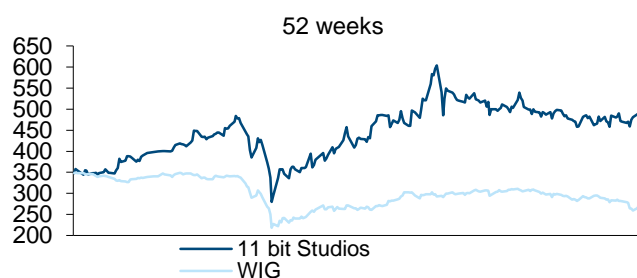


11 bit studios

Akumuluj

| PLN mn | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Przychody | 71.7 | 85.9 | 59.7 | 83.7 |
| EBITDA | 30.3 | 53.2 | 27.7 | 30.1 |
| EBIT | 23.9 | 42.9 | 19.6 | 23.4 |
| Zysk netto dla jedn. dominującej | 21.7 | 40.6 | 19.6 | 22.5 |
| Zysk na akcję (PLN) | 9.0 | 15.8 | 7.7 | 8.8 |
| Zysk gotówkowy na akcję (PLN) | 11.6 | 19.9 | 10.8 | 11.4 |
| Wartość księgowa na akcję (PLN) | 49.5 | 67.8 | 75.5 | 84.3 |
| Dywidenda na akcję (PLN) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EV/EBITDA (x) | 29.6 | 21.8 | 41.7 | 38.3 |
| P/E (x) | 44.5 | 31.5 | 65.3 | 56.9 |
| P/CE (x) | 34.4 | 25.1 | 46.2 | 43.8 |
| Stopa dywidendy | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |



| Kurs akcji | 12M | 6M | 3M | 1M |
|------------|-------|-------|-------|------|
| w PLN | 43.5% | 16.2% | -0.7% | 7.7% |

| | | | | | |
|--|-------|----------------------|--------------|------------------------------------|--|
| Cena akcji (PLN) na zamknięciu w dniu 06.11.2020 | 499.5 | Reuters | 11b.WA | Akcje w wolnym obrocie | 86% |
| Liczba akcji (mn) | 2.4 | Bloomberg | 11B PW | Akcjonariusze: Grzegorz Miechowski | 7.52% |
| Wartość rynkowa (PLN mn) | 1 207 | Dzień dywidendy | | Aviva Investors | 6.18% |
| Wartość przedsiębiorstwa (PLN mn) | 1 161 | Cena docelowa | 567.5 | Strona internetowa: | www.11bitstudios.com |

Analitik:

Emil Popławski

+48 22 538 62 52

emil.poplawski@erstegroup.com

Atrakcyjny LT, jednak najbliższe kwartały nadal bez przełomu

Uważamy, że akcje 11 bit studios są fundamentalnie niedowartościowane, biorąc pod uwagę solidne perspektywy po roku 2022 i potencjalną poprawę zysków pomiędzy cyklami wydawniczymi. Szacujemy, że Spółka opublikuje 3 gry własne w latach 2023-24e i osiągnie zysk w wysokości PLN 117-165mn, co przekłada się na 2022-24e P/E w wysokości zaledwie 12.6x. Lata 2025-27e mogą znowu być ciche, ponieważ 11 bit może potrzebować kolejnych 3-4 lat dla każdego z zespołów, aby opracować kontynuację lub zupełnie nową franczyzę, ale obszerny portfel powinien skompensować spadek zysków w znacznie większym stopniu niż obecnie.

Z drugiej strony, słusznym wydaje się być stwierdzenie, że spodziewany przez nas gwałtowny spadek zysków w roku 2021e i kolejne 2,5 roku bez wydania własnej gry nie brzmią zbyt dobrze w perspektywie poprawy nastrojów. Podejrzewamy, że optymizm inwestorów może jednak wzrosnąć, w momencie, gdy zostaną opublikowane pierwsze szczegóły na temat nowych francyz, a zwłaszcza, gdy zostaną ujawnione oficjalne daty ich premier, co jak podejrzewamy, będzie możliwe najwcześniej w 2022 r. Warto podkreślić, że nasze prognozy są przygotowywane ze szczególną ostrożnością, uwzględniając dotychczasową historię odnośnie nie spełniania się oczekiwań rynku w zakresie terminów publikacji, co sugeruje możliwe niespodzianki, zarówno te pozytywne jak i negatywne.

Biorąc to wszystko pod uwagę, **rekomendujemy Akumuluj 11 bit studios z ceną docelową PLN 567.5** na akcję, przede wszystkim ze względu na rozsądną wycenę i solidne perspektywy poprawy wyników od 2023 r., ograniczone jednak przez mało inspirujące perspektywy pogorszenia się zysków i brak mocnego newsflowu w krótkim terminie.

Podsumowanie głównych tez inwestycyjnych

11 bit studios małymi krokami zbliża się do intensywnego okresu, z 3 własnymi franczyzami i 3 zewnętrznymi grami, które mają zostać wydane w latach 2023-24e. Z naszych obliczeń wynika, że kumulacja wszystkich wydań może przełożyć się na mocne zyski w wysokości PLN 117-165mn we wspomnianych latach, co przekłada się na 2022-24e średnie P/E w wysokości zaledwie 12.6x, co implikuje znaczną dysproporcję w porównaniu do wycen spółek porównywalnych. Z drugiej strony podejrzewamy, że lata 2021-22e mogą nie być tak udane, ponieważ na zyski Spółki będą wpływać 2 tytuły zewnętrzne i stale pogarszająca się sprzedaż aktualnego portfela. W rzeczywistości może to doprowadzić do gwałtownego spadku zysków w latach 2021-22e, tuż przed silną poprawą oczekiwaną przez nas od 2023 roku. Co więcej, potencjalnie mało inspirujący spadek zysków w 2021e może nie wspierać sentymentu do Spółki, przynajmniej do momentu, kiedy 11 bit ujawni więcej szczegółów na temat nowych francyz.

Mając to wszystko na uwadze, podejrzewamy, że po intensywnym okresie 2023-24e, 11 bit może potrzebować kolejnych 3-4 lat, aby każdy z zespołów opracował nową grę, co sugeruje, że lata 2025-27e mogą znów być ciche. W tym okresie zyski Spółki będą całkowicie uzależnione od aktualnego portfela, który jednak powinien mieć większy potencjał monetyzacji niż obecnie. Innymi słowy, przyszłe spowolnienie w połowie cyklu produkcyjnego może być mniej bolesne niż aktualnie.

