

# VIVID GAMES S.A.

2019-11-09 12:15

Dane podstawowe	
Cena bieżąca [PLN]	1,23
Zmiana YTD	-4,65%
<b>Wycena na 31.12.2019</b>	<b>1,44</b>
max/min 52 tygodni	2,56/1,18
Kapitalizacja [mln PLN]	36,6
Free float [mln PLN]	26,0
Sektor	GRY
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

**Kalendarium:**  
15 listopada 2019 - WZO

## Analityk

**Tomasz Czarnecki**

Tel.: +48 (22) 53 95 542

**Artur Wizner**

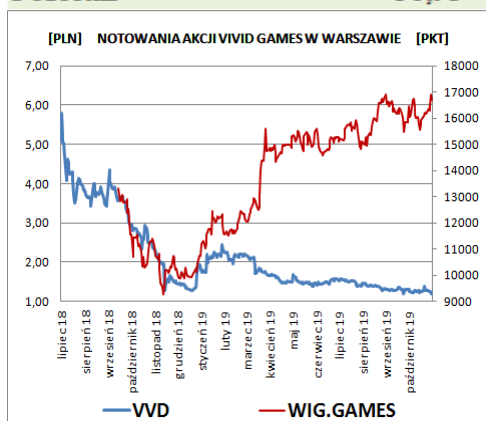
Tel.: +48 (22) 53 95 548

## Profil Spółki:

Nowoczesne studio deweloperskie zajmujące się projektowaniem, produkcją oraz publikowaniem gier na nowoczesne telefony komórkowe.

Źródło: Bankier.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Remigiusz Kościelny	21,61
Jarosław Wojczakowski	21,46
Pozostali	56,93



## Aktualizacja Raportu Analitycznego

Vivid Games nazwany w Inicjującym Raporcie Analitycznym „**Ukrytym Tygrysem**” okazał się jak dotąd **Papierowym Tygrysem**. Przedstawione w raporcie prognozy zarówno pod względem szacowania przychodów Vivid Games w 2019 roku jak i prawdopodobieństwa materializacji ryzyk, okazały się zbyt optymistyczne. Natomiast na poziomie zysku netto prognozy okazały się zbyt konserwatywne w stosunku do zdolności spółki do przekładania przychodów ze sprzedaży na wynik netto. Zamiast prognozowanej na III kw.'19 straty, spółka wykazała 0,56 mln zysku netto i prognozuje zamknięcie 2019 roku na plusie, przy niższych przychodach, niż były wcześniej założone. Jest to pozytywna informacja, świadcząca o skuteczności działania zarządu, który potrafił wygenerować przepływy pieniężne wystarczające na pokrycie bieżących zobowiązań i spłatę kredytów, lecz nie wystarczające na spłatę obligacji. Ten ostatni element czyli materializujące się ryzyko kredytowe, może odegrać w najbliższym czasie kluczową rolę w wycenie rynkowej akcji Vivid Games.

[mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>14,8</b>	<b>15,7</b>	<b>17,3</b>	<b>19,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>5,8</b>	<b>7,8</b>	<b>8,2</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>18,1%</i>	<i>52,0%</i>	<i>52,7%</i>	<i>52,1%</i>	<i>52,3%</i>	<i>49,7%</i>
<b>EBIT</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>-5,4</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>15,7</b>	<b>16,1</b>	<b>30,1</b>	<b>32,6</b>	<b>35,2</b>	<b>38,2</b>
<b>Dług netto</b>	<b>11,0</b>	<b>11,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-5,2</b>
P/E	-6,7	239,1	12,5	14,9	13,9	12,3
P/BV	2,3	2,3	1,2	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	25,4	8,3	4,7	4,4	3,8	3,3

# VIVID GAMES S.A.

## Aktualizacja Raportu Analitycznego

### Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ.....	3
2. ZMIANA PROGNOZ VIVID GAMES.....	4
3. WYCENA.....	4
4. STRATEGIA.....	7
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	7
6. CZYNNIKI RYZYKA.....	8
7. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	12



Wykorzystane pliki graficzne pochodzą od Spółki.

Niniejszy raport analityczny został opracowany na zlecenie GPW w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego i jest przeznaczony do publicznej wiadomości dla nieoznaczonego adresata. Udostępnia się go odbiorcom poprzez publikację na stronie internetowej Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.: [www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl) oraz na stronie internetowej GPW: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl). Dodatkowo materiały te rozpowszechnia się za pośrednictwem środków komunikacji elektronicznej (adres e-mail) pod warunkiem uzyskania uprzedniej zgody odbiorcy.

Warszawa, 09 listopada 2019 r.

## 1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ.

- ✚ **24.09.2019r.**(Nota nr 15- Raport okresowy Półroczny za 2019 PSr) Informacja o braku środków na spłatę zobowiązań z tytułu emisji obligacji notowanych na Catalyst VVD0520.
- ✚ **21.10.2019r.** (ESPI: RB nr 31/2019) Uchwała upoważniająca Zarząd Vivid Games do emisji akcji o wartości nominalnej do 1 mln zł. ( ważność upoważnienia – trzy lata).
- ✚ **25.10.2019r.**(ESPI: RB nr 33/2019) Zwołanie Walnego Zgromadzenia Obligatariuszy.
- ✚ **04.11.2019r.** (ESPI: RB nr 35/2019) Platige Image rezygnuje z produkcji gier mobilnych i kończy współpracę z Vivid Games, a rozwiązanie umowy następuje w związku z decyzją stron o rezygnacji z realizacji projektu gry „**Godfire: Rise of Prometheus**”
- ✚ **05.11.2019r** (ESPI: RB nr 36/2019) Zarząd Vivid Games przedstawił oficjalnie prognozy dotyczące przychodów i zysku netto na IV Q 2019r oraz na 2020rok.
- ✚ **06.11.2019r.** (ESPI: RB nr 37/2019) Informacja o przeglądzie opcji strategicznych związanych z finansowaniem Spółki. Wśród opcji podlegających analizie znajdują się m.in.:
  - Finansowanie zewnętrzne poprzez emisję nowych akcji zwykłych;
  - Finansowanie zewnętrzne poprzez zaciągnięcie kredytów lub pożyczek;
  - Finansowanie zewnętrzne poprzez emisję nowych obligacji;
  - Alternatywne sposoby wypełnienia zobowiązań Emitenta wynikających z Obligacji:
    1. wcześniejszy wykup części Obligacji;
    2. przedłużenie terminu wykonania zobowiązań z Obligacji;
    3. dokonanie konwersji Obligacji na akcje Emitenta.

