

2019-07-10 08:04

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>2,07</b>
Wycena DCF [PLN]	1,79
Wycena porównawcza [PLN]	2,17
Cena rynkowa [PLN]	1,5360
Pot.wzrostu/spadku [%]	34,68%
Kapitalizacja [mln PLN]	45,69
Free float [mln PLN]	26,01
Sektor	GRY
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

**Analitik:**

Bartłomiej Michalski

Tel.: +48 (22) 53 95 549

Kom: + 48 785 504 814

[bartlomiej.michalski@dmbps.pl](mailto:bartlomiej.michalski@dmbps.pl)
**Profil Spółki:**

Nowoczesne studio deweloperskie zajmujące się projektowaniem, produkcją oraz publikowaniem gier na nowoczesne telefony komórkowe (smartfony) – które stanowią najbardziej dynamicznie rozwijający się sektor rynku.

Źródło: Bankier.pl

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

# VIVID GAMES S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

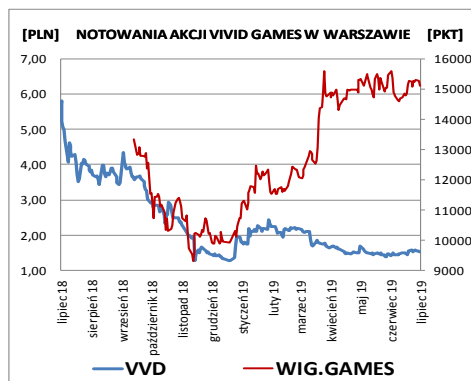
### UKRYTY TYGRYS

Vivid Games S.A. działa w bardzo dynamicznej branży gier mobilnych, które są dystrybuowane globalnie na smartfony *via* Google Play oraz App Store. Gry produkowane przez Spółkę są “Free-to-Play”, by następnie je monetyzować poprzez mikropłatności oraz wyświetlanie reklam. Rynek gier mobilnych to największy oraz najszybciej rozwijający się segment gier. Branża ta stanowi najpokaźniejszą część gałęzi rozrywkowej w ogóle.

Flagową produkcją studia jest seria gier wydana pod marką **Real Boxing** (w sumie 3 gry), których liczba pobrań przekroczyła 66 mln razy i które wygenerowały dotąd 55 mln PLN przychodów dla Grupy.

Spółka podnosi swoje kompetencje na rynku gier mobilnych poprzez tworzenie nowoczesnych technologii, na które pozyskuje dofinansowanie z NCBiR.

Model biznesowy Grupy został ostatnio wzbogacony o mechanizm subskrypcji, co wzmocni tempo jej rozwoju.



[mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>10,3</b>	<b>14,3</b>	<b>15,7</b>	<b>19,6</b>	<b>21,5</b>	<b>23,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>7,0</b>	<b>7,4</b>	<b>7,8</b>
<i>marża EBITDA</i>	<i>18,1%</i>	<i>39,9%</i>	<i>28,7%</i>	<i>35,6%</i>	<i>34,6%</i>	<i>33,1%</i>
<b>EBIT</b>	<b>-4,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>
<b>Wynik netto</b>	<b>-5,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>15,7</b>	<b>15,1</b>	<b>14,6</b>	<b>16,4</b>	<b>18,6</b>	<b>21,0</b>
<b>Dług netto</b>	<b>11,8</b>	<b>7,1</b>	<b>9,1</b>	<b>3,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-12,2</b>
<b>P/E</b>	<b>-8,4</b>	<b>-55,9</b>	<b>-84,8</b>	<b>25,2</b>	<b>21,1</b>	<b>19,4</b>
<b>P/BV</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>EV/EBITDA</b>	<b>30,7</b>	<b>9,3</b>	<b>12,1</b>	<b>7,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>

# VIVID GAMES S.A.

## Inicjujący Raport Analityczny

### Spis treści

1. CZYNNIKI RYZYKA .....	3
2. WYCENA .....	6
3. MODEL BIZNESOWY .....	8
4. STRATEGIA .....	10
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	11
6. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	13



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.