W zakresie portfela gier własnych, prognozujemy, że Projekt Eleanor (podejrzewamy, że pod tą nazwą ukryty jest sequel Frostpunka) zostanie opublikowany, jako pierwszy, potencjalnie w drugim kwartale 2023 roku. Produkcja jest prowadzona przez zespół Frostpunk, na tym samym silniku, co więcej porzucenie tak wyjątkowej serii wydaje nam się mało prawdopodobne. Project Dolly (najmniejsza, nowa franczyza, zespół TWoM) znajduje się obecnie w zaawansowanej fazie przedprodukcyjnej, a premiery oczekujemy w 4 kwartale 2023 roku. Wreszcie, prognozujemy, że długo oczekiwany Projekt 8 zostanie wydany w II kwartale 2024 r., co oznacza, że czas produkcji gry wyniesie ok. 6 lat. Wszystkie projekty mają większy budżet produkcyjny i mają być jednocześnie wydane na każdą z platform, co w połączeniu z cennym doświadczeniem zdobytym przez zespół 11b podczas poprzednich projektów sugerują, że powinniśmy zachować optymizm w odniesieniu do planowanych premier. Z drugiej strony, rynek gier z roku na rok staje się coraz bardziej konkurencyjny, a bez podstawowej wiedzy o nowych franczyzach pozostaliśmy konserwatywni w naszych szacunkach sprzedaży. Na koniec warto zaznaczyć, że nasze prognozy są przygotowywane ze szczególną ostrożnością, biorąc pod uwagę dotychczasową historię w zakresie nie spełniania się oczekiwań rynku w zakresie terminów publikacji

Portfel gier własnych – kluczowe założenia

| Gra | Data premiery / prognoza Erste | Guidance Spółki | Oczekiwana sprzedaż (rok premiery, mn kopii) | Oczekiwana sprzedaż (pierwsze 4 lata, mn kopii) | Oczekiwany koszt produkcji |
|------------------|-----------------------------------|--------------------|---|--|-------------------------------|
| This War of Mine | 14.11.2014 | | 0.43 | 3.40 | PLN 3mn |
| Project Eleanor | 2Q 2023e | 2022e+ | 1.32 | 3.18 | PLN 20mn |
| Project Dolly | 4Q 2023e | 2022e+ | 0.60 | 2.20 | PLN 12mn |
| Project 8 | 2Q 2024e | 2022e+ | 1.52 | 3.66 | PLN 30mn |

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

W segmencie wydawniczym prognozujemy, że Projekt Foxhole zostanie wydany w czwartym kwartale 2021 r., a Projekt Vitrol w trzecim kwartale 2022 r. Opierając się na najnowszej prezentacji 11 bit studios, Project Botin i Project Ava mogą również zostać wydane w 2022e, jednakże prognozujemy premierę Projektu Botin na drugi kwartał 2023 (Foxhole i Botin są produkowane przez Digital Sun, podejrzewamy, że firma może nie poradzić sobie z 2 gramami rok po roku) oraz Projektu Ava na czwarty kwartał 2023, ze względu jego na wczesną fazę produkcji. Podejrzewamy, że wszystkie franczyzy powinny dowieźć pożądaną jakość. Z drugiej strony, nasze prognozy wolumenów są ponownie konserwatywne ze względu na brak jakichkolwiek użytecznych informacji odnośnie tych projektów (podobnie jak w segmencie gier własnych).

Wydawnictwo – kluczowe założenia

| Gra | Data premiery / prognoza Erste | Guidance Spółki | Oczekiwana sprzedaż (rok premiery, mn kopii) | Oczekiwana sprzedaż (pierwsze 4 lata, mn kopii) | Oczekiwany koszt produkcji przypadający na 11b |
|--------------------|-----------------------------------|-----------------|---|--|---|
| Moonlighter | 29.05.2018 | | 0.38 | 1.74 | PLN 2-4mn |
| Childrens of Morta | 03.09.2019 | | 0.22 | 1.57 | PLN 2-4mn |
| Project Foxhole | 4Q 2021e | 2021e | 0.30 | 1.35 | PLN 4-5mn |
| Project Vitrol | 3Q 2022e | 2022+ | 0.65 | 2.00 | PLN 8-10mn |
| Project Botin | 2Q 2023e | 2022+ | 0.70 | 1.50 | PLN 6-8mn |
| Project Ava | 4Q 2023e | 2022+ | 0.25 | 1.50 | PLN 5-6mn |
| Nowy projekt | 4Q 2024e | Brak | 0.25 | 1.50 | PLN 5-6mn |

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

W oparciu o oczekiwany harmonogram premier prognozujemy gwałtowny spadek przychodów w 2021e, ożywienie sprzedaży w 2022e i solidną poprawę w 2023e w wyniku dwóch premier z własnego portfela.

Oczekiwana struktura przychodów

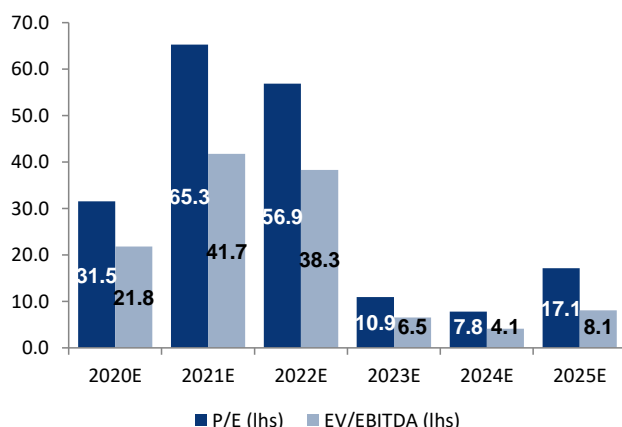
| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Przychody | 83 | 72 | 86 | 60 | 84 | 251 | 322 | 199 |
| Gry własne | 68 | 44 | 63 | 38 | 22 | 159 | 238 | 132 |
| TWoM (14.11.2014) | 9 | 7 | 5 | 3 | 2 | 2 | 1 | 0 |
| Frostpunk (24.04.2018) | 59 | 35 | 19 | 16 | 10 | 4 | 2 | 1 |
| Frostpunk mobile | | | | | | 1 | 1 | 0 |
| Project Eleanor (2Q 2023e) | | | | | | 103 | 43 | 26 |
| Project Dolly (4Q 2023e) | | | | | | 40 | 42 | 16 |
| Project 8 (2Q 2024e) | | | | | | | 126 | 53 |
| DLCs | 0 | 1 | 39 | 18 | 10 | 10 | 23 | 36 |
| Wydawnictwo | 13.7 | 28.3 | 23.2 | 21.8 | 61.6 | 91.6 | 84.5 | 67.1 |
| Moonlighter | 13.7 | 19.0 | 6.7 | 2.4 | 0.9 | 0.4 | 0.2 | 0.1 |
| Children of Morta | | 9.3 | 16.5 | 7.7 | 3.8 | 1.0 | 0.5 | 0.2 |
| Project Foxhole (expected Q4'21) | | | | 11.7 | 25.3 | 9.7 | 5.8 | 3.9 |
| Project Vitrol (expected Q3'22) | | | | | 31.7 | 36.5 | 19.5 | 9.7 |
| Project Botin (expected Q1'23) | | | | | | 34.1 | 19.5 | 12.2 |
| Project Ava (expected Q4'23) | | | | | | 9.7 | 29.2 | 11.7 |
| New project (expected Q4'24) | | | | | | | 9.7 | 29.2 |