### Nasza wycena spada ze względu na :

- ✚ Korektę spółek porównywalnych - obecnie dobrane spółki porównywalne w wycenie lepiej oddają sytuację w branży producentów gier mobilnych.
- ✚ Efekt wciąż wysokiego udziału gry Real Boxing w przychodach spółki (52% w ostatnim kwartale) co niestety świadczy o tym, że żadna z nowych gier spółki nie potrafi powtórzyć sukcesu serii Real Boxing i zagwarantować wyników spółki w dłuższym terminie.
- ✚ Działania podejmowane przez Spółkę w celu wzmocnienia modelu biznesowego poprzez sprzedaż w modelu subskrypcyjnym rozwijają się bardzo powoli - zbyt wolno by mogły istotnie zwiększyć przychody i zyski potrzebne do spłaty obligacji.

- ✚ Proponowane sposoby rozwiązania problemu refinansowania zobowiązań z tytułu obligacji, mogą ale nie muszą zostać zaakceptowane przez obligatariuszy, którzy spotkają się na WZO zwołanym przez Zarząd Vivid Games na 15 listopada 2019 r.
- ✚ Zakładamy 10% dyskonto dla nowych akcji wyemitowanych w ramach propozycji konwersji długu obligacyjnego na akcje.

## 2. ZMIANA PROGNOZ VIVID GAMES

Poniżej przedstawiamy zmiany prognoz wraz z prognozami Zarządu przedstawionymi w RB nr 36/2019.

### Vivid Games - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019P				2020P			
	Nowe	Stare	Zmiana	Zarząd Vivid	Nowe	Stare	Zmiana	Zarząd Vivid
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI</b>	<b>18 875,2</b>	<b>20 779,2</b>	<b>-9%</b>	<b>18 860,0</b>	<b>22 469,2</b>	<b>21 545,5</b>	<b>4%</b>	
Przychody ze sprzedaży	11 198,2	14 283,9	-22%	11 590,0	14 792,2	15 715,9	-6%	19 030,0
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	7 677,1	6 495,3	18%	7 270,0	7 677,1	5 829,6	32%	
<b>KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>18 724,0</b>	<b>22 416,9</b>	<b>-16%</b>	<b>18 020,0</b>	<b>20 137,8</b>	<b>22 379,3</b>	<b>-10%</b>	
Amortyzacja	5 087,4	5 521,7	-8%	4 600,0	4 730,6	4 499,7	5%	
Usługi obce	7 616,7	9 877,8	-23%	7 780,0	8 938,8	10 518,1	-15%	
Koszt świadczeń pracowniczych	5 809,1	6 765,3	-14%	5 430,0	6 041,5	7 035,9	-14%	
Pozostałe	210,8	252,1	-16%	210,0	426,9	325,6	31%	
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>151,2</b>	<b>-1 637,7</b>		<b>840,0</b>	<b>2 331,5</b>	<b>-833,8</b>		
EBIT	739,9	176,4	319%		3 071,6	13,6	22519%	
EBITDA	5 827,3	5 698,1	2%		7 802,2	4 513,3	73%	
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>153,0</b>	<b>-816,9</b>		<b>230,0</b>	<b>2 918,0</b>	<b>-538,5</b>		<b>3 050,0</b>

Źródło: P - prognozy DM Banku BPS S.A., Zarządu Vivid Games S.A.

## 3. WYCENA

Wartość akcji Vivid Games S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 0,92 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,92 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	1,92
Wycena DCF	50%	0,92
Cena wynikowa		1,42
<b>Cena docelowa na koniec roku 2019</b>		<b>1,44</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza

W aktualnej wycenie porównawczej dwie polskie spółki a mianowicie **CD Project** oraz **11 Bit Studio** zostały zastąpione spółkami **Rovio Entertainment** oraz **Next Games** z Finlandii. Głównym powodem zmiany (peersów) spółek porównywalnych jest lepsze dopasowanie profilu działalności i specjalizacji w produkcji gier na urządzenia mobilne. Podobnie jak w przypadku Vivid Games, produkcje tych spółek dostępne są w AppStore oraz

Google Play. **Rovio Entertainment Ltd.** jest fińskim producentem gier mobilnych. Studio najbardziej znane jest dzięki grze *Angry Birds*. **Next Games**, spółka także pochodząca z Finlandii jest producentem gier mobilnych, znanym z takich produkcji jak *The Walking Dead* czy *Compass Point*. **Ten Square Games** specjalizuje się w produkcji gier mobilnych, do najpopularniejszych tytułów należą *Let's Fish*, *Fishing Clash* oraz *Wild Hunt*. **Playway** jest producentem gier zarówno na PC, konsole jak również urządzenia mobilne, posiadając w swoim portfolio takie tytuły jak *Car Mechanic Simulator* czy *Ultimate Fishing Simulator*. W wycenie podtrzymaliśmy zastosowane 25% dyskonto do grupy porównawczej z uwagi na relatywnie niewielką kapitalizację (rzędu kilkudziesięciu mln zł) względem pozostałych spółek (dla których mediana kapitalizacji rynkowych przekracza 1 mld zł).