## 1. CZYNNIKI RYZYKA

### Ryzyko utraty wartości prac rozwojowych

Głównym składnikiem posiadanych aktywów 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 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 kredytowe

Vivid Games S.A. jest również emitentem obligacji korporacyjnych notowanych na GPW Catalyst (VVD0520) o wartości nominalnej 10,5 mln zł. Z uwagi na bliski termin do wykupu wartość obligacji znajdzie się w krótkoterminowych zobowiązaniach finansowych w bilansie na koniec 2019 roku. Zakładamy, że Vivid Games S.A. będzie się starał zrolować w całości lub części zadłużenie z tytułu tych obligacji, ale sukces tej operacji zależy 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 istnieje ryzyko negatywnego efektu tych działań dla ceny akcji.

### 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 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.

## 2. WYCENA

Wartość akcji Vivid Games S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 1,79 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,17 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	2,17
Wycena DCF	50%	1,79
Cena wynikowa		1,98
<b>Cena docelowa na koniec roku 2019</b>		<b>2,07</b>

### Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Vivid Games S.A. odnieśliśmy do największych polskich producentów gier notowanych na GPW. W wycenie zastosowaliśmy 25% dyskonto do grupy porównawczej z uwagi na relatywnie niewielką kapitalizację (rzędu kilkudziesięciu mln zł) względem liderów branży gier (dla których mediana kapitalizacji rynkowych przekracza 1 mld zł).

### Wycena porównawcza

PRODUCENCI GIER	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
CD PROJEKT SA	110,0	12,4	16,3	17,2	7,6	5,6	176,8	8,7	12,5
11 BIT STUDIOS SA	27,7	39,7	10,1	7,4	6,1	4,0	20,0	23,9	6,9
TEN SQUARE GAMES SA	16,4	15,5	14,4	13,0	11,0	9,2	12,5	11,8	10,5
PLAYWAY SA	22,9	20,5	18,7	8,6	7,2	6,0	15,1	13,3	12,0
<b>Mediana</b>	<b>25,3</b>	<b>18,0</b>	<b>15,3</b>	<b>10,8</b>	<b>7,4</b>	<b>5,8</b>	<b>17,6</b>	<b>12,6</b>	<b>11,2</b>
VIVID GAMES SA	-59,3	-94,3	25,0	3,0	3,1	2,8	9,3	12,1	7,0
premia (dyskonto)			63%	-72%	-58%	-52%	-47%	-3%	-38%
Implikowana wycena (w mln zł)			28,0	163,1	108,2	95,3	86,6	47,3	73,2
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>2,17</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 2018 r.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 5,0% (co wynika z wzrostowego charakteru branży producentów gier).

## Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	17,5	20,8	21,5	24,7	26,8	28,7	30,1
EBITDA	1,9	5,7	4,5	7,0	7,4	7,8	8,0
EBIT	-4,4	0,2	0,0	2,3	2,7	3,0	3,2
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	-3,6	0,1	0,0	1,8	2,2	2,4	2,6
Amortyzacja	6,3	5,5	4,5	4,7	4,8	4,8	4,8
CAPEX	-9,7	-6,8	-6,0	-5,4	-5,4	-5,1	-4,8
Inwestycje w kapitał obrotowy	-4,8	-6,2	-1,8	-0,6	-4,8	2,3	2,2
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	7,6	-7,3	-3,3	0,6	-3,2	4,5	4,7
Współczynnik dyskontujący		0,96	0,87	0,79	0,72	0,66	0,60
DFCFF		-7,0	-2,8	0,5	-2,3	3,0	2,8
Stopa wzrostu po okresie prognozy		5,0%					
Wartość rezydualna (TV)		112,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		73,7					
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>		65,0					
Dług netto/(gotówka netto)		11,8					
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>		<b>53,2</b>					
Ilość akcji [w mln]		29,7					
<b>Cena jednej akcji [PLN]</b>		<b>1,79</b>					
Przychody zmiana r/r		18,8%	3,7%	14,8%	8,3%	7,1%	5,0%
EV/EBITDA ('19) dla wyceny DCF		11,4					
P/E ('19) dla wyceny DCF		n.d.					
<b>Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w EV</b>		<b>113,5%</b>					

