

Polscy producenci gier

Segment producentów gier notowanych w Polsce liczy kilka spółek. Wybraliśmy dwie, które naszym zdaniem wyróżniają się przede wszystkim jakością wydawanych gier – CD Projekt oraz 11 Bit Studios. Ich dotychczasowe produkcje są na światowym poziomie, a innowacyjność i jakość gier pozwala wierzyć w kolejne sukcesy.

CD Projekt – KUPUJ TP 30,85 zł

Sprzedaż gry Wiedźmin 3 Dziki Gon będzie miała kluczowy wpływ na wyniki spółki w 2015r. oraz 2016r. Biorąc pod uwagę liczbę zebranych nagród jeszcze przed debiutem gry (ponad 200), ilość sprzedanych kopii przed debiutem (1,5 mln), pozytywne opinie blogerów i graczy oraz bardzo wysoką ocenę na portalu Metacritic (92/100), widzimy ogromny potencjał sprzedażowy, a nasze prognozy dotyczące 4,5 mln kopii uważamy za konserwatywne. Uwzględniając nasze prognozy sprzedażowe gry Wiedźmin oraz dynamiki wzrostu przychodów portalu GOG.com wyceniliśmy spółkę CD Projekt na 30,85 zł na akcję oraz rozpoczęliśmy wydawanie rekomendacji od Kupuj.

Nasze prognozy dotyczące sprzedaży gry Wiedźmin oszacowaliśmy na podstawie liczby sprzedanych konsol nowej generacji (XBOX One oraz PS4), gdyż uważamy, że możliwy potencjał sprzedażowy gry jest uzależniony od dynamiki przyrostu ich liczby. Wynika to z faktu, iż gra wykorzystuje wydajność nowej generacji konsol. Patrząc historycznie szacujemy, że liczba konsol może w tym roku wzrosnąć o 15 mln, a zakładając, że tylko 10% z ich posiadaczy kupi grę Wiedźmin 3 Dziki Gon, daje to potencjał do sprzedaży kolejnych 1,5 mln kopii gry w tym roku. Dodatkowo nowa wersja GOG.com będzie miała wpływ na dwucyfrowe dynamiki wzrost przychodów z rozwijanego przez spółkę segmentu dystrybucji cyfrowej.

11 Bit Studios – KUPUJ TP 88,84 zł

Od początku powstania spółki zarząd wyznaczał sobie ambitne cele realizując innowacyjne oraz jakościowe produkcje. Wszystkie wydane gry przez 11 Bit Studios są oceniane bardzo wysoko (powyżej 77/100) na portalu Metacritic, co znaczy, że gry są cenione przez graczy. Najnowsza produkcja oparta na prawdziwych wydarzeniach dotyczących oblężenia Sarajewa (This War of Mine) zarobiła dla spółki dotychczas ponad 14 mln zł. Uważamy, że potencjał sprzedażowy tej gry nie został wyczerpany, co wzięliśmy pod uwagę wyceniając spółkę na 88,84 zł na akcję oraz rozpoczęliśmy wydawanie rekomendacji od Kupuj.

Kluczowe dla spółki będą naszym zdaniem 3 i 4 kwartał 2015 roku. Trzeci kwartał ze względu na debiut wersji mobilnej, gdyż towarzyszące mu zwiększone zabiegi marketingowe będą wspierały także sprzedaż gry na PC. Czwarty kwartał jest z kolei najlepszy pod względem sprzedażowym ze względu na świąteczne promocje, które napędzają największe wolumeny sprzedaży gier w roku. Sądzymy, że oba te kwartały będą nie słabsze pod względem zysku netto niż 1 kwartał 2015r, kiedy to spółka zarobiła 4,2 mln zł netto.

	Zysk netto			EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
CD Projekt	267	122	34	332	154	49
11 Bit Studios	13	14	15	17	17	18

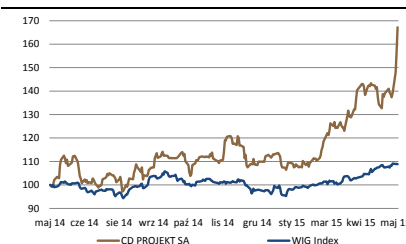
	P/E			EV/EBITDA		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
CD Projekt	8,5	18,4	66,5	5,4	11,7	37,0
11 Bit Studios	10,2	9,7	9,2	5,7	5,4	5,2

Źródło: Spółki, Noble Securities,

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

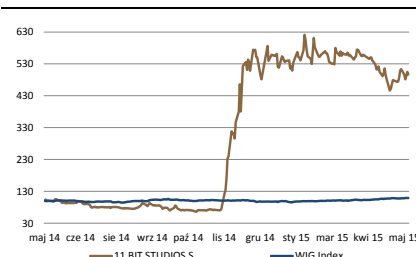
CD Projekt - Kupuj

Cena bieżąca	23,77 zł
Cena docelowa (9M)	30,85 zł
Potencjał wzrostu	30%
Kapitalizacja	2 257 mln zł
Free float	47,54%



11 Bit Studios - Kupuj

Cena bieżąca	61,49zł
Cena docelowa (9M)	88,84 zł
Potencjał wzrostu	44%
Kapitalizacja	136 mln zł
Free float	60,06%



