

11 Bit Studios SA

2016r. będzie kolejnym przełomowym rokiem dla spółki z kilkoma ciekawymi premierami. W tym roku spółka planuje wydać 4-5 gier w tym 1 lub 2 własne oraz 3 w segmencie launchpad. Pierwsza premiera gry This War of Mine: The Little Ones w wersji na konsole będzie miała miejsce 29 stycznia i to sprzedaż tej gry będzie miała kluczowy wpływ na wyniki całoroczne. Uwzględniając przychody ze sprzedaży wydanych w obecnym roku gier podnieśliśmy cenę docelową z 88,84 zł do 99,1 zł na akcję oraz podtrzymujemy rekomendację Kupuj.

This War of Mine: The Little Ones

11 Bit Studios zapowiedziało premierę kolejnej produkcji na 29 stycznia 2016r. Gra będzie dostępna na konsole nowej generacji XBOX One oraz Play Station 4. Produkcja będzie się odróżniała od wersji na PC ze względu na dodatek związany z dziećmi, które pojawią się w grze. Uważamy, że najnowsza produkcja studia może mieć nieznacznie mniejszy potencjał niż wersja na PC, gdzie przez pierwsze 4 kwartały sprzedaży spółka zarobiła netto 20 mln zł. Wynika to z niższej marży detalicznej, jaką otrzyma spółka. Nasze pozytywne nastawienie do produkcji wynika z dużego zainteresowania grą, co pokazała m.in. sprzedaż gry w wersji na PC oraz otrzymanie nagrody za najlepszą produkcję studia niezależnego 2014r. Dodatkowo w dalszym ciągu brakuje ciekawych gier na konsole nowej generacji, których według danych z 4 grudnia 2015r. na rynku jest prawie 54,5 mln sztuk (35,3 mln konsol PS4 oraz 19,2 mln konsol XBOX One). Spółka otrzyma ok. 40% od ceny detalicznej gry. Marża dla spółki jest niższa niż w wersji na PC ze względu na dystrybucję pudełkową gry przez zewnętrznego dystrybutora Deep Silver oraz kosztów związanych z tłoczeniem płyt i logistyką.

Segment wydawniczy

W tym roku zaplanowane są trzy premiery gier, w tym jedna w 2Q oraz dwie w 3Q. Udział w zyskach spółki w tych produkcjach waha się od 30% do 70%. Według naszych szacunków spółka może zarobić ok. 3 mln zł z tytułu udziału w zyskach wydanych gier. Wydane produkcje będą w segmencie "indie" (gry niezależne) o potencjalnie sprzedażowym na podobnym poziomie jak pierwsze produkcje studia (m.in. Anomaly Warzone Earth). Sukces gier wydawanych przez segment launchpad będzie miał wpływ na pozyskiwanie kolejnych produkcji z coraz większym potencjałem sprzedażowym. Docelowo spółka chciałaby wydawać gry o potencjale podobnym do gry This War of Mine.

Industrial

Oficjalne ogłoszenie gry odbędzie się na przełomie 2/3Q2016r. Wtedy poznamy oficjalną nazwę produkcji oraz zdobędziemy więcej informacji na temat świata, w którym obsadzona jest gra. W scenariuszu bazowym produkcja powinna trafić do sprzedaży w 4Q2016r., jednak uważamy, że w przypadku, gdyby istniała konieczność dopracowania jakości, zarząd nie będzie wahał się z przełożeniem premiery gry na 1Q2017. Dlatego nie uwzględniamy tej produkcji w prognozach 2016r.