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)	1,97	2,01	1,94	1,76	1,39	1,25
Koszt kapitału własnego	13,5%	13,8%	13,4%	12,3%	10,1%	9,2%
Udział kapitału własnego	58,4%	57,1%	59,4%	66,4%	87,7%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	41,6%	42,9%	40,6%	33,6%	12,3%	0,0%
<b>WACC</b>	<b>9,93%</b>	<b>9,96%</b>	<b>9,92%</b>	<b>9,80%</b>	<b>9,43%</b>	<b>9,22%</b>

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%	0,62	0,72	0,84	0,97	1,13	1,32	1,56	1,86	2,24
	0,75%	0,69	0,80	0,93	1,08	1,27	1,49	1,76	2,11	2,56
	0,50%	0,77	0,89	1,04	1,21	1,42	1,67	1,99	2,40	2,96
	0,25%	0,86	1,00	1,16	1,35	1,59	1,88	2,26	2,76	3,47
	0,00%	0,96	1,11	1,29	1,51	1,79	2,13	2,59	3,21	4,11
	-0,25%	1,07	1,24	1,44	1,70	2,02	2,43	2,98	3,77	4,96
	-0,50%	1,19	1,38	1,62	1,91	2,29	2,78	3,47	4,49	6,15
	-0,75%	1,32	1,54	1,81	2,16	2,61	3,22	4,10	5,47	7,92
	-1,00%	1,47	1,73	2,04	2,45	3,00	3,77	4,93	6,88	10,83

Źródło: DM Banku BPS S.A.

### 3. MODEL BIZNESOWY

Vivid Games S.A. to producent i wydawca gier mobilnych dystrybuowanych za darmo, czyli w modelu „Free-to-Play” (F2P). Głównymi produktami są gry własnej produkcji, ale Vivid Games S.A. jest również wydawcą gier innych *game designer*’ów. I tak, w aktualnym portfolio produktów gry własne to głównie: seria bokserska, czyli tytuły: **Real Boxing®**, **Real Boxing 2 ROCKY™** i **Real Boxing® Manny Pacquiao**, oraz **Mayhem Combat** i **Space Pioneer**. W przypadku korzystania w grze z czyjegoś wizerunku (np. Rocky czy Manny Pacquiao itp.) ponoszone są opłaty licencyjne, które są kalkulowane w stosunku do przychodów (tj. z wykorzystaniem mechanizmu *tzw. Revenue share*). Podstawową grą w aktualnym portfolio Spółki, dla której Vivid Games S.A. pełni rolę wydawnictwa to: **Gravity Rider**. Również w tym przypadku stosowany jest mechanizm *Revenue share*, tak aby rozliczyć się z właścicielem praw do tytułu.

Vivid Games S.A. opiera się na pobraniach organicznych (samoistnych) i promocjach (*ang. featuring*’ach) w kanałach sprzedaży, które są darmowe, bez ponoszenia nakładów finansowych na aktywne pozyskiwanie użytkowników (*ang. user acquisition*). W tym modelu istotna jest duża, masowa liczba pobrań, która oprócz przychodów z reklam, zapewnia również przychody z mikropłatności (IAP). Rozwinięcie modelu biznesowego polega na wprowadzeniu mechanizmu subskrypcji do produktów Spółki od połowy 2018 roku. Docelowo subskrypcja zostanie wprowadzona do całego portfela gier Grupy. Poprzez subskrybując, Vivid Games S.A. uzyskuje dodatkowe dochody z gry, która zasadniczo nadal jest F2P. Gracz ponosi ekstra opłatę za dodatkowe elementy, np. poziomy czy za wyłączenie reklam. Pierwsze takie implementacje przyniosły już wymierny wzrost przychodów.

#### Struktura Grupy Kapitałowej Vivid Games S.A.

W skład Grupy Kapitałowej (GK) Vivid Games S.A. wchodzi: BOTE Sp. z o.o. w 100% zależna od Vivid Games S.A., która pełni w grupie funkcje pomocnicze (jest konsolidowana metodą pełną) oraz Vivid Games S.A. s.k.a., gdzie Vivid Games S.A. pełni rolę komplementariusza posiadając 57,49% udziałów oraz głosów (podmiot jest konsolidowany metodą praw własności). Jest to spółka celowa powołana do realizacji zaawansowanej technologicznie i graficznie gry mobilnej, **Godfire™: Rise of Prometheus** (jej premiera miała miejsce w 2014 r, stąd jej udział w wynikach GK stopniowo zanika).

