

Vivid Games SA

2022-09-29 08:45

Raport aktualizujący

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	1,07
Wycena DCF [PLN]	1,13
Wycena porównawcza [PLN]	0,94
Cena rynkowa [PLN]	1,03
Pot.wzrostu/spadku [%]	3,6%
Kapitalizacja [mln PLN]	33,1
Free float [%]	50,3%
Sektor	gry mobilne
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

Analitycy:

Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Profil Spółki:

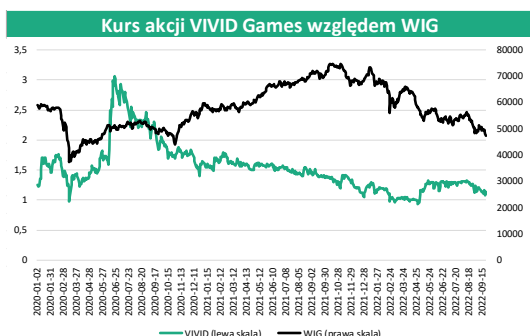
Nowoczesne studio deweloperskie zajmujące się projektowaniem, produkcją oraz publikowaniem gier na konsole przenośne i stacjonarne, komputery klasy PC i Mac, oraz nowoczesne telefony komórkowe (smartfony) – które stanowią najbardziej dynamicznie rozwijający się sektor rynku.

Źródło: www.gpw.pl

Główni Akcjonariusze : [%]

Kościelny Remigiusz	22,5%
Wojczakowski Jarosław	22,5%
Sominka Paweł	7,8%

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
rozwój globalnego rynku gier	wysoka amortyzacja
aprecjacja dolara	wysokie koszty UA
inwestycje w analitykę danych	niska rentowność



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Strategia maksymalizacji przychodów skutecznie realizowana, rentowność wciąż bardzo niska

Wyznaczona przez Zarząd ambitna **strategia wzrostu przychodów** poprzez skupienie się na trzech grach z obecnego portfolio okazała się być realizowana w nieznacznie szybszym tempie niż zakładały nasze wcześniejsze prognozy, co należy postrzegać pozytywnie. Wśród przyczyn można wskazać m. in. rosnące zainteresowanie użytkowników dwoma flagowymi tytułami Spółki (Real Boxing 2 i Eroblast) oraz umocnienie USD, głównej waluty rozliczeniowej przychodów z gier Spółki. **Niestety, wzrostom przychodów nie towarzyszą wyższe zyski.** Vivid Games po II kwartale zamiast generować wyższą marżę zysku netto, wypracował wynik mniejszy niż w poprzednim kwartale i niższy od naszych oczekiwań zysk netto (22 tys. wobec oczekiwanych 201 tys. zł i 50 tys. zł wygenerowanych w I kwartale 2022). Wpływ na ten stan rzeczy miały wyższe od spodziewanych koszty usług obcych (plus 7,5%) oraz amortyzacja (plus 4,2%).

Do istotnych informacji należy zaliczyć porozumienie, jakie zawarła Spółka, dotyczące sprzedaży technologii BidLogic (usługa mediacji reklamowej), co pozytywnie wpłynie na sytuację płynnościową oraz wynik netto w III kwartale. Spółka spodziewa się wpływu gotówkowego w wysokości ok. 4,2 mln zł, z czego ponad 3 mln zł już otrzymała.

W naszym raporcie aktualizującym **dokonujemy rewizji kosztu kapitału oraz zakładanych poziomów zysków.**

Finalnie **obniżamy naszą wycenę do 1,07 zł (z 1,29 zł)** za 1 akcję na koniec 2022 r., widząc wciąż potencjał do wzrostu kursu względem bieżących notowań.

	tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody		25 689	36 540	41 484	49 010	58 037	62 538
EBITDA		-8 557	7 803	5 426	6 654	8 118	8 135
marża EBITDA		-33,3%	21,4%	13,1%	13,6%	14,0%	13,0%
EBIT		-14 570	4 886	1 513	2 742	4 205	4 222
Zysk netto		-14 857	3 607	1 146	2 255	3 441	3 454
Kapitał własny		6 623	10 230	11 376	13 632	17 072	20 527
Dług		6 449	2 338	344	348	389	356
P/E		-2,16	8,90	28,00	14,23	9,33	9,29
P/BV		4,85	3,14	2,82	2,35	1,88	1,56
EV/EBITDA		-3,00	3,81	5,85	4,77	3,91	3,90
EPS		-0,46	0,11	0,04	0,07	0,11	0,11