Wartość akcji spółki 11 Bit Studios oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (99,9 zł) oraz porównawczą (85,2 zł), co po zważeniu powyższych wycen dało 9-miesięczną cenę docelową równą 99,1 zł.

mln zł	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	4,8	5,7	17,9	23,7	27,8	29,2
EBITDA	1,9	1,6	12,3	16,8	19,6	20,6
EBIT	1,8	1,4	12,0	16,5	19,3	20,3
Zysk Netto	1,3	1,0	9,7	13,4	15,8	16,8
EPS	0,6	0,5	4,4	6,1	7,1	7,6
P/E (x)	124,0	165,3	17,1	12,4	10,5	10,0
EV/EBITDA (x)	66,6	80,1	10,4	7,6	6,5	6,2

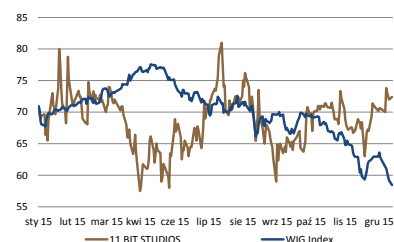
Źródło: Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLECKI

KUPUJ

(Aktualizacja)

Cena bieżąca	75,2 zł
Cena docelowa (9M)	99,1 zł
Potencjał wzrostu	32%
Kapitalizacja	167 mln zł
Free float	60,06%
Śr. wolumen 6M	6 065



PROFIL SPÓŁKI

Spółka zajmuje się produkcją gier komputerowych, wydawaniem produkcji własnych oraz ciekawych produkcji innych deweloperów poprzez segment wydawniczy 11 bit launchpad oraz dystrybucją poprzez własny segment dystrybucji cyfrowej Games Republic.

STRUKTURA AKCJONARIATU

Porozumienie akcjonariuszy 11 Bit Studios	33,16%
Marcin Przasnyski	6,78%
Pozostali	60,06%

Jakub Rafał,

Analityk akcji

Jakub.rafal@noblesecurities.pl
+48 723 334 540

WYCENA

Akcje spółki 11 Bit Studios wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF oraz porównawczej, przypisując im równe wagi 50 % i wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową równą 99,1 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	0,5	99,9
Wycena porównawcza	0,5	85,2
Średnia ważona metod		92,5
Cena docelowa (9M)		99,1
Cena aktualna		75,2
Potencjał		32%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na styczeń 2016 roku,
- Prognozowana gotówka netto na dzień 31.12.2015 roku w wysokości 17 mln zł,
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 19 proc.,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2 proc.,
- Beta na poziomie 1,2, ponieważ jedna gra do tej pory okazała się hitem sprzedażowym,
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,0 proc., premia za ryzyko w wysokości 5,5 proc.

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	28	29	30	30	31	32	32	33	34	34
NOPAT	16	16	17	17	17	18	18	19	19	19
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiany KON	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX	4	7	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	12	10	17	17	17	18	18	19	19	19
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Współczynnik dyskonta	0,92	0,84	0,77	0,70	0,64	0,58	0,53	0,48	0,44	0,40
DFCF	11	9	13	12	11	10	10	9	8	8
SUMA DFCFF do 2025	101									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2,00%									
Wartość rezydualna na 2025	259									
Zdyskontowana wartość rezydualna	104									
Wartość Firmy (EV)	205									
Dług netto 31.12.2015	-17									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	221									
Liczba akcji (w mln.)	2,2									
Wartość na 1 akcję	99,9									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	90,1	100,6	114,3	132,9	159,7
WACC - 0,5%	85,4	94,7	106,6	122,4	144,4
WACC	81,2	89,4	99,9	113,5	131,9
WACC + 0,5%	77,4	84,7	94,0	105,8	121,5
WACC + 1,0%	73,9	80,6	88,8	99,1	112,6

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt kapitału własnego	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Koszt długu po tarczy	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

Analizę porównawczą oparliśmy o zagranicznych producentów gier. Z przeprowadzonej analizy z wykorzystaniem wskaźników P/E oraz EV/EBITDA na lata 2015-2017 wynika, że 11 Bit Studios na bazie naszych prognoz jest wyceniana z dyskontem do konkurencji w przypadku wskaźników P/E oraz EV/EBITDA. Uznaliśmy, że przy końcowej wycenie przyjmujemy dodatkowe dyskonto w stosunku do spółek porównywalnych w wysokości 20% ponieważ do tej pory tylko jedna gra okazała się hitem sprzedażowym.

Poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ELECTRONIC ARTS	66	81 940	27,5	21,1	18,5	14,6	11,4	9,6
ACTIVISION BLIZZ	37	109 044	27,3	22,0	19,3	15,6	12,6	11,1
KING DIGITAL ENT	18	22 616	9,1	10,5	9,6	5,6	5,2	4,2
NEXON CO LTD	1 920	28 321	15,1	14,1	13,3	8,1	7,1	6,2
NINTENDO CO LTD	15 395	74 150	47,2	50,0	34,5	45,3	22,5	15,2
UBISOFT ENTERTAI	25	12 177	24,9	22,0	18,3	4,1	3,9	3,3
NETEASE INC-ADR	161	84 481	19,4	16,0	13,7	15,8	12,0	9,8
DENA CO LTD	1 703	8 732	14,7	19,0	12,0	5,7	6,3	4,0
SQUARE ENIX HD	2 887	12 002	28,8	18,1	14,6	11,0	6,9	5,3
Mediana			24,9	19,0	14,6	11,0	7,1	6,2
11 Bit Studios			12,5	10,6	10,0	7,7	6,6	6,2
Premia/dyskonto do średniej (%)			-50%	-44%	-31%	-30%	-8%	1%
Implikowana wartość godziwa 11 Bit Studios			151	136	110	90,4	75,9	75,5
Dyskonto			-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Implikowana wartość godziwa 11 Bit Studios						85,2		

Źródło: Bloomberg, Noble Securities

ZMIANA PROGNOZ WYNIKÓW FINANSOWYCH

Podwyższyliśmy prognozy przychodów i zysków operacyjnych spółki w 2016r. i 2017r. Wpływ na podwyższenie naszych prognoz ma debiut gry This War of Mine: The Little Ones w styczniu 2016r., czego wcześniej nie uwzględnialiśmy w przychodach oraz wpływ sprzedaży 3 tytułów z segmentu launchpad. Na prognozy 2017r. wpływ ma przede wszystkim potencjał sprzedażowy nowej produkcji Industrial oraz kolejne produkcje z segmentu launchpad.

(w mln zł)	2016 Stara	2016 Nowa	zmiana	2017 Stara	2017 Nowa	zmiana
Przychody	24,8	27,8	12%	26,1	29,2	12%
EBITDA	17,5	19,6	12%	18,2	20,6	13%
marża EBITDA	70,6%	70,6%	0%	70,9%	70,6%	0%
EBIT	17,2	19,3	12%	17,9	20,3	13%
zysk netto	14,1	15,8	12%	14,8	16,8	13%

Źródło: Noble Securities

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

ZAŁOŻENIA DO PROGNOZ

1. Sprzedaż gry This War of Mine: The Little Ones – nasze prognozy dotyczące przychodów oraz zysków w głównej mierze dotyczą sprzedaży gry This War of Mine: The Little Ones w wersji na konsolę.
2. Przychody z segmentu launchpad – w 2016r. zaplanowane są 3 premiery gier, które będą miały wpływ według naszych prognoz na zysk netto w wysokości ok. 3 mln zł.
3. Industrial – nie mamy informacji o nowej produkcji spółki, której debiut zaplanowany jest na 4Q 2016r. Jest jednak możliwość, że gra ta ukaże się w pierwszym kwartale 2017r., dlatego nie uwzględniamy jej wpływu na przychody 2016r.

Nasze oczekiwania 4Q 2015r.

Według naszych oczekiwań 4 kwartał powinien być najlepszym kwartałem w roku. Wpływ na dobre wyniki naszym zdaniem miała październikowa oraz świąteczna promocja gry This War of Mine w wersji na PC, jak również debiut i przyzwoita sprzedaż gry w wersji na smartfony. Podtrzymujemy nasze prognozy 2015r. i uważamy, że spółka wypracuje co najmniej 13,4 mln zł zysku netto.

Nowa produkcja: Industrial

Nie mamy zbyt dużo informacji dotyczących nowej produkcji spółki. Pierwszych oficjalnych zapowiedzi oczekujemy na przełomie 2/3Q 2016r. Wciąż jest ryzyko przesunięcia się w czasie debiutu gry ze względu na wymaganą wysoką jakość produkcji. Nie mając pewności co do daty premiery oraz mając za mało informacji dotyczących tej gry, zdecydowaliśmy się nie uwzględniać przychodów z tego tytułu w prognozach wyników za 2016r.

11 Bit launchpad

W 2016r. planowane są 3 premiery gier z segmentu launchpad. Według naszych oczekiwań spółka w przyszłości będzie angażowała coraz większe środki pieniężne w ten segment, co pozwoli wydawać gry o potencjalne oraz wielkości zbliżonych do This War of Mine. Według naszych oczekiwań nakłady inwestycyjne na nowe projekty w 2016r. mogą wynieść ok. 2 mln zł.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko słabej sprzedaży gry This War of Mine: The Little Ones – słaba sprzedaż gry This War of Mine w wersji na konsolę może mieć negatywny wpływ na poziom przychodów oraz gotówki w spółce na koniec 2016r.

Ryzyko niepowodzenia sprzedaży kolejnych produkcji – niepowodzenie sprzedaży kolejnych produkcji miałyby negatywny wpływ na przychody spółki oraz na poziom gotówki w spółce. Porażka przy kilku kolejnych produkcjach wpłynęłaby na wyczerpanie zasobów gotówki oraz potrzebę pozyskania kapitału na nowe gry. Uważamy, że produkcje spółki są wysokiej jakości i każde kolejne gry także będą jakościowe, co naszym zdaniem minimalizuje ryzyko niepowodzenia.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	4,8	5,7	17,9	23,7	27,8	29,2
Koszty działalności operacyjnej	3,0	4,4	6,1	7,4	8,7	9,1
Zysk brutto na sprzedaży	1,8	1,4	11,7	16,2	19,1	20,1
EBIT	1,8	1,4	12,0	16,5	19,3	20,3
zysk przed opodatkowaniem	1,7	1,3	12,1	16,6	19,5	20,7
zysk netto	1,3	1,0	9,7	13,4	15,8	16,8
Amortyzacja	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EBITDA	1,9	1,6	12,3	16,8	19,6	20,6

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa	7,3	8,7	21,6	35,0	50,8	67,6
Aktywa trwałe	0,1	0,6	1,2	3,4	7,1	13,2
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,1	0,1	2,3	6,0	12,1
Wartości niematerialne	0,0	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1
Pozostałe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	7,2	8,1	20,4	31,6	43,8	54,4
Zapasy	2,6	3,4	5,3	5,3	5,3	5,3
Należności handlowe	1,2	0,9	7,3	7,3	7,3	7,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,5	3,7	7,7	18,9	31,1	41,7
Pasywa	7,3	8,7	21,6	35,0	50,8	67,6
Kapitał własny	6,9	7,9	17,7	31,1	46,9	63,7
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,4	0,8	3,9	3,9	3,9	3,9

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Zysk (strata) okresu	1,3	1,0	8,0	13,4	15,8	16,8
Amortyzacja	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zmiana kapitału obrotowego	-2,3	-0,5	-6,2	0,0	0,0	0,0
CF Operacyjny	-0,7	0,8	2,2	13,7	16,2	17,1
CAPEX	-0,1	-0,7	-0,7	-2,5	-4,0	-6,5
CF Inwestycyjny	-0,1	-0,6	-0,9	-2,5	-4,0	-6,5
CF Finansowy	3,0	0,1	2,7	0,0	0,0	0,0
CF	2,2	0,3	3,9	11,2	12,2	10,6
Środki pieniężne na początek okresu	1,3	3,5	3,7	7,7	18,9	31,1
Środki pieniężne na koniec okresu	3,5	3,7	7,7	18,9	31,1	41,7

Źródło: Spółka, Noble Securities

Wybrane wskaźniki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
marża zysku brutto na sprzedaży	37%	24%	66%	69%	69%	69%
marża EBITDA	40%	28%	69%	71%	71%	71%
marża EBIT	37%	24%	67%	70%	70%	70%

REKOMENDACJA

15 STYCZNIA 2016 ROKU

marża netto	28%	18%	55%	57%	57%	57%
Dług netto	-3,2	-3,5	-5,3	-16,6	-28,7	-39,3

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody		19%	213%	33%	18%	5%
EBITDA		-17%	672%	36%	17%	5%
EBIT		-22%	760%	37%	17%	5%
Zysk netto		-25%	865%	38%	18%	6%

Źródło: Spółka, Noble Securities

**OBIAŚNIENIE TERMINOLOGII FACHOWEJ W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH
PRZEKAZYWANYCH PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A.**

BV – wartość księgowa
EV – wycena rynkowa spółki powiększona o wartość długu odsetkowego netto
EBIT – zysk operacyjny
CF (CFO) – przepływy pieniężne z działalności operacyjnej
NOPAT – zysk operacyjny pomniejszony o hipotetyczny podatek od tego zysku
EBITDA – zysk operacyjny powiększony o amortyzację
EBITDAA – EBITDA skorygowana o zmianę wartości godziwej portfeli
EPS – zysk netto przypadający na 1 akcję
DPS – dywidenda przypadająca na 1 akcję
P/E – stosunek ceny akcji do zysku netto przypadającego na 1 akcję
P/EBIT – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego przypadającego na 1 akcję
P/EBITDA – stosunek ceny akcji do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację przypadającą na 1 akcję
P/BV – stosunek ceny akcji do wartości księgowej przypadającej na 1 akcję
EV/EBIT – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego
EV/EBITDA – stosunek wyceny rynkowej spółki powiększonej o dług netto do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację
ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego
ROA – stopa zwrotu z aktywów
WACC – średni ważony koszt kapitału
FCFF – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli
Beta – współczynnik uwzględniający zależność zmiany ceny akcji danej spółki od zmiany wartości indeksu
SG&A – suma kosztów ogólnego zarządu i sprzedaży

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

Niniejsza rekomendacja, zwana dalej „Rekomendacją”, wyraża wyłącznie wiedzę oraz poglądy Analityka, według stanu na dzień jej sporządzenia.

Podstawą do opracowania Rekomendacji były wszelkie publicznie dostępne informacje znane Analitykowi na dzień sporządzenia Rekomendacji, w szczególności informacje przekazane przez Emitenta w raportach bieżących i okresowych sporządzanych w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych.

Przedstawione w Rekomendacji prognozy oraz elementy ocen, jak również zalecenia i sugestie zachowań inwestycyjnych, oparte są wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Analityka, bez uzgodnień z Emitentem ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Noble Securities S.A. ani Analityk nie udzielają żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się.

Rekomendacja wydawana przez Noble Securities S.A. obowiązuje przez okres 9 miesięcy lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba, że zostanie wcześniej zaktualizowana. Aktualizacja jest uzależniona od sytuacji rynkowej oraz subiektywnej oceny analityka.

Używane przez Noble Securities S.A. oznaczenia kierunku rekomendacji wyznaczone są oczekiwaną przez Analityka stopą zwrotu z inwestycji:

- **KUPOJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi więcej niż +20,00%
- **AKUMULUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od +10,00% do +20,00%
- **TRZYMAJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -10,00% do +10,00%
- **REDUKUJ** – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji zawiera się w przedziale od -20,00% do -10,00%
- **SPRZEDAJ** – oczekiwana strata z inwestycji wynosi więcej niż 20,00%

SILNE I SŁABE STRONY METOD WYCENY STOSOWANE PRZEZ NOBLE SECURITIES S.A. W TEGO TYPU RAPORTACH, OPRACOWANIACH I REKOMENDACIACH

Metoda DCF – uważana jest za najbardziej właściwą metodologicznie technikę wyceny i polega na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez oceniany podmiot; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń co do prognoz w przyjętym modelu. Odmianą tej metody jest metoda zdyskontowanych dywidend.

Metoda porównawcza – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży, w której działa oceniany podmiot; metoda ta lepiej niż metoda DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność związaną z wahaniami cen i indeksów giełdowych (w przypadku porównywania do spółek giełdowych) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta.

Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia Rekomendacji należne od Noble Securities S.A. nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane. Nie można wykluczyć, że wynagrodzenie, które może przysługiwać w przyszłości Analitykowi od Noble Securities S.A. z innego tytułu, może być w sposób pośredni uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane.

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

- Emitent nie jest akcjonariuszem Noble Securities SA,
- Analityk nie posiada papierów wartościowych Emitenta ani papierów wartościowych lub udziałów jego spółek zależnych, jak również jakichkolwiek instrumentów finansowych powiązanych bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta,
- jest możliwe, że Noble Securities S.A., jego akcjonariusze, podmioty powiązane z akcjonariuszami Noble Securities S.A., członkowie władz lub inne osoby zatrudnione przez Noble Securities S.A. posiadają, mogą zamierzać zbywać lub nabywać papiery wartościowe Emitenta lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi Emitenta albo papiery wartościowe emitenta (emitentów) lub instrumenty finansowe powiązane bezpośrednio z papierami wartościowymi emitenta (emitentów) działającego (działających) w branży, w której działa Emitent,
- Noble Securities S.A. nie wykonuje czynności dotyczących instrumentów finansowych Emitenta w zakresie nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe,
- ani Analityk, ani osoby blisko z nimi związane, o których mowa w art. 160 ust. 2 pkt 1 – 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jednolity: Dz. U. z 2014 r., poz. 94 ze zm.), nie pełnią funkcji w organach podmiotu będącego Emitentem, ani nie zajmują stanowiska kierowniczego w tym podmiocie,
- ani Analityk, ani Noble Securities S.A. lub podmioty z nią powiązane nie pozostają stroną umowy z Emitentem, dotyczącej sporządzenia Rekomendacji.

Jest możliwe, że Noble Securities S.A. ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług na rzecz Emitenta albo podmiotów wymienionych w Rekomendacji.

Zgodnie więc z wiedzą Zarządu Noble Securities S.A. oraz Analityka, pomiędzy Emitentem a Noble Securities S.A., osobami powiązanych z Noble Securities S.A. oraz Analitykiem nie występują inne niż wskazane w treści Rekomendacji lub w zastrzeżeniach zamieszczonych pod treścią Rekomendacji powiązania lub okoliczności w rozumieniu § 9-10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), które mogłyby wpłynąć na obiektywność Rekomendacji.

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

Rekomendacja jest materiałem sporządzonym zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715).

Rekomendujący zapewnia (zapewniają), że Rekomendacja została przygotowana z należytą starannością i rzetelnością w oparciu o ogólnodostępne fakty i informacje uznane przez Analityka za wiarygodne, rzetelne i obiektywne, jednak Noble Securities S.A. ani Analityk nie gwarantują, że są one w pełni dokładne i kompletne, w szczególności w przypadku gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu Rekomendacji okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Noble Securities S.A. ani Analityk nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie rekomendacji, ani za działania i szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie Rekomendacji i informacji w niej zawartych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte w oparciu o treść Rekomendacji ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

- oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964r. - kodeks cywilny (tj. Dz. U. z 2014 r. poz. 121),
- podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania,
- publicznego proponowania nabycia instrumentów finansowych ani oferty publicznej instrumentów finansowych w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2013 r. poz. 1382),
- zaproszenia do subskrypcji lub zakupu papierów wartościowych Emitenta,
- usługi doradztwa inwestycyjnego, ani usługi zarządzania aktywami.