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

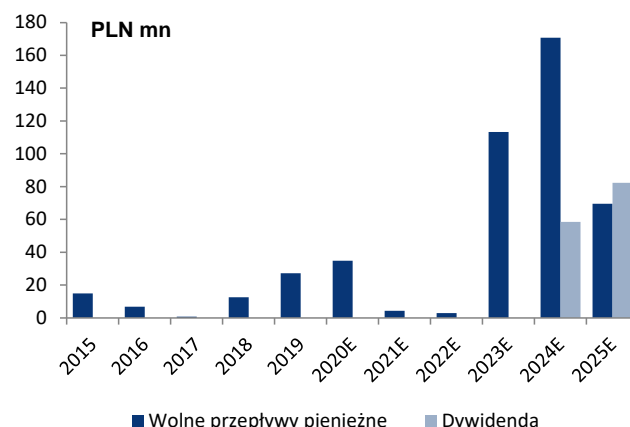
Patrząc na stronę kosztową, spodziewamy się stopniowego wzrostu kosztów związanych z pracownikami w związku z ciągłym rozwojem biznesu oraz silnego wzrostu kosztów usług obcych, co jest związane przede wszystkim z wyższymi tantiemami. Oczekujemy, że nowe franczyzy wydawnicze będą opierać się na 50% udziale Spółki/dewelopera, ze względu na kontrybucje 11b do budżetów produkcyjnych. Oczekujemy, że inne pozycje kosztowe pozostaną stabilne. Spółka powinna być w stanie rozpoznać IP Box odnośnie portfela gier własnych, podczas gdy przychody wydawnicze podlegają obecnie normalnej stawce podatkowej. Mimo to 11b nadal prowadzi rozmowy z administracją skarbową w celu uzyskania oświadczenia o możliwości zastosowania ulgi podatkowej również w odniesieniu do gier z wydawnictwa, jednak finalna decyzja nie została

jeszcze wydana. Nasze szacunki opieramy na mieszanej efektywnej stopie podatkowej zawierającej 14% stawkę od przychodów wydawniczych oraz 7% stawkę od francyz własnych, zakładając, że Spółka będzie w stanie wykorzystać IP Box w segmencie wydawniczym do poziomu poniesionych kosztów.

P/E & EV/EBITDA



Wolne przepływy pieniężne & dywidenda



Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Prognozy i mnożniki (w PLN mn, ceny aktualne na dzień 6 listopada 2020 roku)

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Przychody | 71.7 | 85.9 | 59.7 | 83.7 | 250.6 | 322.3 | 199.3 |
| Gry własne | 43.4 | 62.7 | 37.8 | 22.0 | 159.0 | 237.8 | 132.2 |
| Wydawnictwo | 28.3 | 23.2 | 21.8 | 61.6 | 91.6 | 84.5 | 67.1 |
| EBITDA | 30 | 53 | 28 | 30 | 160 | 225 | 116 |
| marża % | 42% | 62% | 46% | 36% | 64% | 70% | 58% |
| Zysk netto | 22 | 41 | 20 | 23 | 117 | 164 | 75 |
| marża % | 30% | 47% | 33% | 27% | 47% | 51% | 37% |
| OCF | 42 | 54 | 29 | 28 | 144 | 211 | 120 |
| Capex (zaw. M&A) | -14 | -19 | -24 | -25 | -30 | -40 | -50 |
| FCF | 27 | 35 | 4 | 3 | 113 | 171 | 70 |
| P/E | 40.1 | 31.5 | 65.3 | 56.9 | 10.9 | 7.8 | 17.1 |
| EV/EBITDA | 26.4 | 21.8 | 41.7 | 38.3 | 6.5 | 4.1 | 8.1 |
| Pozycja gotówkowa | 70.5 | 118.7 | 122.9 | 125.9 | 239.1 | 351.4 | 338.7 |
| Stopa dywidendy | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 5% | 7% |

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Biorąc to wszystko pod uwagę, uważamy, że akcje 11 bit studios są fundamentalnie niedowartościowane, ze względu na solidne perspektywy po 2022 r. i potencjalną poprawę zysków pomiędzy cyklami wydawniczymi. Niemniej jednak słusznym wydaje się stwierdzenie, że gwałtowny spadek wyniku oczekiwany przez nas w 2021 r., w połączeniu z okresem 5 lat (2018-23e) bez własnych premiery, nie zapewniają nam wystarczających bodźców niezbędnych do istotnej poprawy nastrojów. Podejrzewamy, że inwestorzy mogą nie dyskontować natychmiastowo przyzwoitych perspektyw 11 bit studios, ale nastroje powinny poprawić się wraz z nowymi szczegółami dotyczącymi francyz, które mogą pojawić się już w

2021e i zapowiedziami potencjalnych dat premiery, które, jak podejrzewamy, są możliwe najwcześniej w 2022e.

Nasza prognoza na 2022 r. jest wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego, szacunków, co, jak podejrzewamy, ma związek z naszymi założeniami odnośnie kalendarza premier (brak własnej premiery w roku 2022e).

Prognoza Erste vs. konsensus

| | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|
| Przychody | | | | |
| Erste | 86 | 60 | 84 | 251 |
| Bloomberg | 83 | 68 | 145 | 218 |
| Różnica | 4.0% | -12.7% | -42.1% | 14.9% |
| EBITDA | | | | |
| Erste | 53 | 28 | 30 | 160 |
| Bloomberg | 48 | 31 | 93 | 137 |
| Różnica | 9.8% | -9.4% | -67.5% | 16.6% |
| Zysk netto | | | | |
| Erste | 41 | 20 | 23 | 117 |
| Bloomberg | 33 | 22 | 70 | 101 |
| Różnica | 22.7% | -9.2% | -68.0% | 15.8% |
| DPS | | | | |
| Erste | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Bloomberg | 0.00 | | | |
| Różnica | n/a | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

Źródło: Bloomberg, Erste Securities Polska

W porównaniu z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami, podnieśliśmy nasze prognozy na rok 2020e, podczas gdy szacunki na 2021e pozostały zasadniczo niezmiennie (zysk netto 35% w górę ze względu na brak bezgotówkowego kosztu programu motywacyjnego). Wyraźnie obniżyliśmy naszą prognozę na 2022e po koniecznych korektach w oczekiwanym kalendarzu premier.