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wybrane ostatnie wydarzenia

- **20.06.2022. (ESPI RB 14/2022)** Zarząd Spółki (...) informuje, że w dniu 20 czerwca 2022 r. Spółka zawarła wstępne porozumienie (term sheet) dotyczące kluczowych warunków sprzedaży przez Spółkę technologii Bidlogic. Zawarcie ww. porozumienia tożsame jest z podjęciem przez Spółkę ostatecznej decyzji o przystąpieniu do skonkretyzowanych działań zmierzających do sprzedaży technologii Bidlogic. Zgodnie z ww. porozumieniem nabywca – polska spółka działająca w branży reklamowej – nabędzie pełne prawa do technologii Bidlogic wraz ze wszystkimi jej elementami za łączną cenę równą 10 mln złotych, zapłaconą w transzach płatnych do końca 2023 r., przy czym większość, tj. 7.5 mln złotych zostanie zapłacona w dniu zawarcia umowy sprzedaży. Projekt Bidlogic rozwijany jest przez Spółkę w formacie zbliżonym do inkubacji biznesu, z kluczowym udziałem pomysłodawcy projektu. W związku z powyższym, zgodnie z zawartą wcześniej umową z założycielem projektu, Spółka zobowiązana będzie do zapłaty na jego rzecz wynagrodzenia w wysokości 50% ceny sprzedaży pomniejszonej o koszty poniesione przez Emitenta w związku z rozwojem projektu. Zawarcie umowy z kupującym zostanie poprzedzone badaniem due diligence przeprowadzonym przez doradców kupującego oraz negocjacjami dotyczącymi szczegółowych postanowień umowy sprzedaży. Warunkiem jej zawarcia jest pomyślny wynik badania i negocjacji. Zgodnie z ustalonym z kupującym harmonogramem umowa sprzedaży zostanie zawarta do dnia 31 lipca 2022 r. Spółka poinformuje w odrębnym komunikacie o zawarciu umowy i jej ostatecznych postanowieniach lub o podjęciu decyzji o niezawieraniu umowy.
- **01.08.2022. (ESPI RB 18/2022)** Zarząd Spółki (...) informuje, że w dniu 1 sierpnia 2022 Emitent zawarł aneks do wstępnego porozumienia (term sheet) dotyczącego kluczowych warunków sprzedaży przez Spółkę technologii Bidlogic. W związku z wydłużeniem procesu due diligence, strony postanowiły o wydłużeniu okresu poprzedzającego zawarcie umowy zbycia. Zgodnie ze zaktualizowanym harmonogramem zawarcie umowy zbycia technologii Bidlogic planowane jest do 1 września 2022 r., przy czym z uwagi na chęć uniknięcia kolejnych aneksów do term sheet Strony postanowiły, że ww. umowa może zostać zawarta do końca września 2022. Emitent poinformuje o zawarciu ostatecznej umowy w odrębnym komunikacie.
- **01.09.2022. (ESPI RB 22/2022)** Zarząd Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”,), w nawiązaniu do raportów ESPI nr 14/2022 z dnia 20 czerwca 2022 i 18/2022 z dnia 1 sierpnia 2022, niniejszym informuje, że w dniu 1 września 2022 r. Spółka zawarła umowę sprzedaży technologii Bidlogic. Kupującym jest Publishers Revenue Optimization sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu, działająca pod marką optAd360 (dalej jako: Kupujący), specjalizująca się w monetyzacji serwisów internetowych i aplikacji mobilnych. (...)

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2022 r.