### Wycena porównawcza (nowe peersy)

PRODUCENCI GIER	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
TEN SQUARE GAMES SA	20,5	17,2	16,4	17,5	13,8	11,1	17,2	14,5	13,5
PLAYWAY SA	22,1	19,8	18,4	7,5	6,8	6,1	15,5	13,2	11,6
ROVIO ENTERTAINMENT OY	20,3	13,3	11,8	1,9	1,8	1,6	5,8	5,3	4,8
NEXT GAMES OY	-	-	32,9	1,0	1,1	1,1	-	23,2	4,9
<b>Mediana</b>	<b>20,5</b>	<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>15,5</b>	<b>13,8</b>	<b>8,2</b>
VIVID GAMES SA	138,6	12,2	12,1	2,3	1,2	1,1	8,3	4,7	4,4
premia (dyskonto)	576%	-29%	-31%	-52%	-71%	-71%	-47%	-66%	-47%
Implikowana wycena (w mln zł)	5,4	51,8	52,7	75,8	128,3	125,9	68,7	107,1	68,4
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>1,92</b>								

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza (stare peersy)

PRODUCENCI GIER	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
CD PROJEKT SA	217,0	13,8	19,7	24,2	8,6	6,8	174,2	9,9	15,9
11 BIT STUDIOS SA	28,5	35,5	10,5	6,6	5,5	4,0	22,3	24,1	7,6
TEN SQUARE GAMES SA	20,5	17,2	16,4	17,5	13,8	11,1	17,2	14,5	13,5
PLAYWAY SA	22,1	19,8	18,4	7,5	6,8	6,1	15,5	13,2	11,6
<b>Mediana</b>	<b>25,3</b>	<b>18,5</b>	<b>17,4</b>	<b>12,5</b>	<b>7,7</b>	<b>6,4</b>	<b>19,7</b>	<b>13,8</b>	<b>12,5</b>
VIVID GAMES SA	138,6	12,2	12,1	2,3	1,2	1,1	8,3	4,7	4,4
premia (dyskonto)	448%	-34%	-31%	-82%	-84%	-83%	-58%	-66%	-65%
Implikowana wycena (w mln zł)	6,7	55,7	52,7	201,5	230,9	209,9	87,3	107,1	104,1
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>2,96</b>								

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 1,25 (co wynika z oszacowania Beta indeksu WIG.GAMES względem indeksu WIG).
- ✚ Premia za ryzyko: 6,0% (co odpowiada marży obligacji VVG0520).
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 1,72% (co odpowiada WIBOR3M).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Dług netto: na poziomie z końca września 2019 r.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 5,0%

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	17,5	18,9	22,5	23,5	25,2	26,5	27,9
EBITDA	1,9	5,8	7,8	8,2	9,1	9,5	9,6
EBIT	-4,4	0,7	3,1	3,0	3,5	3,6	3,8
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	-3,6	0,6	2,5	2,5	2,9	2,9	3,1
Amortyzacja	6,3	5,1	4,7	5,2	5,5	5,9	5,9
CAPEX	-9,7	-7,9	-7,9	-8,0	-8,0	-7,6	-5,9
Inwestycje w kapitał obrotowy	-4,8	-11,3	8,9	-2,1	0,4	1,4	-0,3
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	7,6	-13,5	8,2	-2,5	0,7	2,6	2,7
Współczynnik dyskontujący		0,99	0,90	0,82	0,75	0,69	0,63
DFCFF		-13,3	7,4	-2,0	0,5	1,8	1,7
Stopa wzrostu po okresie prognozy		5,0%					
Wartość rezydualna (TV)		65,1					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		44,9					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		39,3					
Dług netto/(gotówka netto)		11,8					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		27,5					
Ilość akcji [w mln]		29,7					
Cena jednej akcji [PLN]		0,92					
Przychody zmiana r/r		7,9%	19,0%	4,5%	7,4%	5,3%	5,0%
EV/EBITDA ('19) dla wyceny DCF		6,7					
P/E ('19) dla wyceny DCF		n.d.					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w EV		114,3%					

Kalkulacja WACC	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%	1,72%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
Beta (zlewarowana)	2,11	1,36	1,35	1,29	1,29	1,25
Koszt kapitału własnego	14,4%	9,9%	9,8%	9,5%	9,5%	9,2%
Udział kapitału własnego	54,0%	90,3%	90,7%	96,1%	96,1%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	46,0%	9,7%	9,3%	3,9%	3,9%	0,0%
WACC	10,01%	9,39%	9,38%	9,29%	9,29%	9,22%

Źródło: DM Banku BPS S.A., P - prognozy

## Analiza wrażliwości

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	0,21	0,27	0,34	0,42	0,52	0,64	0,78	0,96	1,20
	0,75%	0,25	0,32	0,40	0,49	0,60	0,74	0,91	1,12	1,40
	0,50%	0,30	0,38	0,47	0,57	0,70	0,85	1,05	1,30	1,64
	0,25%	0,36	0,44	0,54	0,66	0,80	0,98	1,21	1,52	1,95
	0,00%	0,42	0,51	0,62	0,76	0,92	1,14	1,41	1,79	2,34
	-0,25%	0,49	0,59	0,72	0,87	1,07	1,32	1,65	2,13	2,86
	-0,50%	0,56	0,68	0,82	1,00	1,23	1,53	1,95	2,57	3,58
	-0,75%	0,64	0,78	0,94	1,15	1,43	1,80	2,34	3,17	4,66
	-1,00%	0,74	0,89	1,08	1,33	1,67	2,14	2,84	4,03	6,44