Zmiana wcześniejszych prognoz

| (PLN, mn) | 2020E | | | 2021E | | | 2022E | | |
|------------|-------|------------|--------|-------|------------|--------|-------|------------|--------|
| | Teraz | Poprzednio | Zmiana | Teraz | Poprzednio | Zmiana | Teraz | Poprzednio | Zmiana |
| Przychody | 86 | 70.9 | 21.2% | 60 | 62.4 | -4.4% | 84 | 176.7 | -52.6% |
| EBITDA | 53 | 35.2 | 51.2% | 28 | 25.7 | 7.9% | 23 | 123.3 | -81.0% |
| EBIT | 43 | 24.3 | 76.6% | 20 | 15.1 | 29.9% | 30 | 97.3 | -69.0% |
| Zysk netto | 41 | 23.0 | 76.5% | 20 | 14.5 | 35.3% | 23 | 87.8 | -74.4% |

Źródło: Erste Securities Polska

Wycena przedsiębiorstwa

W wycenie stosujemy model DCF, bazujący na naszych prognozach na lata 2021-25. Wygładziliśmy i zrównaliśmy wszystkie FCF, stosując 3% roczną stopę wzrostu. WACC służy jako stopa dyskontowa dla danych okresów. Wartość końcowa FCF jest równa wartości FCF z poprzedniego roku powiększonej o 3%. Dla porównania, przedstawiona zostanie również metoda porównawcza, która jednakże nie będzie brana pod uwagę przy ustaleniu ceny docelowej ze względu na fakt, iż metoda DCF lepiej oddaje przyszłe perspektywy spółki.

Założenia:

Nasza wycena oparta jest o następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka w wysokości 2%, premia za ryzyko rynkowe w wysokości 6%, koszt zadłużenia ponad stopę wolną od ryzyka w wysokości 2% i współczynnik beta w wysokości 1.0
- Nominalna stopa podatkowa w wysokości 19% w latach 2021-25e
- Efektywna stopa podatkowa w wysokości 7.7-12.2% w latach 2021-25e
- 3 premiery z własnego portfolio gier zaplanowane na lata 2023-24e, szczegółowe założenie wolumenów w dedykowanej sekcji.
- Pierwsza gra z wydawnictwa planowana na koniec 2021e, ostatnia pod koniec 2024e. Szczegółowe założenia dotyczące wolumenu znajdują się w dedykowanej sekcji.
- Wzrost kosztu developmentu gier do PLN 50mn rocznie.
- Rozwodniona liczba akcji zakładająca rozwodnienie na poziomie 6% wraz z nowym programem motywacyjnym

Analiza porównawcza

| | P/E | | | EV/EBITDA | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| Activision Blizzard Inc | 23.9 | 23.0 | 20.2 | 16.8 | 16.2 | 14.8 |
| Electronic Arts Inc | 27.5 | 23.0 | 21.7 | 18.2 | 14.9 | 14.3 |
| Ubisoft Entertainment | 532.5 | 31.0 | 27.5 | 16.0 | 11.4 | 10.1 |
| Take-Two Interactive Software | 35.8 | 34.0 | 30.0 | 25.5 | 24.7 | 20.5 |
| Konami | 28.9 | 26.6 | 19.8 | 11.4 | 10.8 | 8.6 |
| Capcom | 39.3 | 29.2 | 25.0 | 26.1 | 20.6 | 16.9 |
| Naver Corp | 61.2 | 39.1 | 31.1 | 31.4 | 24.5 | 20.6 |
| Tencent | 41.0 | 32.8 | 27.6 | 28.6 | 23.7 | 19.7 |
| Square Enix | 36.4 | 20.8 | 20.1 | 18.4 | 10.6 | 10.9 |
| Paradox Interactive | 55.7 | 46.2 | 42.6 | 29.0 | 23.4 | 22.3 |
| Embracer Group | 83.0 | 37.3 | 31.0 | 40.6 | 19.6 | 16.6 |
| Ten Square Games | 28.0 | 21.2 | 20.0 | 23.9 | 17.4 | 15.8 |
| CD Projekt | 18.6 | 22.6 | 24.7 | 14.2 | 17.6 | 20.3 |
| Mediana | 36.1 | 27.9 | 24.9 | 21.5 | 17.5 | 16.2 |
| 11 bit studios | 31.5 | 65.3 | 56.9 | 21.8 | 41.7 | 38.3 |
| Premia/dyskonto | -13% | 134% | 129% | 2% | 138% | 137% |
| Wartość implikowana (PLN/akcję) | 572.3 | 213.6 | 218.4 | 491.7 | 237.3 | 239.4 |

Źródło: Bloomberg, Erste Securities Polska

Kalkulacja WACC - Średnioważonego Kosztu Kapitału

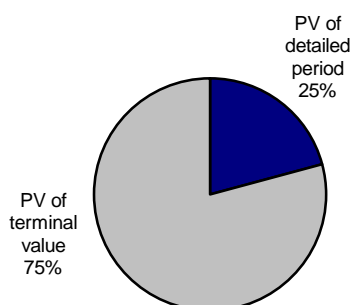
| | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | Term. value NY / TV |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|
| Stopa wolna od ryzyka | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 2.4% | 4.0% |
| Premia za ryzyko | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 6.0% | 5.7% |
| Beta | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| Koszt kapitału własnego | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 9.7% |
| Koszt kapitału obcego | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 6.0% |
| Efektywna stopa podatkowa | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% | 19.0% |
| Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 3.6% | 4.9% |
| Udział kapitału własnego | 99% | 99% | 99% | 99% | 99% | 99.5% |
| WACC | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 8.4% | 9.7% |

Wycena DCF (Zdyskontowane Przepływy Pieniężne)

| (PLN mn) | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | NY / TV |
|--|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| <i>Wzrost przychodów</i> | -30.6% | 40.2% | 199.4% | 28.6% | -38.2% | 3.0% |
| EBIT | 19.6 | 23.4 | 127.0 | 175.8 | 75.5 | 102.6 |
| <i>Marża EBIT</i> | 32.9% | 28.0% | 50.7% | 54.6% | 37.9% | 50.0% |
| <i>Stopa podatkowa</i> | 7.7% | 9.6% | 12.2% | 9.6% | 8.8% | 10.0% |
| Opodatkowanie EBIT | -1.5 | -2.2 | -15.4 | -16.8 | -6.7 | -10.3 |
| Zysk operacyjny skorygowany o podatek | 18.1 | 21.2 | 111.6 | 159.0 | 68.8 | 92.4 |
| + Amortyzacja | 8.1 | 6.7 | 32.7 | 49.3 | 40.9 | 50.4 |
| <i>Inwestycje rzeczowe / Amortyzacja</i> | 300.8% | 378.4% | 93.1% | 82.0% | 123.3% | 100.0% |
| +/- Zmiana kapitału pracującego | 0.9 | -0.9 | -5.9 | -2.6 | 4.4 | 0.1 |
| <i>Zmiana kapitału pracującego / zmiana przychodów</i> | -3.6% | -3.6% | -3.6% | -3.6% | -3.6% | 1.0% |
| - Inwestycje rzeczowe | -24.4 | -25.4 | -30.4 | -40.4 | -50.4 | -50.4 |
| Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa | 2.7 | 1.6 | 107.9 | 165.3 | 63.7 | 92.4 |