Wyniki po I półroczu 2022 oceniamy jako bardziej rozczarowujące niż satysfakcjonujące. Z jednej strony Spółce udało się wypracować zdecydowanie lepsze wyniki niż przed rokiem, ale rentowność wciąż pozostaje na bardzo niskim poziomie. Przychody wzrosły o 64,4% r/r do 17,688 mln zł, EBITDA wyniosła 2,192 mln zł wobec 1,563 mln zł przed rokiem (wzrost o 40,2%), zysk operacyjny ukształtował się na poziomie 260 tys. zł podczas gdy rok temu wyniósł minus 1,487 mln zł, zaś zysk netto wyniósł zaledwie 71 tys. zł, choć przed rokiem strata netto wyniosła minus 1,764 mln zł. Niezmiennie najważniejszym tytułem pozostaje Real Boxing 2, którego udział w przychodach kształtuje się na poziomie 71%. Drugi z tytułów, Eroblast stanowił 16% w sprzedaży, a trzeci, Gravity Rider 4%.

Traktując jako punkt odniesienia rok poprzedni, wyniki za I półrocze 2022 są dość dobre, niemniej jednak poziomy zysków są wciąż niskie i mniejsze niż zakładaliśmy w naszych prognozach w maju. Dodatkowo, po relatywnie dobrym I kwartale, w II kwartale sytuacja uległa pogorszeniu. Mimo wzrostu przychodów do 9,825 mln zł, Vivid Games wypracował zaledwie 22 tys. zysku netto przy zakładanych przez nas 419 tys. zł i 50 tys. zł po I kwartale. Wpływ na słabe wyniki miały wysokie koszty usług obcych, w których główną pozycję stanowią koszty UA (ang. *user acquisition*). Koszty te wzrosły o 35,4% k/k i aż o 96,8% r/r (przy jednak dużo mniejszej skali przychodów zależnych od wydatków UA). Stąd już na poziomie zysku na sprzedaży Spółka odnotowała stratę (minus 148 tys. zł), co niestety stanowi kontynuację niechlebnego trendu obserwowanego od IV kwartału 2020. Zysk operacyjny okazał się jednak dodatni (193 tys. zł) głównie dzięki wysokim pozostałym przychodom operacyjnym (349 tys. zł) i niskim pozostałym kosztom operacyjnym (8 tys. zł). Finalnie na wynik netto negatywny wpływ miały: wyższe niż w poprzednim kwartale koszty finansowe (134 tys. zł wobec 121 tys. zł), wynikające ze wzrostu stóp procentowych (Spółka posiada obligacje oparte na stawce WIBOR 3M) oraz podatek dochodowy.

Do dnia publikacji niniejszego raportu Spółce udało się spłacić w sumie 8 z 12 rat z tytułu obligacji na łączną kwotę 7,14 mln zł. Na koniec II kwartału Spółka posiadała 2,97 mln zł gotówki, co oznacza bezpieczny poziom wskaźnika płynności natychmiastowej na poziomie 0,26 (minimalna wartość referencyjna to 0,12). Z kolei, na koniec sierpnia Spółka posiadała 2,5 mln zł gotówki. Wartość ta istotnie wzrosła po otrzymaniu częściowej płatności ze sprzedaży technologii BidLogic wrześniu 2022 (ok. 3 mln zł). Rachunek przepływów pieniężnych po II kwartale wykazuje zdrową strukturę (dodatnie przepływy operacyjne i ujemne przepływy z działalności inwestycyjnej i finansowej). Przepływy pieniężne netto były dodatnie (plus 984 tys. zł).

Szacunki DM Banku BPS za II kwartał a wyniki Spółki

tys. PLN	2Q szacunki		W porównaniu do		
	2Q 2022	DM BPS	szacunków DM BPS	4Q 2021	1Q 2022
Przychody	9 825	9 791	0,3%	7 913	7 863
Zysk brutto na sprzedaży	- 148	268	-416	-795	-270
Marża brutto	-1,5%	2,7%	-4,2 pp.	-10,0%	-3,4%
EBITDA	1 154	1 543	-25,2%	-11 514	1 038
marża EBITDA	11,7%	15,8%	-4,1 pp.	-145,5%	13,2%
EBIT	193	621	-68,9%	-13 019	68
Marża EBIT	2,0%	6,3%	-4,3 pp.	-164,5%	0,9%
Zysk brutto	69	517	-86,6%	-13 137	-16
Marża zysku brutto	0,7%	5,3%	-4,6 pp.	-166,0%	-0,2%
Zysk netto	22	201	-89,3%	-13 004	50
Marża zysku netto	0,2%	2,1%	-4,1 pp.	-164,3%	0,6%