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## 4. STRATEGIA

Strategią Vivid Games S.A. szeroko zaprezentowana w Raporcie Inicjującym według oświadczeń zarządu nie ulegnie istotnym zmianom. Spółka w dalszym ciągu ma zamiar publikować rocznie 2-3 nowe gry mobilne „Free-to-Play” z segmentu mid-core w modelu GaaS<sup>1</sup> (ang. Games as a Service) oraz koncentrować się na maksymalizacji metryk retencyjnych i monetyzacyjnych aktualnego portfolio gier poprzez między innymi rozszerzenie ich dostępności na nowe platformy sprzętowe – PC, konsole oraz we współpracy z Qubic Games na Nintendo Switch. Istotną zmianą w strategii, mającą na celu redukcję kosztów operacyjnych jest mniejsza koncentracja na grach z segmentu casual, których produkcja ma być częściej zlecana zewnętrznym producentom. Spośród ok. 12 takich tytułów zaplanowanych na rok 2020, część ma się również ukazać za pomocą programu wydawniczego. W związku z tym przychody z tego segmentu zostały odpowiednio zmniejszone. Mimo dynamicznie rosnącego rynku gier mobilnych oraz ciągle rosnącej liczby nowych tytułów, spółka dotychczas nie wspomagała istotnie sprzedaży poprzez UA (ang. User Aquisition). W ostatnim czasie Vivid Games S.A. rozpoczął wspieranie sprzedaży gry Gravity Rider, lecz na efekty tych działań trzeba będzie jeszcze poczekać.

## 5. PROGNOZY FINANSOWE

### Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW [w tys. zł]	2016	2017	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI</b>	<b>22 753,2</b>	<b>17 655,0</b>	<b>17 486,6</b>	<b>4 151,9</b>	<b>4 184,0</b>	<b>5 022,6</b>	<b>5 516,7</b>	<b>18 875,2</b>	<b>22 469,2</b>	<b>23 486,2</b>	<b>25 214,5</b>	<b>26 549,6</b>
Przychody ze sprzedaży	12 136,3	9 484,9	10 325,5	2 675,7	2 413,7	3 008,7	3 100,1	11 198,2	14 792,2	15 732,4	17 305,6	19 036,2
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	10 616,9	8 170,1	7 161,1	1 476,2	1 770,4	2 013,9	2 416,6	7 677,1	7 677,1	7 753,8	7 908,9	7 513,5
<b>KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>23 293,6</b>	<b>19 582,4</b>	<b>22 426,1</b>	<b>4 780,7</b>	<b>4 156,1</b>	<b>4 437,6</b>	<b>5 349,7</b>	<b>18 724,0</b>	<b>20 137,8</b>	<b>21 313,4</b>	<b>22 689,4</b>	<b>24 113,4</b>
Amortyzacja	4 017,9	4 214,9	6 300,2	1 380,4	1 049,4	1 204,0	1 453,6	5 087,4	4 730,6	5 151,5	5 523,3	5 864,1
Zużycie surowców i materiałów	257,9	109,9	149,7	13,3	17,7	26,4	22,9	80,3	229,4	269,2	309,0	348,9
Usługi obce	11 517,8	8 484,1	9 330,8	1 927,8	1 625,9	1 886,8	2 176,2	7 616,7	8 938,8	9 360,9	10 049,2	10 803,9
Koszt świadczeń pracowniczych	7 175,6	6 674,9	6 600,3	1 443,6	1 418,7	1 287,1	1 659,7	5 809,1	6 041,5	6 283,2	6 534,5	6 795,9
Podatki i opłaty	12,1	7,3	4,1	1,2	0,5	0,7	1,0	3,4	6,8	10,1	11,2	12,3
Pozostałe	312,3	91,4	41,1	14,4	43,8	32,6	36,4	127,2	190,8	238,4	262,3	288,5
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>-540,4</b>	<b>-1 927,4</b>	<b>-4 939,6</b>	<b>-628,8</b>	<b>28,0</b>	<b>585,0</b>	<b>167,0</b>	<b>151,2</b>	<b>2 331,5</b>	<b>2 172,8</b>	<b>2 525,1</b>	<b>2 436,2</b>
Pozostałe przychody operacyjne	4 344,4	2 944,0	778,8	211,5	47,3	209,1	156,0	623,9	926,4	985,3	1 083,9	1 192,2
Pozostałe koszty operacyjne	389,7	218,7	266,2	3,2	6,1	17,1	8,8	35,2	186,3	120,4	74,2	28,0
<b>EBIT</b>	<b>3 414,3</b>	<b>797,8</b>	<b>-4 426,9</b>	<b>-420,5</b>	<b>69,1</b>	<b>777,0</b>	<b>314,2</b>	<b>739,9</b>	<b>3 071,6</b>	<b>3 037,7</b>	<b>3 534,7</b>	<b>3 600,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7 432,2</b>	<b>5 012,7</b>	<b>1 873,3</b>	<b>960,0</b>	<b>1 118,5</b>	<b>1 981,0</b>	<b>1 767,8</b>	<b>5 827,3</b>	<b>7 802,2</b>	<b>8 189,2</b>	<b>9 058,0</b>	<b>9 464,5</b>
Przychody finansowe	140,3	58,0	286,2	4,6	-1,5	0,9	1,4	5,5	24,6	90,0	141,3	158,2
Koszty finansowe	209,3	1 656,7	1 144,7	249,5	313,1	-199,1	121,0	484,5	95,0	95,0	437,0	95,0
Udział w wyniku metodą praw własności	-316,9	-267,4	-102,4	0,9	1,5	0,0	0,8	3,2	2,8	1,6	0,0	0,0
<b>WYNIK BRUTTO</b>	<b>3 028,4</b>	<b>-1 068,3</b>	<b>-5 387,8</b>	<b>-664,4</b>	<b>-244,0</b>	<b>977,0</b>	<b>195,4</b>	<b>264,0</b>	<b>3 004,0</b>	<b>3 034,3</b>	<b>3 239,0</b>	<b>3 663,6</b>
Podatek dochodowy	32,4	7 183,6	61,1	0,9	72,8	9,5	27,7	111,0	86,0	576,5	615,4	696,1
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>2 996,0</b>	<b>-8 251,9</b>	<b>-5 448,9</b>	<b>-665,3</b>	<b>-316,8</b>	<b>967,5</b>	<b>167,7</b>	<b>153,0</b>	<b>2 918,0</b>	<b>2 457,8</b>	<b>2 623,6</b>	<b>2 967,5</b>

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

<sup>1</sup> Gra w modelu GaaS nie jest traktowana jako produkt, który po zakończeniu rozgrywki, ulega „wyrzuceniu”, ale jako usługa „rozrywkowa”, z której można korzystać do organizacji zabawy przez dłuższy okres.