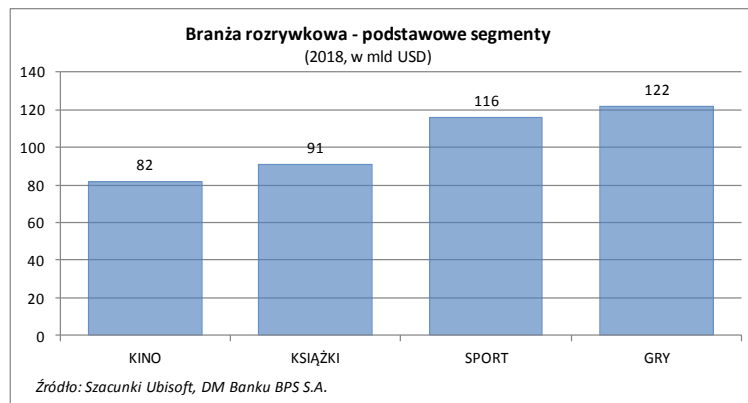


Źródło: Vivid Games S.A., DM Banku BPS S.A.

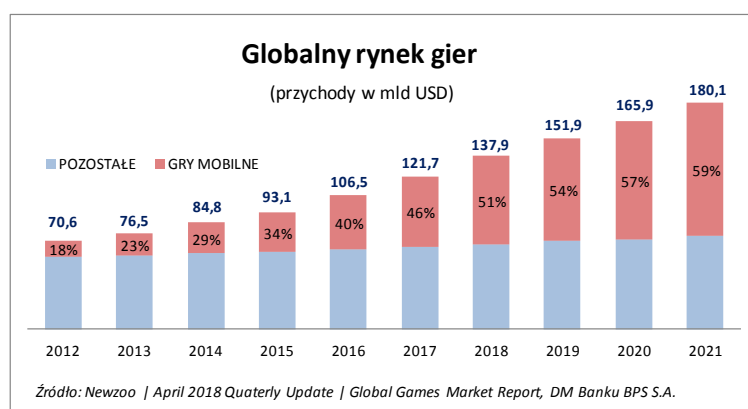


## Branża gier mobilnych

Branża gier to obecnie najważniejszy i największy segment branży rozrywkowej, która dzięki bardzo dynamicznemu rozwojowi w ostatnich latach przegoniła inne, takie jak: sport, książki i kino, o mniejszych segmentach nie wspominając.

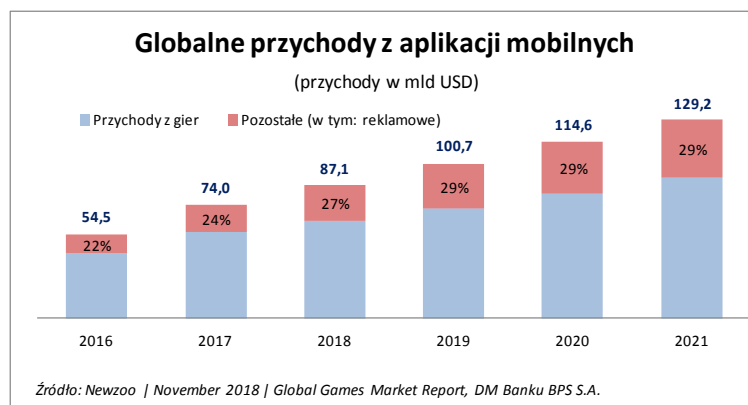


Globalny rynek gier będzie się rozwijał w latach 2019 – 2021 z dynamiką 11,0% w stosunku r/r (średniorocznie) według szacunków Newzoo (z kwietnia 2018 r.). Na koniec roku 2021 rynek ten osiągnie wielkość 180,1 mld USD, a udział gier mobilnych będzie stanowił większość, rzędu 59%.



Na podstawie tak wysokiej dynamiki globalnego rynku gier przyjęliśmy ostrożne założenie do naszego modelu DCF, że stopa wzrostu po okresie prognozy (tj. po roku 2023) wynosi 5,0%.