| | | | | | | |
|---|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Wolne przepływy pieniężne do przedsiębiorstwa | 61.0 | 64.4 | 68.0 | 71.9 | 75.9 | 78.2 |
| <i>Wzrost w okresie rezydualnym</i> | | | | | | 3.0% |
| Wartość rezydualna | | | | | | 1 424.7 |
| Zdyskontowane wolne przepływy pieniężne - Dec 31 2019 | 56.5 | 55.3 | 54.1 | 52.9 | 51.7 | 971.3 |
| Wartość przedsiębiorstwa - Dec 31 2019 | 1 241.8 | | | | | |
| Udziały mniejszości | 0.0 | | | | | |
| Inne aktywa | 0.0 | | | | | |
| Dług netto | -118.7 | | | | | |
| Inne korekty | 0.0 | | | | | |
| Wartość kapitału własnego - Dec 31 2019 | 1 360.4 | | | | | |
| Liczba akcji (mn) | 2.6 | | | | | |
| Koszt kapitału własnego | 8.0% | | | | | |
| 12M cena docelowa na akcję (PLN) | 567.5 | | | | | |
| Obecna cena akcji (PLN) | 499.5 | | | | | |
| <i>Potencjał wzrostu/spadku</i> | 13.6% | | | | | |

Enterprise value breakdown



Wyglądzona kalkulacja DCF

| 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| 2.7 | 1.6 | 107.9 | 165.3 | 63.7 | FCFF |
| | | | | 341.3 | Suma z FCFF |
| | | | | 0.00 | Sprawdzenie |
| 61.0 | 64.4 | 68.0 | 71.9 | 75.9 | Wyglądzone FCFF |
| | | | | 341.3 | Suma z FCFF |
| | 3% | 3% | 3% | 3% | Stopa wzrostu |

| Skonsolidowane sprawozdanie z wyniku | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|---|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| PLN mn | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-12-31 | 2020-12-31 | 2021-12-31 | 2022-12-31 |
| Przychody ze sprzedaży | 19.50 | 82.78 | 71.68 | 85.93 | 59.67 | 83.68 |
| Koszty usług obcych | -5.90 | -16.51 | -26.39 | -23.97 | -23.41 | -44.00 |
| Koszty materiałów i energii | -0.35 | -0.23 | -0.44 | -0.45 | -0.45 | -0.45 |
| Koszty zatrudnienia | -2.17 | -12.97 | -12.29 | -6.06 | -5.83 | -6.85 |
| Pozostałe koszty | -1.85 | -1.63 | -2.26 | -2.25 | -2.25 | -2.25 |
| Zysk operacyjny powiększony o amortyzację EBITDA | 9.24 | 51.44 | 30.29 | 53.21 | 27.73 | 30.14 |
| Amortyzacja | -1.71 | -4.49 | -6.42 | -10.30 | -8.12 | -6.72 |
| Zysk operacyjny - EBIT | 7.52 | 46.95 | 23.87 | 42.91 | 19.61 | 23.42 |
| Przychody i koszty finansowe | -3.23 | 1.16 | 1.16 | 1.08 | 2.08 | 2.20 |
| Pozostałe przychody/koszty | 0.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zysk przed opodatkowaniem | 4.53 | 48.11 | 25.03 | 43.99 | 21.69 | 25.62 |
| Podatek dochodowy | -0.97 | -10.56 | -3.32 | -3.39 | -2.07 | -3.11 |
| Wynik na działalności niekontynuowanej | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zyski przypadające na udziały niekontrolujące | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Zysk przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej | 3.56 | 37.55 | 21.71 | 40.60 | 19.61 | 22.50 |
| Skonsolidowany bilans | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| PLN mn | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-12-31 | 2020-12-31 | 2021-12-31 | 2022-12-31 |
| Rzeczowe aktywa trwałe | 0.81 | 18.73 | 24.04 | 23.14 | 22.28 | 21.47 |
| Wartości niematerialne | 13.07 | 17.14 | 24.87 | 34.90 | 52.05 | 71.56 |
| Pozostałe aktywa trwałe | 3.29 | 5.44 | 0.90 | 0.90 | 0.90 | 0.90 |
| Razem aktywa trwałe | 17.17 | 41.32 | 49.82 | 58.93 | 75.23 | 93.93 |
| Zapasy | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Należności | 2.68 | 14.55 | 17.75 | 11.77 | 8.17 | 11.46 |
| Inne aktywa obrotowe | 0.62 | 2.14 | 5.89 | 5.89 | 5.89 | 5.89 |
| Środki pieniężne i ich ekwiwalenty | 28.18 | 51.25 | 82.21 | 128.09 | 131.34 | 133.29 |
| Razem aktywa obrotowe | 31.48 | 67.95 | 105.85 | 145.75 | 145.41 | 150.65 |
| RAZEM AKTYWA | 48.65 | 109.26 | 155.67 | 204.69 | 220.64 | 244.58 |
| Kapitał własny przypadający na akcjonariuszy Jednostki Dominującej | 46.2 | 89.9 | 119.7 | 173.8 | 193.4 | 215.9 |
| Udziały niekontrolujące | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązanie finansowe odsetkowe | 0.0 | 11.3 | 10.4 | 9.4 | 8.4 | 7.4 |
| Zobowiązanie z tytułu odroczonego podatku dochodowego | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| Rezerwy z tytułu świadczeń pracowniczych | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Pozostałe zobowiązania długoterminowe | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Razem zobowiązania długoterminowe | 0.76 | 12.02 | 11.26 | 10.26 | 9.26 | 8.26 |
| Zobowiązanie finansowe odsetkowe | 0.0 | 1.5 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Zobowiązania handlowe | 1.2 | 5.1 | 11.4 | 8.7 | 6.0 | 8.5 |
| Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe | 0.5 | 0.8 | 11.9 | 11.9 | 11.9 | 11.9 |
| Razem zobowiązania krótkoterminowe | 1.66 | 7.33 | 24.67 | 20.64 | 17.98 | 20.41 |
| RAZEM ZOBOWIĄZANIA I KAPITAŁ WŁASNY | 48.65 | 109.26 | 155.67 | 204.69 | 220.64 | 244.58 |
| Skonsolidowane sprawozdanie z przepływów pieniężnych | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| PLN mn | 2017-12-31 | 2018-12-31 | 2019-12-31 | 2020-12-31 | 2021-12-31 | 2022-12-31 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej | 8.1 | 39.0 | 41.6 | 54.2 | 28.7 | 28.4 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | -10.0 | -55.6 | -49.3 | -19.4 | -24.4 | -25.4 |
| Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej | 1.0 | 12.6 | -1.7 | 11.1 | -1.0 | -1.0 |
| ZMIANA STANU ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH | -0.94 | -3.93 | -9.37 | 45.88 | 3.25 | 1.95 |
| Marże i wskaźniki | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
| Wzrost przychodów rdr | -29.1% | 324.6% | -13.4% | 19.9% | -30.6% | 40.2% |
| Marża EBITDA | 47.4% | 62.1% | 42.3% | 61.9% | 46.5% | 36.0% |
| Marża EBIT | 38.6% | 56.7% | 33.3% | 49.9% | 32.9% | 28.0% |
| Marża zysku netto | 18.2% | 45.4% | 30.3% | 47.2% | 32.9% | 26.9% |
| ROE | 7.7% | 41.8% | 18.1% | 23.4% | 10.1% | 10.4% |
| ROCE | 16.3% | 52.2% | 19.9% | 24.7% | 10.1% | 10.8% |
| Wskaźnik kapitału własnego | 95.0% | 82.3% | 76.9% | 84.9% | 87.7% | 88.3% |
| Dług netto | -31.2 | -43.6 | -70.5 | -118.7 | -122.9 | -125.9 |
| Kapitał pracujący | 1.5 | 9.4 | 6.3 | 3.1 | 2.1 | 3.0 |
| Wskaźnik rotacji zapasów | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d |