## Bilans

BILANS [w tys. zł]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>AKTYWA</b>	<b>41 436,8</b>	<b>38 552,2</b>	<b>34 686,4</b>	<b>37 784,3</b>	<b>42 034,8</b>	<b>45 805,2</b>	<b>48 019,5</b>	<b>53 399,1</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>33 051,4</b>	<b>27 818,9</b>	<b>31 203,3</b>	<b>33 867,4</b>	<b>36 897,7</b>	<b>39 594,3</b>	<b>42 086,3</b>	<b>43 855,9</b>
Wartości niematerialne i prace rozwojowe	22 300,2	26 856,9	30 524,5	33 114,1	36 060,6	38 662,9	41 048,5	42 697,9
Rzeczowe aktywa trwałe	915,1	528,4	264,7	291,2	320,3	352,3	387,6	426,3
Investycje rozliczane metodą praw własności	319,6	52,2	97,3	116,7	140,0	168,0	201,7	242,0
Należności długoterminowe	60,1	65,6	61,5	64,6	67,8	71,2	74,8	78,5
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	9 456,5	315,8	255,3	280,9	308,9	339,8	373,8	411,2
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>8 385,4</b>	<b>10 733,3</b>	<b>3 483,1</b>	<b>3 916,9</b>	<b>5 137,1</b>	<b>6 210,9</b>	<b>5 933,2</b>	<b>9 543,2</b>
Należności krótkoterminowe	1 966,6	1 930,7	1 174,5	1 273,7	1 682,5	1 789,5	1 968,4	2 165,2
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5 584,6	8 200,5	1 813,2	2 122,9	2 908,3	3 847,9	3 362,5	6 745,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	834,2	602,1	495,5	520,3	546,3	573,6	602,3	632,4
<b>PASYWA</b>	<b>41 436,8</b>	<b>38 552,2</b>	<b>34 686,4</b>	<b>37 784,3</b>	<b>42 034,8</b>	<b>45 805,2</b>	<b>48 019,5</b>	<b>53 399,1</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>24 586,6</b>	<b>18 012,3</b>	<b>15 692,6</b>	<b>16 117,2</b>	<b>30 105,1</b>	<b>32 562,9</b>	<b>35 186,5</b>	<b>38 154,0</b>
Kapitał podstawowy	2 794,6	2 826,9	2 974,3	2 974,3	3 974,3	3 974,3	3 974,3	3 974,3
Akcje własne (wielkość ujemna)	-6,9	-5,6	-9,7	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1
Kapitał zapasowy	14 733,3	23 983,1	17 124,3	14 869,2	19 490,4	19 643,4	19 643,4	19 643,4
Kapitał z wyceny programu motywacyjnego	1 294,6	2 477,1	3 307,6	3 580,6	3 580,6	3 580,6	3 580,6	3 580,6
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	2 775,2	-3 017,3	-2 255,1	-5 448,9	153,0	2 918,0	5 375,7	7 999,3
Zysk (-strata) netto	2 996,0	-8 251,9	-5 448,9	153,0	2 918,0	2 457,8	2 623,6	2 967,5
<b>Zobowiązania</b>	<b>16 850,1</b>	<b>20 539,9</b>	<b>18 993,9</b>	<b>21 667,2</b>	<b>11 929,7</b>	<b>13 242,3</b>	<b>12 833,0</b>	<b>15 245,1</b>
Zobowiązania długoterminowe	6 396,8	12 854,9	12 442,6	3 118,1	3 224,2	1 283,3	1 411,7	1 552,8
Zobowiązania długoterminowe niefinansowe		1 496,1	2 815,2	3 100,0	926,4	985,3	1 083,9	1 192,2
Zobowiązania krótkoterminowe	10 453,3	6 188,9	3 736,1	15 449,1	7 779,1	10 973,7	10 337,5	12 500,1

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## Rachunek przepływów

RACHUNEK PRZEPIYWÓW [w tys. zł]	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przebiewy operacyjne</b>	<b>2 797,8</b>	<b>3 137,5</b>	<b>4 612,4</b>	<b>5 375,1</b>	<b>7 174,2</b>	<b>7 913,4</b>	<b>8 808,6</b>	<b>9 803,6</b>
<b>Przebiewy inwestycyjne</b>	<b>-10 864,5</b>	<b>-8 296,9</b>	<b>-9 706,0</b>	<b>-7 936,4</b>	<b>-7 885,2</b>	<b>-7 959,2</b>	<b>-8 035,8</b>	<b>-7 612,8</b>
Wydatki na nabycie WNI	-10 632,5	-8 334,0	-9 350,6	-7 677,1	-7 677,1	-7 753,8	-7 908,9	-7 513,5
Wydatki na nabycie środków trwałych	-490,9	-50,9	-384,4	-308,8	-248,0	-313,7	-290,2	-284,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów trwałych	6,2	30,0	10,6	12,8	15,3	18,4	22,0	26,5
Otrzymane odsetki	2,1	58,1	18,3	36,6	24,6	90,0	141,3	158,2
<b>Przebiewy finansowe</b>	<b>3 459,6</b>	<b>7 775,2</b>	<b>-1 293,7</b>	<b>2 871,0</b>	<b>1 496,4</b>	<b>985,3</b>	<b>-1 258,1</b>	<b>1 192,2</b>
Wpływy z emisji akcji		32,3			11 070,0			
Nabycie/Sprzedaż akcji własnych	-6,9	1,3	-4,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z zaciągniętych pożyczek <sup>*</sup>	4 350,0	10 119,3		2 000,0	0,0			
Splaty pożyczek <sup>*</sup>	-958,0	-2 731,5	-2 739,8	-1 040,4	-10 500,0	0,0	-2 000,0	
Splaty z tytułu leasingu finansowego	263,3	-446,0	-409,8	-326,1				
Otrzymane dotacje	0,0	1 496,1	2 815,2	3 100,0	926,4	985,3	1 083,9	1 192,2
Odsetki zapłacone	-188,8	-696,3	-955,1	-861,1			-342,0	
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-4 607,2</b>	<b>2 615,9</b>	<b>-6 387,3</b>	<b>309,7</b>	<b>785,4</b>	<b>939,5</b>	<b>-485,4</b>	<b>3 383,1</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>5 584,6</b>	<b>8 200,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>2 122,9</b>	<b>2 908,3</b>	<b>3 847,9</b>	<b>3 362,5</b>	<b>6 745,6</b>