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy, Spółka, PAP

Na poziomie przychodów Vivid Games odnotował wyniki zgodne z naszymi oczekiwaniami. Prognozowana przez nas sprzedaż w wysokości 9,791 mln zł była niższa od realnych przychodów Spółki o 0,3%. Natomiast na poziomie zysku wyniki są dużo niższe niż zakładaliśmy. Największa różnica pojawiła się na poziomie zysku netto, którego finalna wartość była niższa o 89,3% od zakładanej przez nas.

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie rynkowe

Bez wątpienia VIVID Games działa na dynamicznym i perspektywicznym rynku gier mobilnych. Mimo spodziewanej recesji w gospodarce światowej, globalny rynek gier mobilnych pozostaje silny. Zauważamy, że jest on pozytywnie kształtowany przez trendy w zakresie rosnącej liczby użytkowników smartfonów oraz wartości samego rynku. Po I półroczu światowy rynek gier wciąż wykazuje oznaki dalszego zwiększania wartości. Według Newzoo w 2022 r. całkowita liczba użytkowników smartfonów wyniesie 4,1 mld na świecie, co oznacza wzrost o 4,9% w porównaniu z rokiem poprzednim. Regionem o największej liczbie użytkowników jest Azja i kraje Pacyfiku (56,2%). Prognozuje się, że w 2024 r. globalna liczba użytkowników smartfonów wzrośnie do 4,5 miliarda.

Wartość rynku gier mobilnych w 2022 r. (liczona jako tylko bezpośrednie wydatki konsumentów, z wyłączeniem reklam) szacowana jest na 103,5 mld USD, co oznacza wzrost o 5,1% w porównaniu do poprzedniego roku. Spodziewane jest utrzymanie tak wysokiej dynamiki w latach następnych. Prognozowana liczba użytkowników gier na urządzenia mobilne wyniesie w 2022 r. 2,675 mld (wzrost o 4,6% r/r), przy czym większość (55%) podobnie jak w przypadku całkowitej liczby smartfonów zamieszkuje obszary Azji i Pacyfiku. Największy udział w rynku mają platformy Apple Store (41,1 mld USD) oraz Google Play (28,2 mld USD). Pod względem geograficznym najważniejszy pozostaje rynek amerykański, choć istotnie rośnie znaczenie rynku chińskiego.

Prognozy finansowe dla Spółki

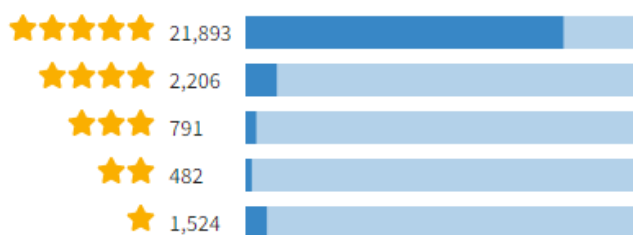
Przychody

Nasze wcześniejsze prognozy dotyczące ścieżki **wzrostu przychodów** Spółki opartej na strategii z listopada 2021 są bardzo zbliżone do realnych przychodów raportowanych przez Spółkę po II kwartale. Stąd utrzymujemy nasze założenia, widząc niezmiennie największy potencjał przychodowy w Real Boxing 2 oraz Eroblast, które obecnie stanowią łącznie 87% sprzedaży. Gry te cieszą się wciąż wysokim zainteresowaniem ze strony użytkowników, stąd istnieją silne przesłanki sugerujące wzrost przychodów z tytułu tych gier z obecnego portfolio.

Real Boxing 2

Oceny użytkowników gry w AppStore utrzymują się na wysokim poziomie. W porównaniu do stanu z maja 2022 liczba recenzji wzrosła o 7,5%, pozostawiając pozytywną strukturę, tj. dominują najwyższe oceny (pięć gwiazdek użytkowników), których udział nieznacznie wzrósł do 81,3% z 81,2%.

