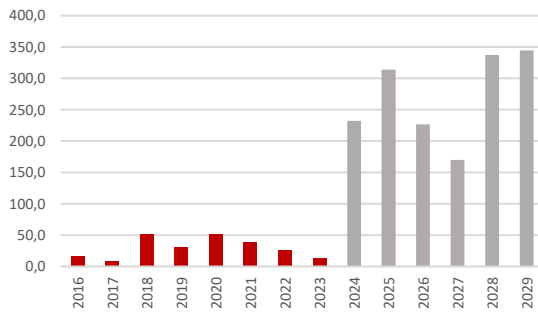
Przychody [mln PLN]



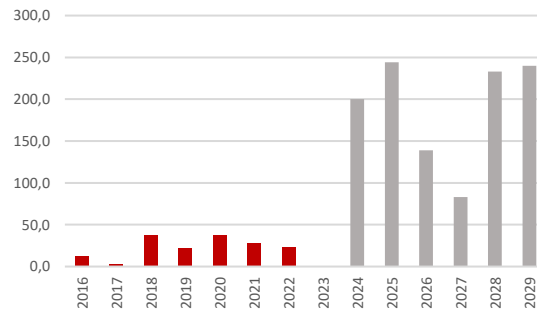
EBIT [mln PLN]



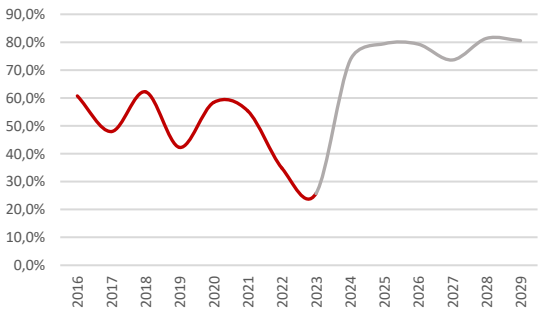
EBITDA [mln PLN]



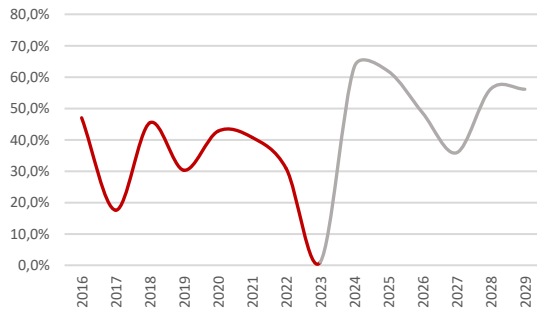
Zysk netto [mln PLN]



Rentowność EBITDA [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Zmiana naszych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.01.2024 wynika m.in. z:

- Przesunięcia premier gier: 1) „Frostpunk 2” z 1Q’24 na 3Q’24; 2) „The Alters” z 2Q’24 na 3Q’24; 3) „Creatures of Ava” z 2Q’25 na 3Q’24; 4) „Projekt 8” z 2Q’25 na 3Q’25; 5) Nowej gry własnej z 2027 r. na 2028 r.
- Obniżenia prognoz sprzedażowych dot. „The Thaumaturge”, „Creatures of Ava” oraz przyszłych projektów z segmentu wydawniczego. Jednocześnie spadek oczekiwanych wpływów z XDevu przekłada się na niższy poziom tantiem, co wpływa na poprawę marżowości spółki.
- Podwyższenia potencjału komercyjnego gier „Frostpunka 2”, „Indika” oraz „P.Botin”.
- Zmiany w cennikach: 1) podniesienie ceny „The Alters” i „The Thaumaturge” odpowiednio do 39,99 USD/ 34,99 USD; 2) obniżenie ceny „Creatures of Ava” i „Indika” do 24,99 USD.
- Przesunięcie konsolowej premiery „Frostpunka 2” na 2Q’25 wraz z rozpoznaniem, części wpływów z umowy Game Pass (10 mln USD).
- Uwzględnienia wpływów z umowy Game Pass dot. „The Alters” oraz „Creatures of Ava” (łącznie 4 mln USD).
- Przesunięcia premiery „Frostpunk Mobile”, tym samym rozpoznania pierwszych wpływów z tego projektu w 4Q’24 (vs 2Q’24 wcześniej). Dodatkowo mając na uwadze spadek przychodów z porównywalnej gry „Frozen City” obniżamy nasze prognozy dot. tego tytułu.
- Zmniejszenia poziomu CAPEXu, wynikającego z niższych od naszych oczekiwań nakładów oraz oczekiwanego mniejszego poziomu inwestycji w segment wydawniczy.
- Zmniejszenia efektywnej stopy podatkowej, wynikającej z obniżenia udziału segmentu wydawniczego w zyskach spółki.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.01.2024 [mln PLN]