Przychody z aplikacji mobilnych charakteryzują się większą dynamiką niż cały globalny rynek gier. Według szacunków Newzoo z listopada 2018 średnioroczne tempo wzrostu w latach 2016-2021 całkowitych przychodów z aplikacji mobilnych wyniosło 18,8% (w tym średnioroczna dynamika przychodów z samych gier to 16,5%). Natomiast pozostałe przychody (w tym z reklam) z aplikacji mobilnych wzrastać będą znacznie szybciej, bo w tempie 26,0% w stosunku r/r, aby w roku 2021 osiągnąć udział 29% .



Na podstawie powyższej struktury przychodów z aplikacji mobilnych przyjęliśmy ostrożne założenie, że począwszy od roku 2019 reklamy stanowiąc będą 30% w przychodach ogółem Grupy.

## 4. STRATEGIA

Strategią Vivid Games S.A. jest budowa portfolio wysoko dochodowych gier mobilnych, a następnie dostarczanie ich na globalny rynek. W tym celu Spółka zamierza współpracować z wyjątkowymi zespołami, tak aby jednocześnie wykorzystać ich dogłębną wiedzę rynkową oraz zastosować najlepszą dostępną technologię.

Celami strategicznymi Vivid Games S.A. są:

- ✚ Publikacja 2-3 nowych gier mobilnych „Free-to-Play” rocznie z segmentu *mid-core* w modelu GaaS<sup>1</sup> (*ang. Games as a Service*) - produkowanych wewnętrznie lub tworzonych przez zewnętrznych producentów (pozyskiwanych za pomocą programu wydawniczego). Produkcja tego typu gier trwa 12-18 miesięcy, a monetyzacja opiera się głównie na mikropłatnościach (IAP), subskrypcji, jak również na wyświetlaniu formatów reklamowych. Gry tego segmentu charakteryzują się, bez ustępstw w zakresie jakości, motywów i mechaniki rozgrywki, większą dostępnością pod względem czasu (utrzymywanie sesji od 5 do 20 minut, a nie godzin) i dostępu do platformy (obecna na wielu platformach, a nie na wybranej). Ta kombinacja pozwala, aby gra z segmentu *mid-core* dotarła do szerszej publiczności. W II półroczu 2019 roku do dystrybucji trafią: **Gravity Rider Zero** oraz **Zombie Blast Crew**.
- ✚ Publikacja kilkunastu gier mobilnych „Free-to-Play” rocznie z segmentu *casual*. Gry tego rodzaju charakteryzują się prostą, wciągającą mechaniką oraz średniej wielkości strukturą gry z zarysowaną progresją gracza. Ich koszt produkcji jest niski, cykle produkcyjne to maksymalnie 6 miesięcy do premiery, model decyzyjny w całości oparty jest na metrykach użytkowych i retencyjnych. Monetyzacja tego rodzaju gier opiera się w zdecydowanej większości na wyświetlaniu formatów reklamowych, opłatach subskrypcyjnych, oraz możliwości bezpośredniego zakupu części *contentu*.
- ✚ Intensyfikacja działań marketingowych w zakresie płatnego pozyskiwania użytkowników (*user acquisition*) dla gier *mid-core* i *casual* o wysokich metrykach monetyzacyjnych.
- ✚ Maksymalizacja metryk monetyzacyjnych dostępnego portfolio gier, w tym: **Real Boxing®**, **Real Boxing 2 ROCKY™**, **Real Boxing® Manny Pacquiao**, **Space Pioneer** oraz **Gravity Rider**; w formie działań typu Live Ops, regularnych aktualizacji, cyklicznych promocji w kanałach sprzedaży oraz rozszerzanie kanałów dystrybucji i platform sprzętowych.
- ✚ Rozwój kluczowych wewnętrznych technologii, dla których Spółka będzie się starać pozyskać dofinansowanie (dotacje) w ramach programów NCBiR.