Jakub Rafał,

Młodszy Analityk akcji

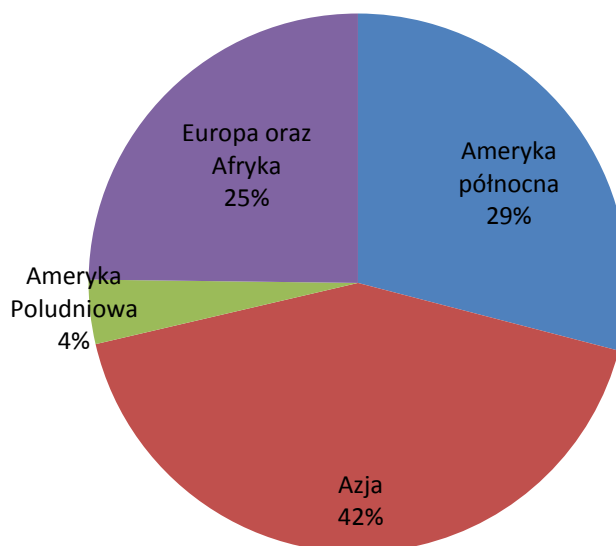
Jakub.rafal@noblesecurities.pl

+48 22 244 13 03

ŚWIATOWY RYNEK GIER

Rynek gier na świecie na koniec 2013r. wart był 75,5 mld USD i obejmował 1,6 mld aktywnych graczy. Największym rynkiem pod względem wartości sprzedawanych gier i dodatków w 2013 r. była Azja (32 mld USD), która obejmuje 740 mln aktywnych graczy. Następnym największym przychodowo regionem jest Ameryka Północna, gdzie rynek wart jest 22 mld USD i obejmuje 190 mln aktywnych graczy. Kolejnym regionem jest Europa oraz Afryka, gdzie łączna wartość rynków wynosi 18,7 mld USD oraz obejmuje 520 mln aktywnych graczy a także Ameryka Południowa, którego wartość wynosi 3 mld USD i obejmuje 170 mln graczy.

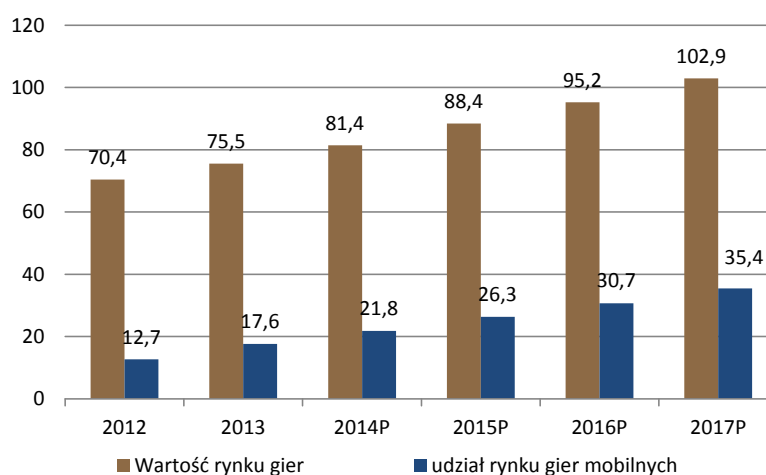
Struktura rynku gier na świecie



Źródło: Noble Securities, www.newzoo.com

Wartość rynku według raportu firmy Newzoo będzie rosła od 2013r. średnio rocznie (CAGR) 8,1% do 2017 roku, kiedy osiągnie 102,9 mld USD. Na uwagę zasługuje dynamiczny wzrost rynku gier mobilnych, który rozwija się najszybciej.

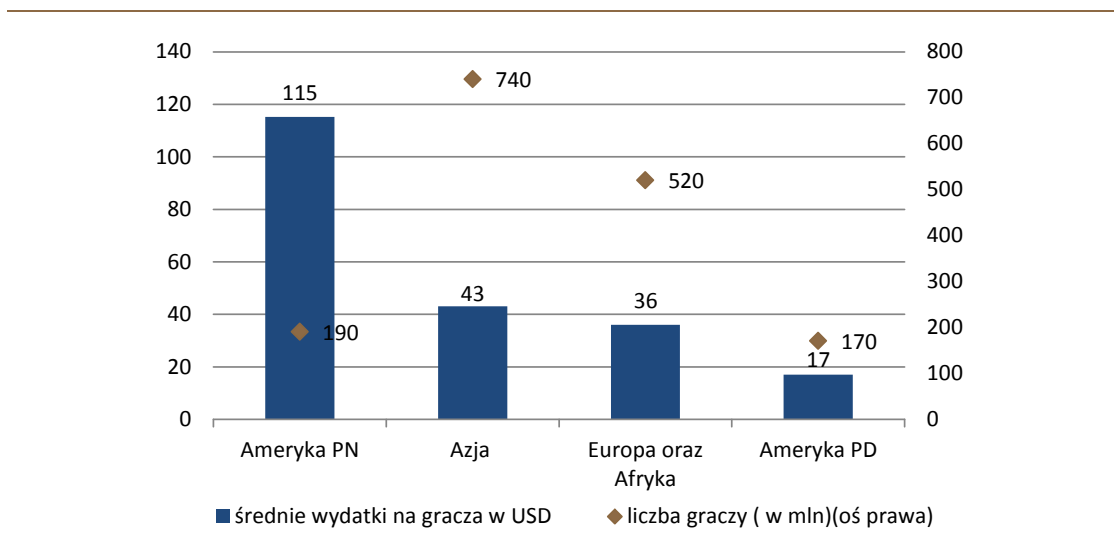
Wartość rynku gier (mld USD)



Źródło: Noble Securities, www.newzoo.com

Prognozy sporządzone przez Newzoo przewidują dalszy wzrost udziału Azji w rynku gier. Prognoza na 2014r. zakłada wzrost wartości o 6 mld USD, w tym wzrost w Azji o prawie 5 mld USD oraz zwiększenie udziału w wartości rynku światowego do 45%. Liderem natomiast w wartości przychodów na jednego gracza jest Ameryka Północna, gdzie średnio każdy z graczy przeznaczył na gry w 2013r. 115 USD. Dla porównania mieszkańiec Azji 43 USD, mieszkańiec Europy oraz Afryki średnio przeznaczył 36 USD natomiast mieszkańiec Ameryki Południowej 6 USD.