Źródło: Spółka, Erste Securities Polska

Zastrzeżenia prawne

Niniejsza rekomendacja („Dokument”) została przygotowana przez Erste Securities Polska S.A., spółkę zależną od Erste Group Bank AG (razem ze skonsolidowanymi spółkami zależnymi „Erste Group”) niezależnie i obiektywnie w celu dostarczenia dodatkowych informacji ekonomicznych o analizowanej spółce lub spółkach („Spółka lub Spółki”). 11 bit studios Spółka Akcyjna została objęta niniejszą rekomendacją w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Program”). Program zakłada, że za objęcie pokryciem analitycznym spółki 11 bit studios Erste Securities Polska S.A. otrzyma wynagrodzenie od Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie. W związku z powyższym Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przysługują jako zamawiającemu autorskie prawa majątkowe do raportu. Dokument sporządzony został w oparciu o możliwie najlepszy stan wiedzy analityka Erste Group odpowiedzialnego za sporządzenie Dokumentu na datę jego wydania i może podlegać okresowym zmianom bez powiadomienia. Dokument ma na celu jedynie do dostarczania niewiążących informacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego ani osobistej rekomendacji inwestycyjnej. Niniejszy Dokument nie stanowi ani nie tworzy części oferty i nie powinien być interpretowany jako oferta, zalecenie lub zaproszenie do subskrypcji lub nabycia jakichkolwiek papierów wartościowych, zarówno niniejszy Dokument, lub cokolwiek co zostało w nim zawarte nie stanowią podstawy lub zachęty do zawarcia jakiejkolwiek umowy lub włączenia papierów wartościowych lub produktu finansowego do strategii inwestycyjnej. Wszystkie informacje, analizy i wnioski przedstawione w niniejszym dokumencie mają charakter ogólny. Niniejszy dokument nie ma na celu dostarczenia wychodzącego przeglądu jakichkolwiek inwestycji, potencjalnych ryzyk i spodziewanych wyników, jak również nie uwzględnia indywidualnych potrzeb inwestora („Inwestor”) w odniesieniu do korzyści, aspektów podatkowych, świadomości ryzyka i adekwatności papieru wartościowego lub produktu finansowego. W związku z tym niniejszy Dokument nie zastępuje jakiejkolwiek oceny związanej z inwestorem i inwestycjami ani żadnych kompleksowych ujawnień dotyczących ryzyka; każdy papier wartościowy lub produkt finansowy ma inny poziom ryzyka. Publikacje wyników i przykładowe obliczenia nie stanowią żadnych wskazówek dotyczących przyszłych wyników papierów wartościowych lub produktu finansowego. Informacje o wynikach osiągniętych w przeszłości niekoniecznie gwarantują pozytywne wyniki w przyszłości, a inwestycje w papiery wartościowe lub produkty finansowe związane są z ryzykiem i mogą być przedmiotem spekulacji. Im słabsza jest zdolność kredytowa Spółki, tym większe będzie ryzyko inwestycji. Nie każda inwestycja jest odpowiednia dla każdego inwestora. Dlatego Inwestorzy powinni skonsultować się ze swoimi doradcami (w szczególności doradcami prawnymi i podatkowymi) przed podjęciem jakiejkolwiek decyzji inwestycyjnej, aby upewnić się, że - niezależnie od informacji zawartych w niniejszym dokumencie - zamierzony zakup papieru wartościowego lub produktu finansowego jest odpowiedni do potrzeb i zamiaru Inwestora, Inwestor zrozumiał wszystkie ryzyka i po należytej analizie Inwestor doszedł do wniosku, że jest w stanie udźwignąć ekonomiczny rezultat takiej inwestycji. Zaleca się, aby inwestorzy zwrócili uwagę na informacje przekazywane klientom zgodnie z austriacką ustawą o nadzorze nad papierami wartościowymi z 2018 r. oraz zgodnie z polską ustawą o obrocie instrumentami finansowymi z 2005 r., z późniejszymi zmianami. Badania inwestycyjne są opracowywane przez dział analiz inwestycyjnych Erste Group w ramach przewidzianych przez obowiązujące przepisy prawa. Opinie zawarte w analizach dotyczących instrumentów udziałowych i dłużnych mogą się różnić. Inwestorzy inwestujący w instrumenty udziałowe mogą mieć różne interesy w porównaniu z inwestorami inwestującymi w instrumenty dłużne tego samego emitenta. Analityk nie ma żadnych uprawnień do składania jakichkolwiek oświadczeń lub gwarancji w imieniu analizowanej Spółki, Erste Group lub jakiejkolwiek innej osoby. Chociaż dołożono wszelkich uzasadnionych starań, aby zapewnić, że podane tu fakty są dokładne i że prognozy, opinie i oczekiwania zawarte w niniejszym dokumencie są uczciwe i rozsądne, Erste Group (w tym jej przedstawiciele i pracownicy) nie udziela, wyrażnie lub domniemanie, żadnej gwarancji, ani nie przyjmuje na siebie odpowiedzialność za aktualność, kompletność i poprawność treści niniejszego Dokumentu. Ani Erste Group, ani żaden z jej poszczególnych dyrektorów zarządzających, członków rady nadzorczej, członków zarządu, dyrektorów, lub innych pracowników nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiekolwiek koszty, straty lub szkody (w tym późniejsze szkody, szkody pośrednie i utracone korzyści) w jakkolwiek sposób wynikające z polegania na tym dokumencie lub wykorzystania tego dokumentu. Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą, w zakresie dozwolonym przez prawo, posiadać pozycję w papierach wartościowych (lub opcjach, warrantach lub prawach do papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych) analizowanej Spółki.