Rating Breakdown



Average Rating

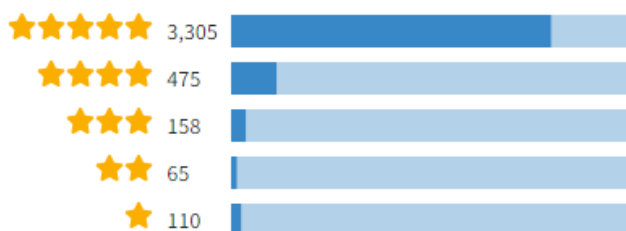
★★★★★ 26,908

Źródło: SensorTower

Eroblast

Podobnie jak w przypadku Real Boxing 2 oceny Eroblast w AppStore utrzymują się na wysokim poziomie. Wraz z rosnącą popularnością nastąpił silny, ilościowy przyrost recenzji (plus 31,6%), głównie pozytywnych. Dominują oceny pięciogwiazdkowe, których udział również wzrósł o 0,1 pp. z 80,2% do 80,3%.

Rating Breakdown



Average Rating

★★★★★ 4,117

Źródło: SensorTower

Dane z SensorTower, pokazują, że obie gry mają wysokie recenzje i są rozpoznawalne przez graczy. Jednocześnie z **optymizmem patrzymy na nową grę**, jaką Spółka planuje wprowadzić, która oparta będzie na mechanice i silniku obliczeniowym Eroblast. Wykorzystanie wcześniej wypracowanej i zoptymalizowanej architektury systemowej pozwala ostrożnie zakładać, że dynamika wzrostu przychodów nowej gry może być wysoka i tym samym nowa gra może istotnie kontrybuować do ogólnych przychodów Spółki.

W prognozie przychodów **wykluczaliśmy monetyzację Knights Fight 2** z uwagi na problemy prawne związane z dystrybucją (spór z partnerem z Białorusi).

Finalnie, **zakładamy kontynuację wzrostu przychodów Spółki zgodnie z wcześniej prognozowanymi przez nas poziomami**, aczkolwiek z uwagą obserwujemy zagrożenia związane z potencjalnym spadkiem zakupów typu in-game purchases na skutek spowolnienia gospodarczego i spadku realnej siły nabywczej konsumentów.

Koszty

Niezmienne trzy najbardziej istotne pozycje kosztowe w Spółce stanowią: **amortyzacja, usługi obce oraz wynagrodzenia** i to od nich w głównej mierze zależy rentowność Spółki.

Wartość **amortyzacji** kształtowana jest przede wszystkim przez stopień deprecjacji prowadzonych i zakończonych prac rozwojowych wchodzących w skład wartości niematerialnych i prawnych (WNiP). Wysoka wartość WNiP może potencjalnie oznaczać wysokie odpisy amortyzacyjne. W 2021 r. Spółka dokonała opisów na rekordową kwotę 12,658 mln zł (pozostałe koszty operacyjne w RZiS), wskazując jednocześnie (RB 5/2022), że tak wysoki odpis spowoduje spadek amortyzacji w 2022 r. o 2 mln zł. Prognoza przez nas amortyzacja w II kwartale wyniosła 922 tys. zł, podczas gdy realna 961 tys. zł (plus 4,2%). Stąd w naszych prognozach na II półrocze 2022 r. zakładamy amortyzację na poziomie 1,956 mln zł, co stanowi spadek rocznej amortyzacji względem roku poprzedniego o 2,125 mln zł (zgodnie z deklaracjami Zarządu). Oprócz amortyzacji przewidujemy także kwartalne odpisy z tytułu utraty wartości prac badawczo-rozwojowych w toku i zakończonych księgowanych jako **pozostałe koszty operacyjne**. Spodziewamy się odpisów głównie na zakończenie danego roku obrotowego, czyli w IV kwartałach prognozowanych lat. Podobnie jak w poprzednich prognozach, nie zakładamy jednak ich poziomu porównywalnego z ostatnim odpisem z grudnia 2021.