---

<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

## 5. PROGNOZY FINANSOWE

### Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2016	2017	2018	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>20 779,2</b>	<b>21 545,5</b>	<b>24 728,4</b>	<b>26 788,2</b>	<b>28 676,9</b>
Przychody ze sprzedaży	12 136,3	9 484,9	10 325,5	14 283,9	15 715,9	19 564,6	21 521,0	23 673,1
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	10 616,9	8 170,1	7 161,1	6 495,3	5 829,6	5 163,9	5 267,1	5 003,8
<b>KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>23 293,6</b>	<b>19 582,4</b>	<b>22 426,1</b>	<b>22 416,9</b>	<b>22 379,3</b>	<b>24 572,7</b>	<b>25 846,6</b>	<b>27 221,0</b>
Amortyzacja	4 017,9	4 214,9	6 300,2	5 521,7	4 499,7	4 689,7	4 757,4	4 830,3
Zużycie surowców i materiałów	257,9	109,9	149,7	189,5	229,4	269,2	309,0	348,9
Usługi obce	11 517,8	8 484,1	9 330,8	9 877,8	10 518,1	12 173,7	13 035,0	13 978,8
Koszt świadczeń pracowniczych	7 175,6	6 674,9	6 600,3	6 765,3	7 035,9	7 317,3	7 610,0	7 914,4
Podatki i opłaty	12,1	7,3	4,1	5,0	9,9	14,9	16,4	18,0
Pozostałe	312,3	91,4	41,1	57,6	86,3	107,9	118,7	130,6
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>-540,4</b>	<b>-1 927,4</b>	<b>-4 939,6</b>	<b>-1 637,7</b>	<b>-833,8</b>	<b>155,7</b>	<b>941,6</b>	<b>1 455,9</b>
Pozostałe przychody operacyjne	4 344,4	2 944,0	778,8	2 066,3	1 033,7	2 233,4	1 811,2	1 584,7
Pozostałe koszty operacyjne	389,7	218,7	266,2	252,2	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>176,4</b>	<b>13,6</b>	<b>2 268,7</b>	<b>2 678,6</b>	<b>3 012,6</b>
<b>EBITDA</b>	<b>7 432,2</b>	<b>5 012,7</b>	<b>1 873,3</b>	<b>5 698,1</b>	<b>4 513,3</b>	<b>6 958,4</b>	<b>7 436,1</b>	<b>7 842,9</b>
Przychody finansowe	140,3	58,0	286,2	36,6	24,6	90,0	141,3	158,2
Koszty finansowe	209,3	1 656,7	1 144,7	986,9	525,6	534,2	424,4	259,7
Udział w wyniku metodą praw własności	-316,9	-267,4	-102,4	3,6	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>-770,2</b>	<b>-484,6</b>	<b>1 826,1</b>	<b>2 395,5</b>	<b>2 911,1</b>
Podatek dochodowy	32,4	7 183,6	61,1	46,7	53,9	10,8	227,6	553,1
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>2 996,0</b>	<b>-8 251,9</b>	<b>-5 448,9</b>	<b>-816,9</b>	<b>-538,5</b>	<b>1 815,3</b>	<b>2 167,9</b>	<b>2 358,0</b>

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

### 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>38 048,4</b>	<b>37 838,6</b>	<b>45 138,2</b>	<b>51 047,5</b>	<b>53 624,7</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>33 051,4</b>	<b>27 818,9</b>	<b>31 203,3</b>	<b>32 251,5</b>	<b>33 665,1</b>	<b>34 233,5</b>	<b>34 849,6</b>	<b>35 143,3</b>
Wartości niematerialne i prace rozwojowe	22 300,2	26 856,9	30 524,5	31 498,1	32 828,0	33 302,1	33 811,8	33 985,3
Rzeczowe aktywa trwałe	915,1	528,4	264,7	291,2	320,3	352,3	387,6	426,3
Inwestycje 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>5 797,0</b>	<b>4 173,5</b>	<b>10 904,6</b>	<b>16 197,9</b>	<b>18 481,4</b>
Należności krótkoterminowe	1 966,6	1 930,7	1 174,5	1 624,7	1 787,6	2 225,3	2 447,9	2 692,7
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	5 584,6	8 200,5	1 813,2	3 652,0	1 839,7	8 105,7	13 147,8	15 156,3
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>38 048,4</b>	<b>37 838,6</b>	<b>45 138,2</b>	<b>51 047,5</b>	<b>53 624,7</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>24 586,6</b>	<b>18 012,3</b>	<b>15 692,6</b>	<b>15 147,2</b>	<b>14 608,7</b>	<b>16 424,1</b>	<b>18 592,0</b>	<b>20 950,0</b>
Kapitał podstawowy	2 794,6	2 826,9	2 974,3	2 974,3	2 974,3	2 974,3	2 974,3	2 974,3
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	9 420,4	8 603,4	8 603,4	8 603,4
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	-816,9	-538,5	1 276,8	3 444,8
Zysk (-strata) netto	2 996,0	-8 251,9	-5 448,9	-816,9	-538,5	1 815,3	2 167,9	2 358,0
<b>Zobowiązania</b>	<b>16 850,1</b>	<b>20 539,9</b>	<b>18 993,9</b>	<b>22 901,2</b>	<b>23 229,9</b>	<b>28 714,1</b>	<b>32 455,5</b>	<b>32 674,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	6 396,8	14 351,0	15 257,8	10 651,0	10 852,5	9 016,7	2 682,4	2 950,7
Zobowiązania krótkoterminowe	10 453,3	6 188,9	3 736,1	12 250,3	12 377,4	19 697,4	29 773,1	29 724,0