<sup>\*</sup> w tym również obligacji

Źródło: Skonsolidowane raporty finansowe, P - prognozy DM Banku BPS S.A.

## 6. CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko kredytowe

Vivid Games S.A. jest emitentem obligacji korporacyjnych notowanych na GPW Catalyst (VVD0520) o wartości nominalnej 10,5 mln zł. Z uwagi na bliski termin do wykupu obligacji, dług znajdzie się w krótkoterminowych zobowiązaniach finansowych w bilansie na koniec 2019 roku. Zakładaliśmy, że Vivid Games S.A. będzie się starał zrolować



w całości lub części zadłużenie z tytułu tych obligacji, ale sukces tej operacji zależy będzie od postrzegania Spółki przez inwestorów obligacyjnych. Gdyby rolowanie zadłużenia z tytułu tych papierów wartościowych napotkało trudności, powstałoby ryzyko, że Spółka będzie zmuszona do realizacji innych scenariuszy, tj. emisji akcji lub dokonania restrukturyzacji zadłużenia w innej formie. W takim przypadku ryzyko negatywnego efektu tych działań dla ceny akcji rośnie. Właśnie to ryzyko ujawniło się już we wrześniu br. i może w najbliższym czasie wpływać na cenę akcji. Spółka podjęła działania już w październiku 2019 roku i zwołała NWZA, które odbyło się 21.10.2019 roku. NWZA podjęło decyzję o podwyższeniu kapitału zakładowego w drodze emisji akcji o maksymalnie 1 mln zł. Przy wartości nominalnej akcji Vivid Games, która wynosi 0,1 zł, oznacza to, że w ramach podwyższenia kapitału Spółka może wyemitować do 10 mln akcji. W ten sposób Zarząd otworzył sobie drogę do refinansowania długu obligacyjnego również przez akcjonariuszy. Takie działanie niewątpliwie wpływa negatywnie na zachowanie kursu akcji.

### **Ryzyko związane z ewentualnym pogorszeniem wizerunku Emitenta**

Na wizerunek Emitenta silnie oddziałują opinie użytkowników publikowane za pośrednictwem wyspecjalizowanych portali recenzujących gry (wpływ na przychody spółki) ale równie silny wpływ mogą mieć opinie inwestorów (wpływ na wycenę akcji), którzy posiadają instrumenty finansowe emitowane przez Vivid Games. Przedmiotem ich oceny jest najczęściej jakość gry, dostępność na daną platformę lub urządzenie, dostępność w punktach sprzedaży lub Internecie. Dobry wizerunek marki oraz Spółki wśród graczy przekłada się na odpowiednio wyższe przychody ze sprzedaży produktów. Publikacja niesprzyjających recenzji, opinii i komentarzy może skutkować pogorszeniem ogólnego wizerunku Emitenta. Utrata zaufania graczy może spowodować zarówno spadek pozycji rynkowej jak i pogorszenie wyników finansowych, a w przyszłości przyczynić się do zwiększenia nakładów na promocję nowych produktów w celu odbudowania zaufania wśród użytkowników.

### **Ryzyko utraty wartości prac rozwojowych**

Głównym składnikiem aktywów posiadanych przez Grupę Vivid Games S.A. są aktywowane koszty prowadzonych prac rozwojowych, które stanowiły ponad 60% sumy bilansowej na koniec 2018 r. Gdyby wystąpiła konieczność dokonania odpisów z uwagi na trwałą utratę ich wartości miałyby to istotne znaczenie dla skonsolidowanego wyniku finansowego. Zagadnienie to jest kluczowe również ze względu na element subiektywnego osądu kierownictwa jednostki dominującej zarówno, co do konieczności jego przeprowadzenia, jak i co do przyjętych założeń będący podstawą takiej decyzji.

### **Ryzyko nie uzyskania dotacji w przyszłości**

Vivid Games SA. korzysta obecnie z dwóch umów dotacyjnych (obie z XII'17) oraz trzeciej zakończonej będącej w trakcie ostatecznego rozliczenia. Jedna z nich zakończy się w 2019, a druga w I połowie 2020 r. Spółka występuje o dotacje, które otrzymuje od NCBiR i okresowo rozlicza je na podstawie wymaganych dokumentów (kosztów kwalifikowanych):

- ✚ Umowa o dofinansowanie na projekt, o roboczej nazwie PHYGAME pt.: *"Opracowanie prototypu gry wykorzystującego model rzeczywistego współdziałania środowiska i pojazdów kołowych w czasie rzeczywistym na platformach mobilnych bazując na algorytmach symulacji fizycznych"*.
- ✚ Spółka podpisała także umowę o dofinansowanie projektu (PSBGEN) pt. *"Opracowanie innowacyjnego systemu informatycznego umożliwiającego adaptacyjne dostosowywanie poziomu trudności w czasie rzeczywistym, w wielu wymiarach przestrzeni cech gracza i dla różnych gatunków gier"*.