Drugi kluczowy wskaźnik kosztowy to **usługi obce, które dotyczą kosztów pozyskiwania użytkowników (UA)**. Jak wcześniej wskazywaliśmy w branży gier mobilnych pozycja ta często jest skorelowana z wielkością przychodów, co oznacza, że wzrost przychodów wynika z wyższych kosztów pozyskiwania użytkowników (współczynnik korelacji w latach 2014-2021 utrzymuje się na wysokim poziomie i wyniósł 0,87), co oznacza silną dodatnią zależność. W II kwartale koszty usług obcych wyniosły 7,282 mln zł, przy naszych szacunkach na poziomie 6,169 mln zł. Na potrzeby prognozy **zakładamy kształtowanie się kosztów usług obcych na podstawie historycznych udziałów w przychodach**.

Koszty zatrudnienia utrzymujemy na stabilnym poziomie z niewielkimi korektami w górę z tytułu presji inflacyjnej. Jednocześnie wysoka ekspozycja Spółki na pracowników zagranicznych umożliwia, dzięki rotacji personelu, utrzymanie dyscypliny płacowej.

Pozytywnie na wielkość kosztów wpływać będą także oszczędności z tytułu niewynajmowania biura w Warszawie, ale ich znaczenie w ogólnej puli kosztów jest niewielkie.

W perspektywie najbliższego roku zakładamy także istotne zmniejszenie kosztów finansowych z uwagi na **kontynuację i zakończenie spłaty obligacji** według ustalonego harmonogramu.

Rentowność

Na poziomie zysków, historyczne wyniki po II kwartale pokazują, że Spółka utrzymała dodatni wynik finansowy, ale zysk netto był mniejszy i wyniósł 0,22 mln PLN, co jest wartością poniżej naszych oczekiwań. Dodatkowo wstępne szacunki podane przez Spółkę za sierpień sugerują, że doszło ponownie do utraty rentowności na poziomie wyniku netto (strata netto wyniosła minus 0,45 mln PLN). Z drugiej strony w III kwartale spodziewamy się wysokiego zysku netto, z uwagi na wydarzenie jednorazowe jakim jest zaksięgowanie zbycia technologii Bidlogic za kwotę 4,2 mln zł, co oznaczać będzie jednorazowy wzrost marży zysku netto, zwiększenie płynności, spadek zadłużenia oraz wzmocnienie kapitału własnego. Nie zakładamy jednak negatywnego wpływu na działalność operacyjną Spółki z tytułu sprzedaży aktywa (na mocy umowy Spółka). W konsekwencji, III kwartał traktujemy jako wysoce niestandardowy, z kolei w następnych kwartałach prognozujemy dodatni wynik finansowy netto zbliżony do wcześniejszych wartości Spółki, ale z uwagi na słabsze od oczekiwań wyniki historyczne, dokonujemy nieznacznej rewizji w dół.

Podsumowując, do najważniejszych czynników kształtujących nasze założenia dot. prognoz finansowych dla Vivid Games zaliczamy:

- istotną rewizję w górę poziomów rentowności dla 2022 r. z uwagi na wydarzenie jednorazowe
- nieznaczną rewizję w dół poziomów rentowności od 2023 r.
- wysoki kurs USD pozytywnie wpływający na przychody
- wzrost gotówki z tytułu sprzedaży technologii BidLogic
- zmniejszenie zadłużenia, w tym przede wszystkim zobowiązań z tyt. obligacji
- brak monetyzacji przychodów z gry Knight Fight 2 do czasu pojawienia się komunikatu ze strony Spółki o możliwym, korzystnym zakończeniu sporu z partnerem z Białorusi.

Czynniki ryzyka

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 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 wartości niematerialne i prawne, które stanowiły ponad 58% sumy bilansowej na koniec II kwartału 2022 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 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 Spółki 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 czy jakością samej gry. W przypadku niepowodzenia gry, której budżet był znaczący 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 gry 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.