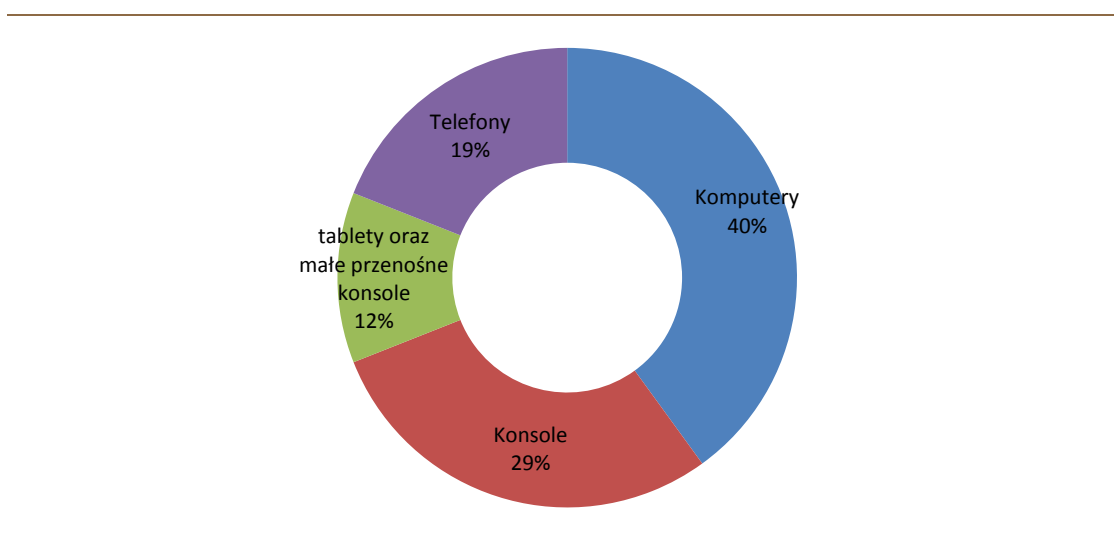
Średnie wydatki gracza (oś lewa), liczba graczy(w mln) (oś prawa)



Źródło: Noble Securities, www.newzoo.com

Według tego samego raportu firmy Newzoo, w 2014P roku 40% udziałów w przychodach (32,6 mld USD) pochodziło z gier komputerowych, 29% (23,6 mld USD) z konsol, 19% (15,5 mld USD) z telefonów oraz 12% (9,8 mld USD) z tabletów oraz konsol przenośnych.

Udział % w rynku gier w 2014P

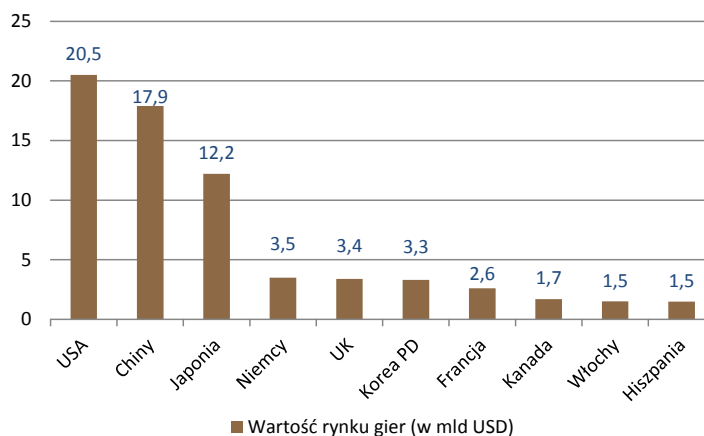


Źródło: Noble Securities, www.newzoo.com

Rynek gier w rozbiciu na kraje

Największym krajem pod względem przychodów z tytułu sprzedaży gier komputerowych jest USA, gdzie według prognoz www.newzoo.com w 2014 roku rynek ten był wart ponad 20 mld USD. W Chinach prognozowana sprzedaż była na poziomie 18 mld USD, Japonia 12 mld USD, oraz Niemcy 3 mld USD. Polska kształtuje się na 23 miejscu z szacunkową wartością 280 mln USD.

Wartość rynku gier w rozbiciu na kraje (w mld USD)



Źródło: Noble Securities, www.newzoo.com

Cyfrowa dystrybucja

Cyfrowa dystrybucja w odróżnieniu od fizycznego sprzedaży gier pozwala wygenerować wyższe zyski na każdej sprzedanej kopii. Nie generuje ona fizycznego zapasu na sklepowych półkach oraz kosztów tłoczenia płyt przez firmy zewnętrzne. W zależności od platformy kosztuje to 2 euro wraz z dostawą na PC oraz 10 euro na konsole, co jest wynikiem zastrzeżeń firm Microsoft oraz Sony. Dlatego cena gier na platformy PS czy XBOX są droższe od gier tych samych gier wydanych na PC.

Najlepsze światowe produkcje

W 2014r. mieliśmy wysyp topowych kontynuacji gier takich jak: GTA V (43,6 mln sprzedanych kopii), Call of Duty: Advanced Warfare (18,6 mln kopii) czy FIFA 15 (14,8 mln kopii). Oprócz kontynuacji dobrze znanych tytułów na liście bestsellerów znalazły się także nowości takie jak Destiny, która od debiutu 9 września 2014r. sprzedała się w nakładzie 10,2 mln kopii na wszystkie platformy (dane na 21 marca 2015r.), w tym 7,2 mln kopii w przeciągu pierwszych 10 tygodni od daty premiery.

Liczba sprzedanych gier w podziale na platformę (dane na marzec 2015r.)

w (mln sztuk)	PS4	XONE	PC	PS3	X360	Suma
Grand Theft Auto V	6,42	2,62	NA	19,45	15,11	43,6
Call of Duty : Advanced Warfare	6,44	4,35	0,3	3,84	3,71	18,6
Fifa 15	5,82	1,8	0,23	4,2	2,7	14,8
Minecraft	1,72	0,91	NA	3,48	7,19	13,3
Destiny	4,67	2,56	NA	1,35	1,59	10,2
Watch Dogs	3,57	1,32	0,35	1,64	1,14	8,0
Far Cry 4	3,06	1,12	0,44	0,94	0,66	6,2
Assassin's Creed : Unity	3,11	2,67	0,41	NA	NA	6,2
Dragon Age: Inquisition	1,45	0,65	0,47	0,42	0,38	3,4