Ponadto Erste Group, spółki powiązane, a także przedstawiciele i pracownicy mogą oferować Spółce usługi inwestycyjne lub mogą sprawować funkcje zarządcze w Spółce. Niniejszy dokument został opracowany zgodnie z prawem polskim, obowiązującym na terytorium Rzeczypospolitej Polski. Przekazywanie tego dokumentu, jak również marketing produktów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie są ograniczone lub zabronione w niektórych jurysdykcjach. Dotyczy to w szczególności Stanów Zjednoczonych, Kanady, Szwajcarii, Australii, Korei i Japonii. W szczególności niniejszy dokument, ani żadna jego kopia nie mogą być pobierane, przesyłane lub rozpowszechniane, bezpośrednio lub pośrednio w Stanów Zjednoczonych lub osobom z USA (zgodnie z definicją w amerykańskiej Ustawie o papierach wartościowych z 1933 r., z późniejszymi zmianami), chyba że obowiązujące przepisy prawa Stanów Zjednoczonych lub niektórych stanów federalnych USA przewidują odpowiednie zwolnienia. Jakiegokolwiek nieprzestrzeganie tych ograniczeń może stanowić naruszenie praw tego rodzaju jurysdykcji. Osoby otrzymujące ten dokument są zobowiązane do zapoznania się z wszelkimi tego rodzaju ograniczeniami i do ich przestrzegania. Akceptując niniejszy dokument obiorca zgadza się przestrzegać powyższych ograniczeń i przestrzegać obowiązujących przepisów. Dalsze informacje mogą być dostarczone przez Erste Group na żądanie. Niniejszy dokument oraz informacje, analizy, komentarze i wnioski zawarte w niniejszym dokumencie są materiałem chronionym prawem autorskim.

Erste Group zastrzega sobie prawo do zmiany wszelkich opinii i informacji zawartych w niniejszym dokumencie w dowolnym czasie i bez wcześniejszego powiadomienia. Erste Group zastrzega sobie ponadto prawo do nie aktualizowania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym dokumencie lub do całkowitego zaprzestania aktualizacji. Wszystkie informacje zawarte w niniejszym dokumencie są niewiążące. Istnieje możliwość wystąpienia błędów drukarskich i błędów przedruku.

Jeśli jedna z klauzul zawartych w niniejszym oświadczeniu zostanie uznana za niezgodną z prawem, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna, klauzula musi być traktowana w jak największym możliwym stopniu jako oddzielna klauzula w stosunku do innych klauzul przewidzianych w niniejszym oświadczeniu. W każdym przypadku niedozwolona, niemożliwa do zastosowania lub niewykonalna klauzula nie wpływa na legalność, możliwość zastosowania lub wykonalność innych klauzul.

Ważne Ujawnienia

NINIEJSZY DOKUMENT NIE MOŻE BYĆ PRZEKAZYWANY, PRZESYŁANY LUB ROZPOWSZECZNIANY W STANACH ZJEDNOCZONYCH, KANADZIE, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREA LUB JAPONII LUB DO JAKIEJKOLWIEK TZW. US PERSON, LUB JAKIEJKOLWIEK OSOBY FIZYCZNEJ POZA KANADĄ, AUSTRALIĄ, SZWAJCARIĄ, KOREĄ LUB JAPONIĄ, KTÓR JEST REZYDENTEM STANÓW ZJEDNOCZONYCH, KANADY, SZWAJCARII, AUSTRALII, KOREI LUB JAPONII ALBO PRASIE W TYCH KRAJACH.

Ogólne ujawnienia

Wszystkie rekomendacje wydane przez Erste Group Research są niezależne, obiektywne i oparte na najnowszych informacjach o Spółce, branży i innych ogólnych publicznie dostępnych informacjach, które Erste Group Research uważa za wiarygodne; jednakże nie gwarantujemy ani nie przyjmujemy żadnej odpowiedzialności za kompletność lub dokładność takich informacji lub naszych rekomendacji. W celu uniknięcia błędów i / lub zniekształceń staramy się dochować należytej staranności i rzetelności. Spółka lub inne wewnętrzne działy Erste Group nie mają wpływu na rating lub cenę docelową rekomendacji. Każda rekomendacja opracowywana przez analityka jest weryfikowana przez pracownika wyższego szczebla z działu analiz lub uzgadniana z analitykiem wyższego szczebla / jego zastępcą (zasada 4 oczu). Erste Group wdrożyło obszerne zasady compliance dotyczące transakcji osobistych analityków (patrz „Konflikty interesów”). Analitycy nie mogą angażować się w jakąkolwiek odpłatną działalność związaną ze spółkami objętymi pokryciem analitycznym, chyba że zostało to odpowiednio ujawnione. Żadna część wynagrodzenia analityków nie była, nie jest lub nie będzie bezpośrednio lub pośrednio związana z konkretnymi rekomendacją(mi) lub opiniami wyrażonymi przez nich w niniejszym dokumencie. Erste Group może angażować się w transakcje instrumentami finansowymi, zawierającymi na rachunek własny lub w inny sposób, które są sprzeczne z poglądami przyjętym w niniejszym raporcie analitycznym. Ponadto inne osoby należące do Erste Group, w tym stratedzy i pracownicy działu sprzedaży, mogą wyrażać poglądy niezgodne z poglądami przyjętymi w niniejszym raporcie analitycznym.

Konflikty interesów

Ujawnienia dotyczące potencjalnych konfliktów interesów związanych z Erste Group Bank AG, jej podmiotami powiązаныmi lub oddziałami oraz odpowiednimi przedstawicielami i pracownikami w odniesieniu do emitentów, instrumentów finansowych i / lub papierów wartościowych będących przedmiotem niniejszego dokumentu są aktualizowane codziennie.

Aby zapoznać się z przeglądem konfliktów interesów dla wszystkich analizowanych spółek przez Erste Group w ramach Equity Research, proszę kliknąć następujący link:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Erste Group Bank AG zapewnia wewnętrzną polityką, że konflikty interesów są zarządzane w uczciwy sposób. Polityka „Zarządzania konfliktem interesów w związku z badaniami inwestycyjnymi” znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Definicje ocen Erste Group

| | |
|-----------------|-----------------------------|
| Kup | > +20% od ceny docelowej |
| Akumuluj | +10% < cena docelowa < +20% |
| Trzymaj | 0% < cena docelowa < +10% |
| Redukuj | -10% < cena docelowa < 0% |
| Sprzedaj | < -10% od ceny docelowej |

Nasze ceny docelowe są ustalane poprzez ustalenie wartości godziwej akcji, z uwzględnieniem dodatkowych czynników fundamentalnych i istotnych wiadomości dla ceny akcji (takich jak: fusze i przejęcia, przyszłe istotne transakcje na akcjach, pozytywny / negatywny sentyment dla sektora/akcji, inne wiadomości) i odniesienie do przyszłych 12 miesięcy. Wszystkie rekomendacje należy rozumieć w odniesieniu do naszej bieżącej podstawowej wyceny akcji. Rekomendacje nie wskazują względnych zachowań kursu akcji w stosunku do benchmarku regionalnego lub sektorowego.