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P
POPZEDNIA REKOMENDACJA							
Przychody [mln PLN]	70,4	74,3	49,4	306,7	370,8	277,0	422,3
Frostpunk	32,0	32,0	28,4	10,8	6,2	4,0	2,7
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	129,2	84,1	61,4
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	165,8	62,2	42,3	27,6
The Alters	0,0	0,0	0,0	79,8	60,0	47,0	35,4
Frostpunk Mobile	0,0	0,0	0,0	7,7	8,5	8,7	8,8
Wydawnictwo	20,0	19,6	17,4	39,7	102,6	89,9	83,3
AKTUALNA REKOMENDACJA							
Przychody [mln PLN]	70,4	74,3	52,4	315,9	395,3	285,7	231,2
Frostpunk	32,0	32,0	28,0	21,3	10,1	6,6	4,3
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	112,1	90,1	74,1
Frostpunk 2	0,0	0,0	0,0	181,6	140,5	68,6	43,9
The Alters	0,0	0,0	0,0	72,5	66,6	51,0	37,3
Frostpunk Mobile	0,0	0,0	0,0	3,2	3,5	3,6	3,6
Wydawnictwo	20,0	19,6	21,0	27,2	56,9	62,5	66,5
ZMIANA %							
Przychody [mln PLN]	0,0%	-0,1%	6,0%	3,0%	6,6%	3,2%	-45,3%
Frostpunk	-	-	-	-1,5%	97,3%	62,9%	65,6%
Projekt 8	-	-	-	-	-13,3%	7,2%	20,6%
Frostpunk 2	-	-	-	9,5%	125,8%	62,1%	58,9%
The Alters	-	-	-	-9,1%	11,1%	8,6%	5,3%
Frostpunk Mobile	-	-	-	-58,8%	-58,9%	-59,1%	-58,8%
Wydawnictwo	-	-	-	-31,5%	-44,5%	-30,5%	-20,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 23.01.2024 [mln PLN]

	2024P			2025P			2026P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	306,7	315,9	3,0%	370,8	395,3	6,6%	277,0	285,7	3,2%
EBITDA	232,8	232,1	-0,3%	272,3	314,0	15,3%	194,5	226,6	16,5%
EBITDA adj.	235,6	236,3	0,3%	275,1	318,9	15,9%	194,5	226,6	16,5%
EBIT	192,3	216,5	12,6%	219,0	261,2	19,3%	113,7	146,2	28,6%
Wynik brutto	200,3	219,0	9,3%	227,4	268,1	17,9%	123,1	153,8	25,0%
Wynik netto	182,8	200,0	9,4%	203,8	244,3	19,9%	109,6	138,8	26,7%
marża EBITDA	75,9%	73,5%		73,4%	79,4%		70,2%	79,3%	
marża EBITDA adj.	76,8%	74,8%		74,2%	80,7%		70,2%	79,3%	
marża EBIT	62,7%	68,5%		59,1%	66,1%		41,0%	51,2%	
marża netto	59,6%	63,3%		55,0%	61,8%		39,6%	48,6%	
USD/PLN	4,033	4,039	0,1%	4,061	4,075	0,3%	4,036	4,017	-0,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	70,4	90,7	142,5	191,4	243,1	266,6	266,2	270,2	280,5	300,7
Rzeczowe aktywa trwałe	26,9	25,9	24,9	24,2	26,3	29,5	29,0	28,3	28,1	27,8
Wartości niematerialne	37,9	59,1	100,0	155,4	204,7	225,0	225,1	229,8	240,3	260,8
Pozostałe aktywa trwałe	5,6	5,6	17,7	11,8	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Aktywa obrotowe	115,9	128,8	101,7	66,9	237,6	426,5	473,4	492,8	683,1	810,4
Zapasy	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Należności	11,6	16,5	9,5	10,7	14,0	19,8	14,3	10,3	18,4	19,0
Inne aktywa obrotowe	8,2	4,9	4,9	1,8	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty*	96,1	107,4	87,3	54,4	221,2	404,4	456,8	480,2	662,3	789,1
- w tym środki pieniężne	24,1	26,7	30,6	37,6	217,0	400,2	452,6	476,0	658,2	784,9
Aktywa razem	186,3	219,5	244,2	258,3	480,6	693,1	739,6	763,0	963,6	1 111,1
Kapitał własny	164,6	197,3	224,5	227,1	432,8	642,0	695,4	722,7	914,3	1 061,1
Zobowiązania długoterminowe	10,5	9,0	9,5	6,6	5,3	4,0	3,0	3,0	2,2	2,2
Zobowiązania finansowe odsetkowe	9,8	8,3	7,2	5,9	4,6	3,4	2,3	2,3	1,6	1,6
Przychody przyszłych okresów	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	11,2	13,2	10,2	24,7	42,5	47,0	41,3	37,3	47,1	47,7
Zobowiązania finansowe odsetkowe	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2
Zobowiązania handlowe	9,8	8,0	2,9	2,9	14,0	18,4	13,3	9,6	18,4	19,0
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	0,1	3,9	6,0	20,5	27,2	27,3	26,7	26,4	27,4	27,5
Pasywa razem	186,3	219,5	244,2	258,3	480,6	693,1	739,6	763,0	963,6	1 111,1