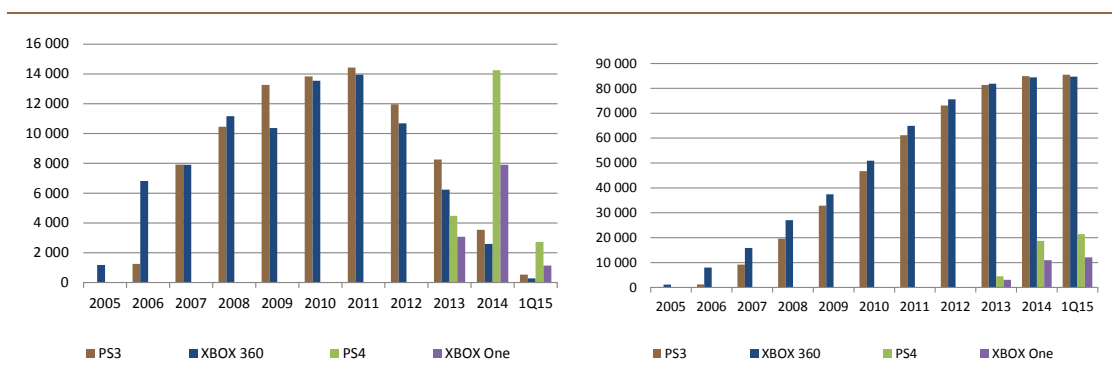
Źródło: www.vgchartz.com; Noble Securities; * brak danych sprzedażowych lub brak odpowiedniej wersji

Konsole nowej generacji

O ile rynek komputerów jest zdominowany przez użytkowników oprogramowania firmy Microsoft – „Windows” o tyle rynek konsol jest podzielony przez dwóch największych graczy – Microsoft „XBOX One” oraz Sony „Play Station 4”. Sony od daty premiery (listopad 2013) sprzedał ponad 21,4 mln konsol, natomiast Microsoft (także od listopada 2013r.) sprzedał 12,1 mln konsol „XBOX One” (dane na 28 marca 2015 według portalu vgchartz.com).

Sprzedaż poprzednich wersji konsol (PS3 oraz Xbox 360) po pierwszych 2 latach od premiery każdej z konsol była na poziomie nie niższym niż 10 mln rocznie do czasu ogłoszenia kolejnej ich generacji. Pierwsze doniesienia prasowe dotyczące w tym przypadku nowej generacji konsoli Microsoftu pojawiły się w 2010r., a ich szczyt sprzedażowy w 2011r. W kolejnych latach sprzedaż spadła ze względu na oczekiwanie graczy na nową odsłonę XBOXa.

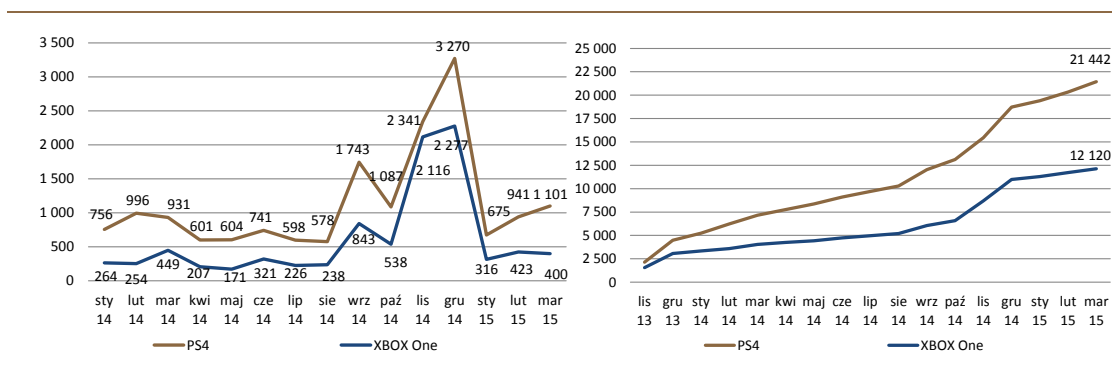
Liczba nowych konsol w ujęciu rocznym (wykres lewy) oraz narastająco (wykres prawy)



Źródło: Noble Securities, www.vgchartz.com

Uważamy że jest to dobry prognostyk do dynamicznego wzrostu liczby konsol nowej generacji, a co za tym idzie pozytywny wpływ na sprzedaż dobrych produkcji na te konsole.

Sprzedaż konsol nowej generacji miesięcznie (wykres lewy) oraz narastająco (wykres prawy)



Źródło: Noble Securities, www.vgchartz.com

Polscy producenci gier

Wśród polskich deweloperów gier notowanych na rynku NewConnect i na rynku regulowanym wyróżniają się 2 spółki, których gry są naszym zdaniem jakościowe tj. CD Projekt oraz 11 bit Studios. Do tej grupy aspiruje również spółka Vivid Games. Za jakościowe uważamy oryginalne, innowacyjne pomysły, które spotykają się z dużym zainteresowaniem graczy i sukcesem komercyjnym. Uważamy, że jakość produkcji wspomnianych spółek jest wysoka i powtarzalna.

11 BIT Studios

Od początku powstania spółki zarząd stawiał sobie ambitne cele realizacji produkcji ciekawych, innowacyjnych oraz jakościowych. Od pierwszej wydanej gry Anomaly Warzon Earth spółka udawała, że nawet innowacyjne pomysły jest w stanie wykonać jakościowo, co gwarantowało liczne nagrody i coraz większe sukcesy sprzedażowe. Ostatnia produkcja zainspirowana oblężeniem Sarajewa, gdzie gracz jest cywilem i walczy o przetrwanie, przyniósł spółce już ponad 14 mln zł zysku netto, co naszym zdaniem nie wyczerpało jeszcze potencjału sprzedażowego tej produkcji. Wyceniając spółkę nasze założenia opierają się na dobrej sprzedaży gry This War of Mine w wersji PC oraz mobilnej w 2015r. Debiut nowej gry ujęliśmy w przychodach od 2016r. Uwzględniając przychody ze sprzedaży gry This War of Mine w wersji mobilnej oraz na PC wyceniliśmy spółkę 11 Bit Studios na 88,84 zł za akcję oraz rozpoczęliśmy wydawanie rekomendacji od Kupuj.