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

## Rachunek przepływów

RACHUNEK PRZEPIŹYWÓW (w tys. zł)	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>2 797,8</b>	<b>3 137,5</b>	<b>4 612,4</b>	<b>6 856,2</b>	<b>7 622,2</b>	<b>9 841,0</b>	<b>10 954,2</b>	<b>12 191,7</b>
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-10 864,5</b>	<b>-8 296,9</b>	<b>-9 706,0</b>	<b>-6 754,7</b>	<b>-6 037,7</b>	<b>-5 369,2</b>	<b>-5 394,0</b>	<b>-5 103,1</b>
Wydanki na nabycie WNIp	-10 632,5	-8 334,0	-9 350,6	-6 495,3	-5 829,6	-5 163,9	-5 267,1	-5 003,8
Wydanki 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>Przepływy finansowe</b>	<b>3 459,6</b>	<b>7 775,2</b>	<b>-1 293,7</b>	<b>1 737,3</b>	<b>-3 396,8</b>	<b>1 794,3</b>	<b>-518,1</b>	<b>-5 080,0</b>
Wpływy z emisji akcji		32,3						
Nabycie/Sprzedaż akcji własnych	-6,9	1,3	-4,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z zaciągniętych pożyczek*	4 350,0	10 119,3		2 000,0	6 500,0			
Spłaty pożyczek*	-958,0	-2 731,5	-2 739,8	-1 140,4	-10 500,0		-2 000,0	-6 500,0
Spłaty z tytułu leasingu finansowego	263,3	-446,0	-409,8	-326,1				
Otrzymane dotacje		1 496,1	2 815,2	2 066,3	1 033,7	2 233,4	1 811,2	1 584,7
Odsetki zapłacone	-188,8	-696,3	-955,1	-861,1	-430,6	-439,2	-329,4	-164,7
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-4 607,2</b>	<b>2 615,9</b>	<b>-6 387,3</b>	<b>1 838,8</b>	<b>-1 812,3</b>	<b>6 266,0</b>	<b>5 042,1</b>	<b>2 008,6</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>5 584,6</b>	<b>8 200,5</b>	<b>1 813,2</b>	<b>3 652,0</b>	<b>1 839,7</b>	<b>8 105,7</b>	<b>13 147,8</b>	<b>15 156,3</b>

\* w tym również obligacji

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

### 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.

## 6. 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 zlecniodawców).

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

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 szczególności 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 Zlecniodawcy wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszego opracowania w kwocie: maksymalnie 50 000 PLN netto rocznie przez okres dwóch lat. Zlecniodawca 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.

Zgodnie z wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. ani pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. ani Autorami lub ich osobami bliskimi, a Emitentem nie występują jakiegokolwiek powiązania, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

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:

#### **Bartłomiej Michalski, DI, MPW**

Dyrektor Departamentu Analiz

[bartlomiej.michalski@dmbps.pl](mailto:bartlomiej.michalski@dmbps.pl)

tel.: (22) 53 95 548

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

Analityk

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

tel.: (22) 53 95 542

#### **Jacek Borawski**

Analityk techniczny

### Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

#### **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