Otrzymane dotacje stanowiły istotny składnik pozostałych przychodów operacyjnych (PPO) w 2018 roku. Z uwagi na trwające jeszcze umowy również w 2019 roku oraz w I połowie 2020 roku będą stanowić istotny składnik PPO. Brak uzyskania nowych dotacji w kolejnych okresach, czy to poprzez zakończenie przez NCBiR programów pomocowych, czy to poprzez niezdolność ich pozyskanie poprzez Grupę może spowodować istotne pogorszenie się rentowności prowadzonej działalności.

### Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej

Istotny udział w przychodach Grupy Vivid Games SA. stanowią przychody z reklam. Pogorszenie się koniunktury w branży reklamy mobilnej może wpłynąć na istotny spadek przychodów Grupy.

### Ryzyko konkurencji

Ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz łatwy dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów, rynek gier mobilnych jest rynkiem wysoce konkurencyjnym. Klientom oferowane są liczne produkty, niejednokrotnie o podobnej tematyce.

### Ryzyko walutowe

Grupa Vivid Games S.A. prowadzi globalną dystrybucję poprzez mobilne platformy (iOS oraz Android), a źródło przychodów stanowią mikropłatności oraz dochody z reklam, które są rozliczane w walutach obcych, głównie w USD oraz EUR. Umocnienie się złotego względem tych walut może spowodować spadek rentowności prowadzonej działalności.

### Ryzyko związane z personelem

Dla Vivid Games S.A. istotne znaczenie mają kompetencje oraz doświadczenie kluczowych pracowników, w szczególności *game designer*'ów oraz osób stanowiących kadrę zarządzającą. W przypadku odejścia lub częstej rotacji kluczowych pracowników istnieje ryzyko pogorszenia się jakości procesu produkcji oraz wzrostu kosztów prowadzonej działalności.

### Ryzyko opóźnień produkcji gier

Proces produkcji gier jest na tyle złożony oraz kilkustopniowy, że opóźnienia powstałe w jednym lub kilku etapach mogą spowodować ryzyko opóźnienia planowanej daty premiery gry, co może wiązać się z pogorszeniem wizerunku oraz z mniejszymi dochodami dla Grupy osiągniętymi w przyszłości.

### Ryzyko kanibalizacji produktów

Nowowprowadzane tytuły gier, jeśli są tematycznie zbliżone do produktów znajdujących się w aktualnym portfolio gier, mogą kreować ryzyko, że klienci stracą zainteresowanie istniejącymi grami na rzecz nowych produktów.

### Ryzyko niepowodzenia kolejnych gier

Jest to jedno z głównych ryzyk w branży gier mobilnych. Przyczyny niepowodzeń mogą być różne i nie zawsze związane z działalnością Vivid Games S.A. czy jakością samej gry. W przypadku niepowodzenia gry, której budżet był istotny istnieje ryzyko strat wynikających z odpisów na prace rozwojowe oraz pogorszenia się przyszłych wyników finansowych. Również przyszłe budżety na rozwój portfolio gier mogą ulec redukcji z uwagi na poniesione straty.

### Ryzyko zmiany *featuring*'u

Na sprzedaż gier Vivid Games S.A. istotny wpływ mają wyróżnienia oraz promocja produktów przez kluczowych dystrybutorów (Google Play i App Store) tzw. *featuring*. Proces jest konkurencyjny ponieważ wszyscy producenci gier mobilnych rywalizują o wsparcie w tym procesie. Niemniej jednak nie można wykluczyć, że w przyszłości właściciele platform (tj. Alphabet Inc. oraz Apple Inc.) zmienią swoje reguły dotyczące *featuring*'u, w wyniku czego Grupa Vivid Games S.A. może osiągać mniejsze przychody.

### Ryzyko nie osiągnięcia przez grę Spółki sukcesu rynkowego

Rynek gier komputerowych ma ograniczoną przewidywalność w związku z czym istnieje ryzyko, że nowe gry Spółki ze względu na trudne do przewidzenia czynniki nie zdobędą odpowiedniej liczby użytkowników i tym samym produkcja nie odniesie sukcesu rynkowego, który pozwoliłby na zwrot poniesionych kosztów na produkcję. Taka sytuacja może negatywnie wpłynąć na wynik finansowy Spółki.

#### WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

**CAPEX** (*ang. capital expenditures*) – wydatki inwestycyjne na rozwój produktu lub wdrożenie systemu (w tym na wartości niematerialne i prawne) w części, w której kapitał przeznaczony jest na podtrzymanie dotychczasowej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przychodu.

**DCF** (*ang. discounted cash flow*) – zdyskontowane przepływy pieniężne; wszystkie przyszłe przepływy pieniężne są szacowane i dyskontowane w celu określenia ich wartości bieżącej. Wartość używanej stopy dyskontowej odpowiada kosztowi kapitału i zawiera ocenę ryzyka dotyczącego przyszłych przepływów pieniężnych.

**DFCF** – zdyskontowane wolne przepływy do firmy (*Discounted FCF*).

**EBIT** (*ang. earnings before deducting interest and taxes*) – wynik operacyjny, czyli wynik przed odliczeniem podatków i odsetek.

**EBITDA** (*ang. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) – zysk operacyjny przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych zobowiązań oprocentowanych (kredytów, obligacji), podatków, amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych (*ang. amortization*) oraz amortyzacji (deprecjacji) rzeczowych aktywów trwałych (*ang. depreciation*); tu EBITDA = wynik operacyjny + deprecjacja rzeczowych aktywów trwałych + amortyzacja wartości niematerialnych i prawnych.

**EV** (*ang. Enterprise Value*) – całkowita wartość przedsiębiorstwa; tu EV = bieżąca kapitalizacja giełdowa + dług netto.

**EV/EBITDA** - wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą wartość przedsiębiorstwa (EV) przez wartość EBITDA.