This War of Mine

Pomimo dobrej sprzedaży gry w 4Q2014 oraz 1Q2015 uważamy, że potencjał realizacji zysku z tej produkcji nie został jeszcze wyczerpany, a wyniki za 2015r. będą w większości pochodziły właśnie ze sprzedaży tego tytułu. Uważamy, że pod względem wyników najslabszym kwartałem w roku będzie drugi kwartał ze względu na brak dodatkowych dużych promocji oraz powolne zmniejszenie się dziennych dynamik sprzedaży. Na przełomie drugiego i trzeciego kwartału natomiast spodziewamy się debiutu gry w wersji mobilnej, co będzie wiązało się z dodatkowymi zabiegami marketingowymi, które także wzmocnią sprzedaż gry na PC. W czwartym kwartale oczekujemy dobrej sprzedaży szczególnie w grudniu ze względu na wzmoczone promocje świąteczne.

Nowa gra: Industrial

Debiut kolejnej produkcji studia jest możliwy pod koniec 4Q2015 lub na początku 1Q16. Biorąc pod uwagę jakość, która jest w produkcji najważniejsza zakładamy, że debiut gry może się przeciągnąć w czasie i nasze prognozy z jej sprzedaży uwzględniliśmy od 1Q16.

Wartość akcji spółki 11 Bit Studios oszacowaliśmy na podstawie wyceny metodami: DCF (104,66 zł) oraz porównawczą (75,69 zł), co po zważeniu powyższych wycen równymi wagami dało 9-miesięczną cenę docelową równą 88,84 zł.

mln zł	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	4,8	5,7	17,9	23,7	24,8	26,1
EBITDA	1,9	1,6	12,3	16,8	17,5	18,2
EBIT	1,8	1,4	12,0	16,5	17,2	17,9
Zysk Netto	1,3	1,0	9,7	13,4	14,1	14,8
EPS	0,6	0,5	4,4	6,1	6,4	6,7
P/E (x)	101,4	135,2	14,0	10,2	9,7	9,2
EV/EBITDA (x)	49,7	59,9	7,8	5,7	5,4	5,2

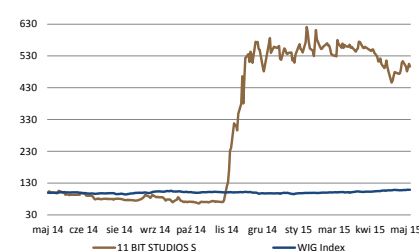
Źródło: Noble Securities

**NOBLE
SECURITIES**
DOM MAKLERSKI

Kupuj

(Pierwsza rekomendacja)

Cena bieżąca	61,49 zł
Cena docelowa (9M)	88,84 zł
Potencjał wzrostu	44%
Kapitalizacja	136 mln zł
Free float	60,06%
Śr. wolumen 6M	22 259



PROFIL SPÓŁKI

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

STRUKTURA AKCJONARIATU

Bartosz Brzostek	11,67%
Grzegorz Miechowski	9,10%
Przemysław Marszał	6,95%
Marcin Przasnyski	6,78%
Pozostali	65,50%

Jakub Rafał,

Młodszy Analityk akcji

Jakub.rafal@noblesecurities.pl
+48 22 244 1303

WYCENA

Akcje spółki 11 Bit Studios wyceniliśmy przy wykorzystaniu 2 metod: DCF przypisując wagę 25 proc. oraz porównawczej przypisując wagę 75 proc. i wyznaczając 9-miesięczną cenę docelową równą 88,84 zł.

W tabeli poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny:

Podsumowanie wyceny	Waga (x)	Wycena 1 akcji (zł)
Wycena DCF	0,25	104,66
Wycena porównawcza	0,75	75,69
Średnia ważona metod		82,93
Cena docelowa (9M)		88,84
Cena aktualna		61,49
Potencjał		44%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ DCF

Założenia do modelu:

- Wartość przepływów pieniężnych dyskontowana na maj 2015 roku,
- Gotówka netto na dzień 31.12.2014 roku w wysokości 5,3 mln zł,
- Efektywna stopa podatkowa na poziomie 19 proc.,
- Długoterminowa stopa wzrostu po okresie prognozy równa 2 proc.,
- Beta na poziomie 1,2, ponieważ tylko jedna gra do tej pory okazała się hitem sprzedażowym,
- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 3,0 proc., premia za ryzyko w wysokości 5,5 proc.

WYCENA DCF I ANALIZA WRAŻLIWOŚCI

DCF	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	24	25	26	27	27	28	28	29	29	30
NOPAT	13	14	15	15	15	15	16	16	16	17
Amortyzacja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zmiany KON	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CAPEX	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
FCFF	16	17	17	18	18	18	19	19	19	20
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Współczynnik dyskonta	0,95	0,86	0,79	0,72	0,66	0,60	0,55	0,50	0,46	0,42
DFCF	15	14	14	13	12	11	10	10	9	8
SUMA DFCFF do 2024	116									
Wzrost FCFF po okresie prognozy	2,00%									
Wartość rezydualna na 2024	267									
Zdyskontowana wartość rezydualna	111									
Wartość Firmy (EV)	227									
Dług netto 31.12.2014	-5									
Udziałowcy mniejszościowi	0									
Wartość kapitałów własnych	232									
Liczba akcji (w mln.)	2,2									
Wartość na 1 akcję	104,7									

Analiza wrażliwości					
	Stopa wzrostu rezydualna				
	0%	1%	2%	3%	4%
WACC - 1,0%	95,6	106,1	119,8	138,3	164,9
WACC - 0,5%	90,6	99,8	111,7	127,4	149,2
WACC	86,2	94,3	104,7	118,1	136,4
WACC + 0,5%	82,1	89,4	98,5	110,2	125,6
WACC + 1,0%	78,5	85,0	93,1	103,3	116,5

Źródło: Noble Securities

Poniżej prezentujemy kalkulację kosztu kapitału własnego oraz WACC:

WACC	2015P	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Premia za ryzyko	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Koszt kapitału własnego	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Efektywna stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Koszt długu po tarczy	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%	3,65%
Dług netto/EV	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%

Źródło: Noble Securities

WYCENA METODĄ PORÓWNAWCZĄ

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

Poniżej prezentujemy podsumowanie wyceny porównawczej:

Spółka	Cena akcji	Kapitalizacja (mln PLN)	P/E (x)			EV/EBITDA (x)		
			2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
ELECTRONIC ARTS	63	74 006	26,2	22,0	19,2	14,0	11,6	9,6
ACTIVISION BLIZZ	25	69 601	20,7	17,2	15,1	11,5	9,1	7,6
KING DIGITAL ENT	15	18 059	7,9	8,4	7,8	4,2	3,5	2,9
NEXON CO LTD	1 692	22 730	16,5	15,5	15,3	7,1	6,3	6,1
NINTENDO CO LTD	21 440	93 883	65,7	94,5	58,4	71,5	54,5	39,3
UBISOFT ENTERTAI	16	7 491	16,4	13,7	11,6	2,6	2,3	2,1
NETEASE INC-ADR	146	71 838	20,8	17,1	14,1	16,3	12,6	10,3
DENA CO LTD	2 511	11 705	21,5	20,1	14,8	9,3	8,5	6,3
SQUARE ENIX HD	2 625	9 918	26,2	18,8	16,3	9,7	6,5	5,4
Mediana			20,8	17,2	15,1	9,7	8,5	6,3
11 Bit Studios			10,2	9,7	9,2	5,7	5,4	5,2
Premia/dyskonto do średniej (%)			-51%	-44%	-39%	-41%	-36%	-17%
Implikowana wartość godziwa 11 Bit Studios			126	110	101	80,6	80,3	70,1
Dyskonto			-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%
Implikowana wartość godziwa 11 Bit Studios						75,69		

Źródło: Bloomberg, Noble Securities, dane na 22.05.2015r.

OPIS SPÓŁKI

11 Bit Studios to firma zajmująca się produkcją gier wideo takich jak: seria Anomaly, Funky Smugglers czy This War of Mine. Od niedawna spółka rozwija segment wydawniczy pod nazwą 11 bit launchpad, a pierwsza gra Spacecom jest już dostępna w sprzedaży. 11 Bit Studios rozwija także segment dystrybucji cyfrowej pod nazwą Games Republic, który posiada w sprzedaży ponad 700 gier.

Historia 11 Bit Studios

Większa część zespołu wywodzi się ze spółki Metropolis Software, w której stworzyli jedną z pierwszych polskich gier komputerowych (w 1999r. zespół stworzył wysokiej jakości dobrze sprzedającą się w wielu krajach grę Gorky 17). Spółka Metropolis została w 2009r. przejęta przez CD Projekt Investment, jednak ze względu na różnice interesów z nowym właścicielem, część zespołu odeszła z Metropolis, po czym w grudniu 2009 r. założyli spółkę 11 Bit Studios. Trzon spółki tworzą założyciele i zarazem akcjonariusze spółki, dlatego naszym zdaniem nie ma ryzyka utraty najlepszych pracowników.

Jednym z założeń spółki jest tworzenie gier innowacyjnych oraz jakościowych, co miało wpływ na otrzymanie licznych nagród takich, jak: Independent Games Festival Audience Award, Games4Change Best Gameplay czy People's Choice Award.

Spółka w pierwszej kolejności zaczęła produkować mniejsze gry mobilne takie jak Anomaly Warzone Earth, Anomaly Korea, Funky Smugglers czy Sleepwalker's Journey. Pierwszą większą produkcją wydaną z myślą o PC była Anomaly 2. Miała ona pozytywny odbiór graczy, jednak nie przełożyło się to na dobrą sprzedaż. Kolejną dużą produkcją spółki jest gra This War of Mine, która oprócz dobrego odbioru przez krytyków i graczy (ocena portalu Metacritic 83/100) osiągnęła sukces komercyjny i sprzedażowy, a pierwsze 6 miesięcy sprzedaży przyniosło ponad 14 mln zł zysku. Na dobrą sprzedaż gry wpływ mają pozytywne recenzje gry, opinie blogerów oraz marketingowe doświadczenie pozyskane przy sprzedaży gry Anomaly 2.

Gry wyprodukowane przez 11 Bit Studios wraz z ocenami krytyków i graczy:

- Anomaly Warzone Earth wydana w 2011r., ocena portalu Metacritic 94/100 na platformy mobilne oraz 80/100 na PC,
- Anomaly Korea wydana w 2012r., ocena portalu Metacritic 86/100,
- Funky Smugglers, wydana w 2012r., ocena portalu Metacritic 82/100 na platformy mobilne,
- Sleepwalker's Journey wydana w 2012r., ocena portalu Metacritic 81/100 na platformy mobilne,
- Anomaly 2 wydana w 2013r., ocena portalu Metacritic 86/100 na platformy mobilne oraz 77/100 na PC,
- Anomaly Defenders wydana w 2014r., ocena portalu Metacritic 80/100 na platformy mobilne,
- This War of Mine wydana w 2014r., ocena portalu Metacritic 83/100 na PC.

Portal metacritic.com skupia oceny krytyków oraz graczy, a gry oceniane powyżej 75/100 uważane są za jakościowe.

PROGNOZY WYNIKÓW FINANSOWYCH

ZAŁOŻENIA DO PROGNOZ

1. Sprzedaż gry This War of Mine – nasze prognozy dotyczące przychodów oraz zysków w głównej mierze dotyczą sprzedaży gry This War of Mine. Oczekujemy trzech dobrych sprzedażowo kwartałów w 2015r. Pierwszy kwartał, trzeci ze względu na debiut wersji mobilnej i wzmożone zainteresowanie także gry na PC oraz czwarty kwartał, który jest najlepszym kwartałem pod względem wydatków na zakup gier, napędzanych świątecznymi promocjami.
2. This War of Mine w wersji mobilnej – naszym zdaniem debiut gry w wersji mobilnej oprócz bezpośrednich wpływów pośrednio będzie wspierał sprzedaż w wersji PC.