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	87,4	70,4	74,3	52,4	315,9	395,3	285,7	231,2	414,6	427,8
Koszty działalności operacyjnej	-46,6	-40,3	-54,3	-44,8	-99,4	-134,1	-139,6	-146,5	-167,4	-174,9
EBITDA	51,1	39,0	25,9	13,5	232,1	314,0	226,6	170,2	337,3	344,6
EBITDA skoryg.	51,1	41,2	29,0	9,9	236,3	318,9	226,6	170,2	337,3	344,6
Amortyzacja	-10,3	-8,9	-5,9	-4,2	-15,6	-52,8	-80,4	-85,5	-90,1	-91,7
EBIT	40,8	30,0	20,0	7,6	216,5	261,2	146,2	84,7	247,2	252,9
Saldo działalności finansowej	-0,1	1,8	7,5	-7,7	2,1	5,9	6,9	7,5	8,2	10,9
Zysk (strata) brutto	40,7	31,8	27,2	-0,3	219,0	268,1	153,8	92,7	255,7	263,9
Zysk (strata) netto	37,4	28,7	22,9	0,5	200,0	244,3	138,8	82,9	233,0	240,1

CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	37,7	40,9	32,9	21,9	235,8	300,7	219,0	168,4	324,0	331,8
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-34,4	-37,4	-28,8	-16,2	-54,1	-76,3	-80,0	-89,5	-100,4	-111,9
Przepływy z działalności finansowej	6,0	-0,9	-0,3	2,3	-1,3	-41,3	-86,6	-55,5	-41,5	-93,2
Przepływy pieniężne netto	9,3	2,6	3,8	8,0	180,4	183,2	52,5	23,4	182,1	126,7
Środki pieniężne na początek okresu	14,9	24,1	26,7	30,6	37,6	217,0	400,2	452,6	476,0	658,2
Środki pieniężne na koniec okresu	24,1	26,7	30,6	37,6	217,0	400,2	452,6	476,0	658,2	784,9

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * w bilansie w pozycji „środki pieniężne i ekwiwalenty” wykazujemy gotówkę oraz pozostałe aktywa finansowe