Ryzyko związane z regulacjami międzynarodowymi dotyczącymi modelu free-to-play

Historycznie Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje z organami krajowymi odpowiedzialnymi za egzekwowanie prawa i z największymi firmami technologicznymi z branży gier. W celu zapobiegania problemom konsumentów z grami w modelu free-to-play. W związku z powyższym Komisja Europejska podjęła działania mające na celu doprowadzenie do tego, aby gry free-to-play nie były nazywane darmowymi grami. W wyniku współpracy z Komisją Europejską, Google Play zabroniło twórcom aplikacji opartych na mikropłatnościach nazywania ich darmowymi, nakazując umieszczanie informacji „zakupy w aplikacji”. Następnie podobną politykę wprowadził App Store. Ochrona prawna konsumentów podjęta przez Komisję Europejską może negatywnie wpływać na działalność w branży gier w szczególności w odniesieniu do modelu free-to-play i w konsekwencji niekorzystnie przekładać się na działalność Grupy i jej wyniki finansowe.

Ryzyko związane z naruszeniem praw autorskich i innych praw własności intelektualnej grupy

Vivid Games funkcjonuje na rynku globalnym, w związku z czym możliwe jest naruszenie praw autorskich w sposób mający znaczący wpływ na wyniki finansowe Grupy przez podmioty zagraniczne, w tym takie, które mają siedziby w krajach nieposiadających ustawodawstwa umożliwiającego uzyskanie satysfakcjonującego poziomu ochrony praw własności intelektualnej albo gdzie wyegzekwowanie takiej ochrony praw autorskich może być szczególnie narażone na ryzyko niepowodzenia. Stąd możliwe jest tworzenie przez podmioty konkurencyjne gier stanowiących kopie produktów o zbliżonej mechanice rozgrywki i prezentacji graficznej.

Wycena

Do wyceny Vivid Games wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich i zagranicznych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. **Cena docelowa na koniec 2022 r. oszacowana została na 1,07 za akcję.**

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,5	1,13
Wycena Porównawcza	0,5	0,94
Cena wynikowa na dzień 29.09		1,03
Cena docelowa na koniec 2022		1,07

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Vivid Games odnieśliśmy do czterech polskich i dwóch zagranicznych spółek. W porównaniu do raportu z maja dodaliśmy jedną spółkę do grupy porównawczej (Ultimate Games). Nie uległy zmianie wagi dla metody porównawczej i DCF.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P
PLAYWAY SA	14,2	11,9	11,9	3,6	3,4	3,0	10,3	8,7	8,8
ULTIMATE GAMES	11,3	8,9	8,0	1,7	1,6	1,5	8,3	7,1	6,3
HUGE GAMES SA	10,0	9,8	10,3	1,6	1,4	1,2	3,5	3,2	3,2
BOOMBIT SA	7,5	5,1	4,4	1,5	1,2	1,0	2,3	1,8	1,5
ROVIO ENTERTAINMENT OY	13,4	12,0	11,3	2,0	1,8	1,6	5,4	5,0	4,8
NEXT GAMES OY	-	-	-	4,5	4,9	-	40,4	13,2	12,2
Średnia	11,3	9,6	9,2	2,5	2,4	1,7	11,7	6,5	6,1
Mediana	11,3	9,8	10,3	1,8	1,7	1,5	6,9	6,0	5,6
Vivid Games	8,9	28,0	14,2	3,1	2,8	2,4	-3,2	4,2	7,1
Implikowana wycena (tys. PLN)	40 637	11 216	23 311	20 752	22 697	25 089	60 021	32 358	36 637
Wycena 1 akcji (PLN)	0,94								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka szacowana na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. W pierwszym roku prognozy: 7,13%, w latach 2023-2024 wzrost o 0,5 pp., następnie proporcjonalny spadek (poprzednio: 6,96%)
- Koszt długu szacowany na podstawie oprocentowania wyemitowanych przez Spółkę obligacji: WIBOR3M + 6% (bez zmian)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,55, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie wrzesień 2016- wrzesień 2022 (poprzednio: 0,59)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,19% (poprzednio: 5,08%)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5% (bez zmian)
- Brak wypłaty dywidendy
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na koniec roku
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	25 689	36 540	41 484	49 010	58 037	62 538	62 851
EBITDA	-14 570	7 803	5 426	6 654	8 118	8 135	4 264
EBIT	-14 570	4 886	1 513	2 742	4 205	4 222	4 243
CIT	0,9%	18,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	0	3 989	1 226	2 221	3 406	3 420	3 437
Amortyzacja		2 917	3 913	3 913	3 913	3 913	3 913
CAPEX		-1 468	-1 530	-1 543	-1 529	-1 537	-1 537
Inwestycje w kapitał obrotowy		-1 283	472	1 532	1 015	783	783
FCFF		6 721	3 136	3 058	4 775	5 012	5 012
WACC		13,4%	13,4%	12,6%	11,3%	10,0%	10,0%
DCFF		5 927	2 440	2 143	3 111	3 105	
Suma DCF		16 725,5					
Wartość rezydualna (TV)		52 484,9					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		29 545,8					
Udział zdyskontowanej TV w EV		63,9%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		46 271,3					
Środki pieniężne na 29.09.2022		4 239,9					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 29.09.2022		14 065,2					
Dług netto na 29.09.2022		9 825,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		36 446,0					
Liczba akcji (tys.)		32 285					
Cena 1 akcji (PLN)		1,13					
Przychody zmiana r/r		42,2%	13,5%	18,1%	18,4%	7,8%	
EBIT zmiana r/r		-133,5%	-69,0%	81,2%	53,4%	0,4%	
FCF zmiana r/r			-53,3%	-2,5%	56,2%	5,0%	
Marża EBITDA		21,4%	13,1%	13,6%	14,0%	13,0%	
Marża EBIT		13,4%	3,6%	5,6%	7,2%	6,8%	
Marża NOPLAT		10,9%	3,0%	4,5%	5,9%	5,5%	
CAPEX/Przychody		4,0%	3,7%	3,1%	2,6%	2,5%	
CAPEX/Amortyzacja		50,3%	39,1%	39,4%	39,1%	39,3%	