**F2P** (*ang. Free-to-Play*) – model dystrybucji gier, polegający na udostępnianiu za darmo i monetyzacji graczy za pomocą mikropłatności oraz za pomocą wyświetlanych reklam w przestrzeni gier.

**FCFF** (*ang. Free Cash Flow to Firm*) – wolne przepływy pieniężne dla właścicieli kapitału własnego i wierzycieli, które można zdefiniować jako przepływy powstałe w wyniku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej i inwestycyjnej, po uregulowaniu wszelkich oczekiwań finansowych dawców kapitału, czyli wszystkich stron finansujących przedsiębiorstwo.

**GaaS** (*ang. Games as a Service*) – Zawansowany model monetyzacji gier F2P. Gry wydane na podstawie modelu GaaS zazwyczaj otrzymują długi lub nieokreślony strumień nowych treści zarabianych w czasie, aby zachęcić graczy do kontynuowania płacenia za wsparcie gry. Często prowadzi to do tego, że gry działające w modelu GaaS nazywane są „żywymi grami”, ponieważ stale się zmieniają wraz z tymi aktualizacjami.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**IAP** (*ang. In-App Purchases*) – metoda monetyzacji gier mobilnych za pomocą mikropłatności polegająca na sprzedaży dodatkowych funkcjonalności lub zawartości, która inaczej dostępna jest dopiero po spełnieniu określonych warunków. Ważne jest tutaj zachowanie odpowiedniego sposobu, tak aby użytkownik dokonywał tych czynności bez opuszczenia samej aplikacji mobilnej.

**NCBiR (Narodowe Centrum Badań i Rozwoju)** -polska agencja wykonawcza, powołana do realizacji zadań z zakresu polityki naukowej, naukowo-technicznej i innowacyjnej państwa. Ma siedzibę w Warszawie. Misją NCBiR jest wsparcie polskich jednostek naukowych oraz przedsiębiorstw w rozwijaniu ich zdolności do tworzenia i wykorzystywania rozwiązań opartych na wynikach badań naukowych w celu nadania impulsu rozwojowego gospodarce i z korzyścią dla społeczeństwa.

**NOPLAT** – wynik operacyjny netto pomniejszony o skorygowane podatki; tu NOPLAT = EBIT-(1 - stopa podatkowa).

**P/BV** (*ang. price/book value*) – wskaźnik oblicza się dzieląc bieżącą kapitalizację spółki giełdowej przez księgową wartość jej kapitału własnego (wartość księgową), którą podaje bilans spółki.

**P/E** (*ang. price earnings ratio*) – wskaźnik akcji giełdowych. Oblicza się go dzieląc cenę rynkową jednej akcji przez zysk netto przypadający na jedną akcję.

**PV TV** – wartość bieżąca (*ang. Present Value*), czyli zdyskontowana na bieżący moment wartość rezydualna (TV).

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

**TV** (*ang. Terminal Value*) – wartość rezydualna; wartość przedsiębiorstwa po okresie prognozy; tu oszacowana za pomocą modelu Gordona.

**WACC** (*ang. weighted average cost of capital*) – średni ważony koszt kapitału; wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie przedsiębiorstwa.

**WZO** – Walne Zgromadzenie Obligatariuszy.

## 7. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

### INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Niniejsze Opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy autorów według stanu na dzień jego sporządzenia. Autorzy nie uwzględniają w opracowaniu jakichkolwiek indywidualnych celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej, ani potrzeb czy żądań potencjalnych adresatów opracowania, lub jego zleceniodawców).

Opracowanie publikowane jest w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Zleceniodawca”).

Niniejsze opracowanie nie stanowi: (1) osobistej rekomendacji; bądź (2) porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź (3) zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególny sposób; bądź (4) oceny lub zapewnienia opłacalności inwestycji w instrumenty finansowe nim objęte.

Niniejsze opracowanie stanowi „badanie inwestycyjne” nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2018 r. poz. 2286, 2243, 2244, z 2019 r. poz. 730, 875).

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejsze opracowanie nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych.

Prezentowane dane odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie gwarantują wyników w przyszłości.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma od Zleceniodawcy wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszego opracowania w kwocie: maksymalnie 50 000 PLN netto rocznie przez okres dwóch lat. Zleceniodawca nie jest zainteresowany wynikiem badania inwestycyjnego.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie dokonywał nabywania lub zbywania instrumentów finansowych Emitenta na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjną lub usługową.

Jest prawdopodobne, że w toku prowadzenia statutowej działalności Dom Maklerski Banku BPS S.A. złoży Emitentowi ofertę świadczenia usług w ramach posiadanego zezwolenia, i że w wyniku złożenia takiej oferty, może dojść do zawarcia umów z Emitentem.

Według najlepszej wiedzy Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. Emitent instrumentów finansowych objętych opracowaniem nie posiada akcji Domu Maklerskiego lub podmiotów z nim powiązanych.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych.

Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

## Dom Maklerski Banku BPS S.A.

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,

tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556

[www.dmbps.pl](http://www.dmbps.pl)

[dm@dmbps.pl](mailto:dm@dmbps.pl)

### Departament Analiz:

#### **Tomasz Czarnecki, MPW**

p.o. Dyrektor Departamentu Analiz

[tomasz.czarnecki@dmbps.pl](mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 542

#### **Artur Wizner, MPW**

Analityk

[artur.wizner@dmbps.pl](mailto:artur.wizner@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 548

#### **Jacek Borawski**

Analityk techniczny

### Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

#### **Dariusz Stasiak, MPW**

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

[dariusz.stasiak@dmbps.pl](mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 511

#### **Artur Kobos, MPW**

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży

[artur.kobos@dmbps.pl](mailto:artur.kobos@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 511

#### **Bartosz Szaniawski**

[bartosz.szaniawski@dmbps.pl](mailto:bartosz.szaniawski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 525

#### **Lech Kucharski, MPW**

[lech.kucharski@dmbps.pl](mailto:lech.kucharski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 522

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych