

poniedziałek, 28 listopada 2022 | aktualizacja raportu

Gaming

Gaming, Polska

Sektor odporny na recesję

Jak wskazują badania amerykańskich ekonomistów w sytuacji utraty pracy w pierwszym okresie bezrobocia wydatki na szeroko rozumianą rozrywkę wcale nie są ograniczane, a wręcz nieznacznie rosną. Naszym zdaniem jest to związane ze zmianą organizacji czasu dnia – u bezrobotnych pojawia się więcej czasu wolnego, który wykorzystywany jest na odpoczynek (w tym gry). Uważamy, że spółki z sektora będą jedynie w ograniczonym stopniu odczuwać spadek popytu na swoje dobra w wyniku obniżenia się dochodu rozporządzalnego czy też pogorszenia się sytuacji nastrojów konsumenckich. W otoczeniu recesyjnym to gry wydają się lepiej spozycjonowaną formą rozrywki niż klasyczna konsumpcja (kina, restauracje, sport), oferując istotnie większą liczbę godzin rozrywki za tą samą kwotę pieniędzy.

W czerwcu aktualizacji prognoz dla rynku mobilnego dokonał Sensor Tower, a w listopadzie – Newzoo. Oba podmioty oczekują spadku wartości rynku gier mobilnych w 2022 r. (Sensor Tower o 2% r/r, a Newzoo o 6% r/r) wskazując na wysoką bazę roku poprzedniego oraz negatywne trendy w zaangażowaniu graczy zaobserwowane w 2Q'22 i 3Q'22. Newzoo dodatkowo w swoich prognozach wskazało na pogorszenie się sytuacji także na rynku konsolowym, co było pokłosiem problemów z podażą konsol oraz z zerwanymi łańcuchami dostaw. Niemniej jednak oba podmioty wskazują, że pogorszenie na rynku jest sytuacją przejściową i od przyszłego roku wróci on na trajektorię wzrostową – Sensor Tower szacuje CAGR'22-25 dla rynku mobilnego na +8%, a Newzoo wskazuje na CAGR'22-25 dla całego rynku (mobilny, PC, konsole) na +5%.

Ze spółek zagranicznych na konferencjach za 3Q'22 płynął ostrożnościowy przekaz. Te z segmentu mobilnego wskazywały, że sytuacja na rynku jest trudna lub pogarsza się, szczególnie w przypadku płatności wewnątrz aplikacji i może to potrwać jeszcze kilka miesięcy. Z drugiej strony, ubytek przychodów z płatności od graczy jest neutralizowany przez rosnące przychody z reklam. Spółki zwracały uwagę, że gracze są też coraz lepiej monetyzowani, co pozwala efektywniej zarządzać rosnącym kosztem akwizycji. Z kolei dla spółek PC i konsolowych kluczowym katalizatorem będą premiery nowych tytułów zaplanowane na kolejne lata. Po wysoku pandemicznym spółki obserwują spadek nominalnej liczby graczy, ale ich zaangażowanie pozostaje wysokie. W wynikach coraz większy udział mają też przychody z usług live i ze sprzedaży dóbr cyfrowych, co powoli niweluje sezonowość.

Wsparciem w sektorze cały czas pozostają transakcje przejęć. W ostatnich 2 latach średnie wskaźniki ofertowe dla największych transakcji w segmencie mobilnym wyniosły 4,3x EV/S oraz 15,3x EV/EBITDA, a w segmencie PC/konsole 6,5x EV/S oraz 14,6x EV/EBITDA. W zeszłym roku wartość transakcji i ofert na rynku gier potroiła się. W tym roku już w 1Q'22 suma transakcji przekroczyła zeszłoroczną dzięki ofercie przejęcia ATVI przez MSFT. Co prawda atak Rosji na Ukrainę i pogarszające się dane makroekonomiczne przyniosły spowolnienie na rynku M&A w 2Q'22, ale dane za 3Q'22 wskazują na powrót zainteresowania.

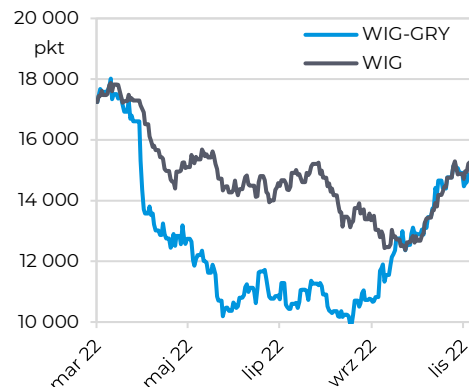
Polskie spółki są cały czas beneficjentami słabego PLN, ponosząc znaczącą część kosztów PLN, a przychody w większości w USD/EUR. W niniejszym raporcie aktualizujemy nasze długoterminowe prognozy dla spółek 11 bit studios, CD Projekt oraz Ten Square Games wskazując na pozytywne trendy dostrzegalne w każdej z nich. Premiery nowych tytułów powinny w kolejnych latach istotnie wpłynąć na raportowane wyniki. Co ważne, każda ze spółek na bieżąco generuje środki pieniężne ze swojej działalności i żadna nie ma potrzeby finansowania się długiem.