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	21,8%	-19,4%	5,5%	-29,5%	503,1%	25,1%	-27,7%	-19,1%	79,4%	3,2%
EBITDA zmiana r/r	68,5%	-23,7%	-33,6%	-47,9%	1621,0%	35,3%	-27,8%	-24,9%	98,2%	2,2%
EBIT zmiana r/r	70,9%	-26,4%	-33,5%	-62,0%	2751,1%	20,7%	-44,0%	-42,1%	191,9%	2,3%
Zysk netto zmiana r/r	72,1%	-23,2%	-20,2%	-97,7%	37947,5%	22,2%	-43,2%	-40,3%	180,9%	3,0%
Marża EBITDA	58,4%	55,3%	34,8%	25,7%	73,5%	79,4%	79,3%	73,6%	81,4%	80,5%
Marża EBIT	46,7%	42,7%	26,9%	14,5%	68,5%	66,1%	51,2%	36,6%	59,6%	59,1%
Marża netto	42,7%	40,8%	30,8%	1,0%	63,3%	61,8%	48,6%	35,9%	56,2%	56,1%
ROE	22,7%	14,5%	10,2%	0,2%	46,2%	38,1%	20,0%	11,5%	25,5%	22,6%
ROA	20,1%	13,1%	9,4%	0,2%	41,6%	35,2%	18,8%	10,9%	24,2%	21,6%
Dług netto	-84,9	-97,8	-78,9	-47,2	-215,3	-399,7	-453,2	-476,6	-659,5	-786,2
Dług netto / kapitał własny	-51,6%	-49,6%	-35,1%	-20,8%	-49,7%	-62,3%	-65,2%	-65,9%	-72,1%	-74,1%
Dług netto / EBITDA	-1,7	-2,5	-3,0	-3,5	-0,9	-1,3	-2,0	-2,8	-2,0	-2,3
Dług netto / EBIT	2,1	3,3	3,9	6,2	1,0	1,5	3,1	5,6	2,7	3,1
EV	1547,2	1534,3	1553,2	1584,9	1416,8	1232,4	1178,9	1155,5	972,6	845,9
CAPEX / Przychody	34,0%	112,3%	21,5%	19,3%	28,0%	38,7%	24,2%	26,2%	26,8%	26,9%
CAPEX / Amortyzacja	289,9%	1409,8%	434,5%	144,6%	99,5%	104,7%	111,4%	122,0%	140,6%	141,3%
Amortyzacja / Przychody	8,0%	4,9%	13,3%	28,1%	37,0%	21,7%	21,4%	19,0%	19,1%	21,0%
Zmiana KO / Przychody	-25,1%	1,1%	0,3%	0,1%	0,0%	-0,4%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,0%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	37,5%	1,3%	1,5%	-0,2%	0,0%	-0,9%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,4%
Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	18,8	23,4	22,1	31,4	5,2	4,2	5,8	7,1	4,0	3,8
P/E*	44,0	57,3	71,9	-	8,2	6,7	11,8	19,8	7,1	6,9
P/E skoryg.**	44,0	53,2	63,3	-	8,1	6,6	11,8	19,8	7,1	6,9
P/BV*	10,0	8,3	7,3	7,2	3,8	2,6	2,4	2,3	1,8	1,6
P/CE*	71,2	53,6	52,9	2,4	120,8	95,9	59,3	37,5	66,2	59,4
EV/EBITDA*	30,6	39,7	60,5	118,5	6,2	4,0	5,3	6,9	2,9	2,5
EV/EBITDA skoryg.**	30,6	37,6	54,0	160,6	6,0	3,9	5,3	6,9	2,9	2,5
EV/EBIT*	38,2	51,5	78,4	210,4	6,6	4,8	8,2	13,8	4,0	3,4
EV/S*	17,9	22,0	21,1	30,5	4,5	3,1	4,2	5,1	2,4	2,0
BVPS	64,8	77,6	88,3	89,3	170,2	252,5	273,5	284,3	359,6	417,4
EPS	14,7	11,3	9,0	0,2	78,7	96,1	54,6	32,6	91,6	94,4
CEPS	9,1	12,1	12,2	265,6	5,4	6,7	10,9	17,3	9,8	10,9
Dywidenda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,0	85,5	55,5	41,5	93,2
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,7	33,6	21,8	16,3	36,7
Dyield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	5,2%	3,4%	2,5%	5,7%
Payout ratio	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	35,0%	40,0%	50,0%	40,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 647 PLN ;** -skoryg. o koszty Programu Motywacyjnego

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 32
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
gry komputerowe

Anna Tobiasz

Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

Andrzej Wodecki

Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 39
e-mail: andrzej.wodecki@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Piotr Dedejus

tel. (022) 62-20-100
e-mail: piotr.dedecjus@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Tomasz Grzeszczyk

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.grzeszczyk@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	830	kupuj	808	24.06.2024	11:05 CEST	631,0	86 416
kupuj	808	kupuj	875	23.01.2024	08:30 CET	541,0	74 954
kupuj	875	kupuj	590	14.07.2023	11:55 CEST	734,0	70 451
kupuj	590	kupuj	654	21.06.2022	17:30 CEST	496,5	54 066
kupuj	654	kupuj	437,9	15.02.2021	08:00 CEST	553,0	57 428
kupuj	437,9	-	-	04.12.2019	09:55 CEST	355,0	56 483

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasięg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'24*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	10	63%	0	0%
Akumuluj	3	19%	0	0%
Trzymaj	3	19%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

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

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2024-06-24.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-06-24 (11:05 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-07-01 (11:05 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą 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 raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniami w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2024-06-24:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że BDM może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.