Sprzedaż gry This War of Mine na PC i w wersji mobilnej

Gra od dnia zapowiedzi wzbudzała sensacje ze względu na jej inspirację zaczerpniętą z oblężenia Sarajewa. Jest to gra, która po raz pierwszy pokazuje wojnę w innym obliczu tzn. gracz jest cywilem-ofiarą wojny, który musi podejmować moralne decyzje w celu zapewnienia schronienia, lekarstw oraz żywności. Debiut TWoM miał miejsce 14 listopada 2014r., a pierwsze półtora miesiąca sprzedaży gry przyniosło spółce ponad 10 mln zł zysku netto. Sprzedaż w 4Q14 była napędzana zabiegami marketingowymi przed premierą, pozytywnymi recenzjami gry przez branżowych blogerów, świątecznymi promocjami oraz najlepszym okresem, jakim jest grudzień w sprzedaży gier. Pierwszy kwartał przyniósł ponad 4 mln zysku i naszym zdaniem jest to wynik dobry. Najślabszego wyniku w całym 2015r. oczekujemy w drugim kwartale ze względu na brak dodatkowych dużych świątecznych promocji napędzających sprzedaż oraz innych ważnych wydarzeń w spółce. Uważamy, że kluczowymi pod względem rocznych wyników

kwartałami będą 3Q i 4Q2015r. Na przełomie drugiego i trzeciego kwartału będzie miał miejsce debiut gry This War of Mine na platformy mobilne: Android i IOS, co dodatkowo będzie miało wpływ na wynik spółki, a marketing związany z debiutem wspomże sprzedaż gry w wersji PC. Czwarty kwartał natomiast jest najlepszy dla spółek produkujących gry ze względu na najwyższe wydatki na gry komputerowe, na co mają wpływ liczne promocje oraz zabiegi marketingowe związane z okresem świątecznym. Gra ma bardzo dobry odbiór przez graczy a przychody z tytułu jej sprzedaży będą widoczne na wynikach 2015 oraz 2016 roku.

Nowa produkcja: Industrial

Nie mamy zbyt dużo informacji dotyczących nowej produkcji spółki. Oczekujemy pierwszych informacji oraz ich odbioru przez rynek. Nie mamy jednak wątpliwości, że gra będzie dobra jakościowo, o czym już mogliśmy się przekonać w przypadku poprzednich produkcji. Sądzymy, że debiut gry może się przesunąć na pierwszy kwartał 2016, dlatego że spółka nie wypuści produktu, który nie będzie na 100% dopracowany. Pierwsze informacje dotyczące gry powinny się ukazać na przełomie 2 i 3 kwartału. W tym też czasie dokładnie dowiemy się, kiedy gra realnie może się pojawić na rynku. My natomiast w naszych prognozach zakładamy pierwsze przychody ze sprzedaży nowej produkcji od początku 2016r.

11 Bit launchpad

Spółka rozwija segment wydawniczy pod nazwą 11 Bit launchpad od stycznia 2014r. W przypadku segmentu wydawniczego, jak i przy tworzeniu własnych gier najważniejsza dla spółki jest jakość wydawanych produkcji. Do spółki trafia bardzo duża liczba potencjalnych projektów, którym 11 Bit launchpad potencjalnie może pomóc przy ich produkcji oraz przy wydaniu, jednak nieliczna część ostatecznie zostanie wydana. Dzieje się tak z wielu powodów: nie wszystkie pomysły są pomysłami, które są innowacyjne lub mają potencjał sprzedażowy oraz nie wszystkie studia, które mają ciekawe pomysły, mają potencjał żeby zrobić taką grę dobrze. Dlatego większa część projektów jest odrzucana. Spółka w większość projektów, które spełniają wymogi potencjału sprzedażowego oraz gwarancji jakości wykonania gier, sama inwestuje środki z budżetu, który ma na ten segment przeznaczony. W przypadku pierwszej gry Spacecom spółka zainwestowała kilkadziesiąt tysięcy złotych. Debiut gry Spacecom miał miejsce we wrześniu 2014, a od początku 2015 roku spółka już na tym projekcie zarabia. Od 6 maja 2015 gra Spacecom jest także dostępna na wersje mobilne. W 2015 r. spółka planuje wydać 2 gry, których poziom zaawansowania oraz jakość testowych wersji jest zadowalająca. Wraz z rozwojem tego segmentu oraz ze zwiększeniem budżetu (spółka planuje dokapitalizować ten segment kwota 2 mln zł, dodatkowo budżet będzie się zwiększał poprzez zysk na wydanych już produkcjach) spółka będzie wydawała coraz większe produkcje z coraz większym potencjałem sprzedażowym. Historia produkcji własnych gier oraz ich jakość pozwala nam szacować, że w 2016r. ten segment spółki będzie samowystarczalny oraz przyniesie spółce kilkadziesiąt tysięcy zysku. Nie będzie to jeszcze kluczowa część spółki, ale w przyszłości będzie kolejną stabilną nogą biznesową, która zapewni dywersyfikację przychodów.

Games Republic

Spółka rozwija segment dystrybucji cyfrowej pod nazwą Games Republic od maja 2014r. Obecnie w sprzedaży jest ponad 700 gier oraz zarejestrowanych ponad 400 tys. użytkowników. Koszt stworzenia samej platformy Games Republic to ok. 1 mln zł, a założenia do osiągnięcia poziomu rentowności zazwyczaj przy takich portalach to okres ok. 2 lat. Jest to projekt przyszłościowy, który będzie wspomagał sprzedaż własnych produkcji oraz tych, które będą wydawane przez 11 bit launchpad, a dodatkowo w przyszłości będzie kolejnym segmentem, który będzie generował stałe przychody.