W sytuacji spowolnienia gospodarczego, sektor gier powinien okazać się bezpieczną przystanią, odporną na makro i wysoką inflację. Od początku roku światowy ETF sektora gier (ESPO.US) spadł o 33% vs. -15% S&P500, a z kolei WIG-GRY o -24% vs. -19% WIG. Gorsze zachowanie było naszym zdaniem cały czas efektem pandemicznego boomu i wysokiej bazy. W przyszłym roku oczekujemy, że sektor gier będzie się lepiej zachowywał od szerokiego rynku.

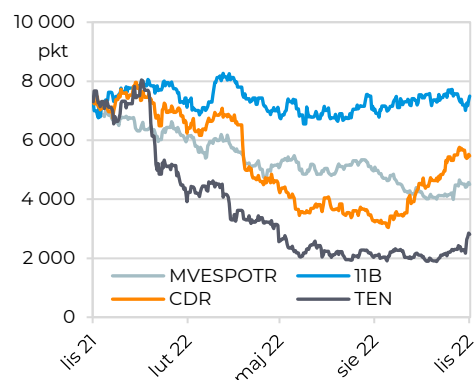
	P/E			EV/EBITDA		
	2022P	2023P	2024P	2022P	2023P	2024P
11 bit studios	59,5	7,7	10,7	50,1	5,5	5,9
CD Projekt	48,0	47,5	-	30,6	26,0	50,6
Ten Square Games	12,4	9,1	8,4	8,6	6,2	5,6

WIG-Gry	14 800
WIG	56 281
MVIS Video Gaming & eSports	4 506

WIG-Gry na tle WIG



Kurs akcji 11B, CDR, TEN na tle indeksu MVIS Global Video Gaming and eSports



spółka	cena docelowa		rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
11 bit studios	602,00	550,00	kupuj	akumuluj
CD Projekt	163,00	119,00	kupuj	kupuj
Ten Square Games	141,00	96,00	trzymaj	trzymaj

spółka	cena bieżąca	cena docelowa	potencjał zmiany
11 bit studios	535,00	602,00	+12,5%
CD Projekt	140,00	163,00	+16,4%
Ten Square Games	135,20	141,00	+4,3%

Analitik:

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl



Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

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

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

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

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

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

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

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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

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

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

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Compremum, Sygnity, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

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

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

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

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

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

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

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną umowę o świadczenie usług maklerskich z: CD Projekt, Ten Square Games.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać wynagrodzenie za świadczone usługi od: CD Projekt, Ten Square Games.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 28 listopada 2022 o godzinie 07:53.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 28 listopada 2022 o godzinie 08:30.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

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

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

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

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

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

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

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

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółek wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

11 bit studios (Piotr Poniatowski)

rekomendacja	akumuluj	akumuluj
data wydania	2022-10-03	2022-07-08
cena docelowa (PLN)	550,00	550,00
kurs z dnia rekomendacji	529,00	510,00

CD Projekt (Piotr Poniatowski)

rekomendacja	kupuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-10-03	2022-07-08	2022-04-07	2022-01-17
cena docelowa (PLN)	119,00	125,00	239,00	233,00
kurs z dnia rekomendacji	100,20	103,78	175,10	191,00

Ten Square Games (Piotr Poniatowski)

rekomendacja	trzymaj	redukuj	kupuj	kupuj	kupuj
data wydania	2022-10-03	2022-07-08	2022-04-07	2022-01-17	2021-11-05
cena docelowa (PLN)	96,00	94,00	255,00	492,00	612,00
kurs z dnia rekomendacji	97,70	108,70	186,10	370,60	352,60



mBank S.A.

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

Departament Analiz

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

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

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

Piotr Poniatowski
+48 509 603 046
piotr.poniatowski@mbank.pl
gaming

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

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

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

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

dr Paweł Wieprzowski
+48 789 443 768
pawel.wieprzowski@mbank.pl
przemysł, górnictwo

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 698 832 853
piotr.gawron@mbank.pl

Paweł Cyłkowski
+48 503 684 130
pawel.cylkowski@mbank.pl

Piotr Brożyna
+48 512 756 702
piotr.brozyna@mbank.pl

Andrzej Kowalczyk
+48 601 053 470
andrzej.kowalczyk@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 605 848 003
andrzej.sychowski@mbank.pl

Łukasz Płaska
+48 22 697 47 90
lukasz.plaska@mbank.pl

Karol Kułaj
+48 509 602 984
karol.kulaj@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

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

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
jaroslaw.banasiak@mbank.pl