Rekomendacja

- jest adresowana do inwestorów instytucjonalnych, Klientów Noble Securities S.A., potencjalnych Klientów Noble Securities S.A., pracowników Noble Securities S.A., użytkowników strony internetowej Noble Securities S.A. www.noblesecurities.pl,
- będzie udostępniana nieodpłatnie powyższym adresatom w drodze elektronicznej lub drodze indywidualnych spotkań lub poprzez umieszczenie jej na stronie internetowej www.noblesecurities.pl, a ponadto Noble Securities S.A. nie wyklucza również przekazania do publicznej wiadomości za pośrednictwem mediów części, skrótu lub całości Rekomendacji, w tym samym terminie co umieszczenie na stronie internetowej www.noblesecurities.pl lub w późniejszym terminie,
- jest przeznaczona do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, a nie jest przeznaczona do rozpowszechniania lub przekazywania, bezpośrednio ani pośrednio, na terenie Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji,
- nie zawiera wszystkich informacji o Emitencie i nie umożliwia pełnej oceny Emitenta, w szczególności w zakresie sytuacji finansowej Emitenta, ponieważ do Rekomendacji zostały wybrane tylko niektóre dane dotyczące Emitenta,
- ma wyłącznie charakter informacyjny, więc nie jest możliwa kompleksowa ocena Emitenta na podstawie Rekomendacji.

Na zasadach określonych w § 14 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. Nr 206, poz. 1715), część opisowa przygotowywanej Rekomendacji nie została udostępniona Emitentowi w celu weryfikacji faktów prezentowanych w części opisowej Rekomendacji.

Inwestowanie w instrumenty finansowe, w tym w papiery wartościowe, wiąże się z szeregiem ryzyk związanych m.in. z sytuacją makroekonomiczną kraju i na rynkach giełdowych, zmianami przepisów prawa i innych regulacji dotyczących działalności podmiotów gospodarczych. Wylimitowanie ryzyk w inwestowaniu w instrumenty finansowe jest praktycznie niemożliwe.

Inwestorzy korzystający z Rekomendacji nie mogą zrezygnować z przeprowadzenia niezależnej oceny i uwzględnienia innych okoliczności niż wskazywane przez Analityka czy przez Noble Securities S.A.

UWAGI KOŃCOWE

Dodatkowe informacje o Noble Securities S.A. i kwestiach związanych z ryzykami w inwestowaniu w instrumenty finansowe za pośrednictwem Noble Securities S.A. oraz związanych ze sposobem zapobiegania przez Noble Securities S.A. konfliktom interesów występujących w prowadzonej działalności są zamieszczone na stronie internetowej www.noblesecurities.pl.

Rozpowszechnianie lub powielanie Rekomendacji (w całości lub w jakiegokolwiek części) bez pisemnej zgody Noble Securities S.A. jest zabronione.

Noble Securities S.A. podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego.

Ostatnio wydana rekomendacja/ aktualizacja dotycząca 11 Bit Studios SA	
Rekomendacja/ aktualizacja	Kupuj
Data wydania	25.05.2015
Kurs z dnia wydania rekomendacji	61,49
Cena docelowa	88,84
WIG w dniu wydania rekomendacji	56828,92

Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach	Wydane rekomendacje		Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities	
	Liczba	% wszystkich	Liczba	udział
Kupuj	17	44%	1	6%
Akumuluj	13	33%	0	0%
Trzymaj	9	23%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%
SUMA	39		1	3%

DEPARTAMENT ANALIZ RYNKOWYCH

Krzysztof Radojewski, CFA

krzysztof.radojewski@noblesecurities.pl

mobile: +48 785 803 758

spółki przemysłowe, budowlane, deweloperzy

Marta Dancewicz, CFA

marta.dancewicz@noblesecurities.pl

mobile: +48 601 694 300

banki, spółki spożywcze i transportowe

Michał Sztabler

michal.sztabler@noblesecurities.pl

mobile: +48 667 852 196

spółki przemysłowe, energetyka, wydobywanie, telekomunikacja, IT

Jakub Rafał

jakub.rafal@noblesecurities.pl

mobile: +48 723 334 540

spółki handlowe, detaliczne, producenci gier

BIURO OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jacek Paszkowski, CFA

jacek.paszkowski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 02

mobile: +48 783 934 027

Piotr Dudziński

piotr.dudzinski@noblesecurities.pl

tel: +48 22 244 13 04

mobile: +48 602 487 609

Dariusz Dadej

dariusz.dadej@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 19

mobile: +48 781 910 497

Marek Przytuła

marek.przytula@noblesecurities.pl

tel: +48 22 213 22 21