Wszystkie segmenty działalności spółki wzajemnie się uzupełniają. Spółka produkuje własne gry, które dodatkowo promuje na własnej platformie dystrybucji cyfrowej, co ma wpływ na wyższą sprzedaż gier. Widzimy także synergie w przypadku segmentu wydawniczego – w czasie, kiedy po wydaniu własnej produkcji dział odpowiedzialny za marketing oraz wydawnictwo ma zmniejszoną ilość obowiązków, zajmuje się zewnętrznymi projektami w 11 bit launchpad. Będzie to także miało pozytywny wpływ w przyszłości na negocjacje i tworzenie pakietów promocyjnych gier na portalach typu Steam. Polega to na sprzedaży kilku topowych produkcji gier w pakiecie za promocyjną cenę. Jednostkowo na każdej z kopii zarabia się mniej, ale na całości widać wzmożony popyt i właśnie na takich promocjach można dodatkowo zarobić w przypadku tytułów, które ukazały się jakiś czas wcześniej i obecny poziom ich sprzedaży jest dużo mniejszy.

GŁÓWNE CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko spadku sprzedaży gry This War of Mine – spadek sprzedaży gry This War of Mine może mieć negatywny wpływ na poziom przychodów oraz gotówki w spółce na koniec 2015r.

Niepowodzenie sprzedaży kolejnych produkcji – niepowodzenie sprzedaży kolejnych produkcji miałyby negatywny wpływ na przychody spółki oraz na poziom gotówki w spółce. Porażka przy kilku kolejnych produkcjach wpłynęłaby na wyczerpanie zasobów gotówki oraz potrzebę pozyskania kapitału na nowe gry. Uważamy, że produkcje spółki są wysokiej jakości i każde kolejne gry także będą jakościowe, co naszym zdaniem minimalizuje ryzyko niepowodzenia. Dodatkowym czynnikiem zmniejszającym to ryzyko jest też produkcja gier o relatywnie małych nakładach inwestycyjnych – na poziomie 2-3 mln zł.

Rachunek zysków i strat (mln PLN)	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody ze sprzedaży	4,8	5,7	17,9	23,7	24,8	26,1
Koszty działalności operacyjnej	3,0	4,4	6,1	7,4	7,9	8,4
Zysk brutto na sprzedaży	1,8	1,4	11,7	16,2	16,9	17,7
EBIT	1,8	1,4	12,0	16,5	17,2	17,9
zysk przed opodatkowaniem	1,7	1,3	12,1	16,6	17,4	18,3
zysk netto	1,3	1,0	9,7	13,4	14,1	14,8
Amortyzacja	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
EBITDA	1,9	1,6	12,3	16,8	17,5	18,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Bilans	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Aktywa	7,3	8,7	21,6	35,0	49,1	63,9
Aktywa trwałe	0,1	0,6	1,2	3,4	5,6	7,7
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,1	0,1	2,3	4,5	6,6
Wartości niematerialne	0,0	0,5	1,1	1,1	1,1	1,1
Pozostałe aktywa trwałe	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Aktywa obrotowe	7,2	8,1	20,4	31,6	43,5	56,2
Zapasy	2,6	3,4	5,3	5,3	5,3	5,3
Należności handlowe	1,2	0,9	7,3	7,3	7,3	7,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3,5	3,7	7,7	18,9	30,9	43,5
Pasywa	7,3	8,7	21,6	35,0	49,1	63,9
Kapitał własny	6,9	7,9	17,7	31,1	45,2	60,0
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,4	0,8	3,9	3,9	3,9	3,9

Źródło: Spółka, Noble Securities

Rachunek przepływów pieniężnych	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Zysk (strata) okresu	1,3	1,0	8,0	13,4	14,1	14,8
Amortyzacja	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zmiana kapitału obrotowego	-2,3	-0,5	-6,2	0,0	0,0	0,0
CF Operacyjny	-0,7	0,8	2,2	13,7	14,4	15,2
CAPEX	-0,1	-0,7	-0,7	-2,5	-2,5	-2,5
CF Inwestycyjny	-0,1	-0,6	-0,9	-2,5	-2,5	-2,5
CF Finansowy	3,0	0,1	2,7	0,0	0,0	0,0
CF	2,2	0,3	3,9	11,2	11,9	12,7
Środki pieniężne na początek okresu	1,3	3,5	3,7	7,7	18,9	30,9
Środki pieniężne na koniec okresu	3,5	3,7	7,7	18,9	30,9	43,5

Źródło: Spółka, Noble Securities

REKOMENDACJA

25 MAJA 2015 ROKU

Wybrane wskaźniki	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
marża zysku brutto na sprzedaży	37%	24%	66%	69%	68%	68%
marża EBITDA	40%	28%	69%	71%	70%	70%
marża EBIT	37%	24%	67%	70%	69%	69%
marża netto	28%	18%	55%	57%	57%	57%
Dług netto	-3,2	-3,5	-5,3	-16,6	-28,5	-41,2

Źródło: Spółka, Noble Securities

Roczne stopy wzrostu	2012	2013	2014	2015P	2016P	2017P
Przychody		19%	213%	33%	5%	5%
EBITDA		-17%	672%	36%	4%	4%
EBIT		-22%	760%	37%	4%	4%
Zysk netto		-25%	865%	38%	5%	5%

Źródło: Spółka, Noble Securities

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

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

PODSTAWOWE ZASADY WYDAWANIA REKOMENDACJI

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

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

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

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

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

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

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

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

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

POWIĄZANIA I OKOLICZNOŚCI, KTÓRE MOGĘBY WPŁYNAĆ NA OBIEKTYWIZM RAPORTU ANALITYCZNEGO

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

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

Ponadto Noble Securities S.A. informuje, że:

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

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

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

POZOSTAŁE INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA

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

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

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

Rekomendacja ani żaden z jej zapisów nie stanowi:

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

Rekomendacja

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

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

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

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

UWAGI KOŃCOWE

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

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

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

Zalecenie w ostatnich 12 miesiącach	Wydane rekomendacje		Wydane rekomendacje dla klientów bankowości inwestycyjnej Noble Securities	
	Liczba	% wszystkich	Liczba	udział
Kupuj	22	52%	1	5%
Akumuluj	10	24%	0	0%
Trzymaj	10	24%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%
SUMA	42		1	2%