Historia wszystkich rekomendacji w ciągu ostatnich 12 miesięcy znajduje się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Wyjaśnienie parametrów wyceny i oceny ryzyka

O ile nie zaznaczono inaczej w treści raportu analitycznego, ceny docelowe w publikacji oparte są na wycenie metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych i / lub porównaniu wskaźników wyceny z firmami postrzeganymi przez analityka jako porównywalne lub kombinacją obu metod. Wynik tej fundamentalnej wyceny jest korygowany, aby odzwierciedlić poglądy analityka na prawdopodobny przebieg nastrojów inwestorów. Niezależnie od zastosowanej metody wyceny istnieje znaczne ryzyko, że cena docelowa nie zostanie osiągnięta w oczekiwanych ramach czasowych. Czynniki ryzyka obejmują nieprzewidziane zmiany presji konkurencyjnej lub poziomu popytu na produkty spółki. Takie zmiany popytu mogą wynikać ze zmian w technologii, ogólnego poziomu aktywności gospodarczej lub, w niektórych przypadkach, ze zmian wartości społecznych. Na wyceny mogą także wpływać zmiany w opodatkowaniu, kursach walut, nastrojach na rynku kapitałowym oraz przepisach regulacyjnych. Inwestowanie w rynki zagraniczne i instrumenty, takie jak ADR, może skutkować zwiększonym ryzykiem z powodu takich czynników, jak kursy wymiany, kontrola wymiany, opodatkowanie, warunki polityczne, gospodarcze i społeczne.

Wszystkie ceny rynkowe w tej publikacji są cenami zamknięcia poprzedniego dnia sesyjnego (chyba że w publikacji podano inaczej).

Szczegółowe informacje na temat wyceny i metodologii badań inwestycyjnych Erste Group Bank AG znajdują się pod następującym linkiem:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

Planowana częstotliwość aktualizowania rekomendacji

Docelowe ceny dla poszczególnych akcji mają być cenami docelowymi przez 12 miesięcy, począwszy od daty publikacji. Ceny docelowe i rekomendacje są weryfikowane zazwyczaj po opublikowaniu raportów kwartalnych lub zawsze, gdy wymagają tego okoliczności.

Okresowe publikacje są identyfikowane przez ich odpowiednie nazwy produktowe, co samo w sobie wskazuje częstotliwość aktualizacji (np. raport kwartalny). Rekomendacje wymienione w tych publikacjach są aktualizowane zgodnie z częstotliwością, chyba że zaznaczono inaczej (np. 12M TP nie jest aktualizowana co miesiąc, nawet jeśli jest to wymienione w podsumowaniu produktu miesięcznego / kwartalnego).

Odnosi

Erste Group może udostępniać hiperłącza do stron internetowych podmiotów wymienionych w tym dokumencie, jednak dołączenie linku nie oznacza, że Erste Group popiera, rekomenduje lub zatwierdza jakiegokolwiek materiał na połączonej stronie lub dostępne z niej. Erste Group nie ponosi żadnej odpowiedzialności za takie materiały, w szczególności za kompletność i dokładność, ani za jakiegokolwiek konsekwencje ich wykorzystania.

Dodatkowe uwagi dla czytelników w następujących krajach:

Austria: Erste Group Bank AG jest zarejestrowany w Rejestrze Handlowym w Sądzie Gospodarczym w Wiedniu pod numerem FN 33209m. Erste Group Bank AG jest autoryzowany i regulowany przez Europejski Bank Centralny (EBC) (Sonnemannstraße 22, D-60314 Frankfurt nad Menem, Niemcy) oraz przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) (Otto-Wagner Platz 5, A-1090, Wiedeń, Austria).

Niemcy: Erste Group Bank AG jest upoważniony do prowadzenia działalności inwestycyjnej w Niemczech przez Austriacki Urząd ds. Rynku Finansowego (FMA) i podlega ograniczonemu nadzorowi Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Wielka Brytania: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Wielkiej Brytanii przez Financial Conduct Authority i Prudential Regulation Authority. Niniejszy dokument skierowany jest wyłącznie do uprawnionych kontrahentów i klientów profesjonalnych. Nie jest skierowany do klientów detalicznych. Żadne osoby inne niż uprawniony kontrahent lub klient profesjonalny nie powinny czytać ani polegać na żadnych informacjach w tym dokumencie. Erste Group Bank AG nie zajmuje się ani nie doradza ani nie oferuje w żaden inny sposób usług inwestycyjnych klientom detalicznym.

Republika Czeska: Česká spořitelna, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Czechach przez Narodowy Bank Czech (CNB).

Chorwacja: Erste Bank Croatia jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Chorwacji przez Chorwacką Agencję Nadzoru Usług Finansowych (HANFA).

Węgry: Erste Bank Hungary ZRT. i Erste Investment Hungary Ltd. są regulowane w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Węgrzech przez Węgierski Urząd Nadzoru Finansowego (PSZAF).

Serbia: Erste Group Bank AG jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Serbii przez Komisję Papierów Wartościowych Republiki Serbii (SCRS).

Rumunia: Banka Comerciala Romana jest regulowany w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Rumunii przez rumuńską Narodową Komisję Papierów Wartościowych (CNVM).

Polska: Erste Securities Polska S.A. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF).

Słowacja: Slovenská sporiteľňa, a.s. jest regulowana w zakresie prowadzenia działalności inwestycyjnej na Słowacji przez Narodowy Bank Słowacji (NBS).

Turcja: Tarkus Advisory, nieregulowana turecka firma doradczą, jest wyłącznym partnerem Erste Group Bank AG w zakresie badań inwestycyjnych i działa w imieniu Erste Group Bank AG na rzecz tureckich emitentów. Za treści, oceny i ceny docelowe odpowiada wyłącznie Erste Group Bank AG.

Erste Securities Polska

11 bit studios

10 November 2020

Szwajcaria: Niniejszy raport z badań nie stanowi prospektu emisyjnego ani podobnego komunikatu w związku z ofertą lub notowaniem papierów wartościowych w rozumieniu art. 652a, 752 i 1156 szwajcarskiego kodeksu zobowiązań oraz zasad notowań SWX Swiss Exchange.

Hong Kong: Ten dokument może być otrzymany w Hongkongu wyłącznie przez „profesjonalnych inwestorów” w rozumieniu Załącznika 1 do Rozporządzenia o papierach wartościowych i kontraktach terminowych na waluty (Cap.571) Hongkongu oraz wszelkich zasad w nim zawartych.

© Erste Group Bank AG oraz Erste Securities Polska S.A. 2019. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Opublikowano przez:

Erste Securities Polska S.A.

Departament Analiz

Ul. Królewska 16

00-103 Warszawa

Strona internetowa Erste Securities Polska S.A.: www.esp.pl

oraz:

Erste Group Bank AG

Group Research

1100 Vienna, Austria, Am Belvedere 1

Siedziba: Wiedeń

Nr Rejestru Handlowego: FN 33209m

Sądzie Gospodarczym w Wiedniu

Strona internetowa Erste Group: www.erstegroup.com