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wrażliwość modelu DCF

		stopa wzrostu po okresie prognozy						
		0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,8%
zmiana WACC dla TV	8,0%	1,33	1,35	1,36	1,38	1,39	1,41	1,43
	8,5%	1,27	1,28	1,29	1,31	1,32	1,33	1,35
	9,0%	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25	1,27	1,28
	9,5%	1,15	1,16	1,17	1,18	1,20	1,21	1,22
	10,0%	1,11	1,11	1,12	1,13	1,14	1,15	1,16
	10,5%	1,06	1,07	1,08	1,09	1,10	1,11	1,11
	11,0%	1,02	1,03	1,04	1,05	1,05	1,06	1,07
	11,5%	0,99	0,99	1,00	1,01	1,02	1,02	1,03
	12,0%	0,95	0,96	0,97	0,97	0,98	0,99	0,99

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
WIBOR3M	2,63%	7,16%	7,16%	6,66%	6,16%	5,66%
Premia kredytowa	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	8,63%	13,16%	13,16%	12,66%	12,16%	11,66%
1-CIT (realny)	99,1%	81,6%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	8,6%	10,7%	10,7%	10,3%	9,8%	9,4%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	1,49%	7,13%	7,13%	6,63%	6,13%	5,63%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55
Zalewarowana beta	1,79	1,30	1,30	1,10	0,80	0,62
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,54%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%	7,19%
Koszt kapitału własnego	11,4%	16,5%	16,5%	14,6%	11,9%	10,1%
Kapitał własny (tys. PLN)	6 623	10 230	11 376	13 632	17 072	20 527
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	14 817	11 811	13 091	11 544	6 449	2 338
Razem	21 440	22 041	24 467	25 176	23 522	22 865
D/E	2,24	1,15	1,15	0,85	0,38	0,11
Udział Ke	0,31	0,46	0,46	0,54	0,73	0,90
Udział Kd	69,1%	53,6%	53,5%	45,9%	27,4%	10,2%
Ważony koszt kapitału własnego	3,5%	7,7%	7,7%	7,9%	8,6%	9,1%
Ważony koszt kapitału obcego	5,9%	5,8%	5,7%	4,7%	2,7%	1,0%
WACC	9,4%	13,4%	13,4%	12,6%	11,3%	10,0%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Aktualizacja prognoz finansowych

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	25 689	36 540	41 484	49 010	58 037	62 538
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	24 117	35 545	40 317	47 591	56 313	60 442
Pozostałe przychody z działalności podstawowej	1 572	996	1 167	1 419	1 725	2 096
Koszty działalności operacyjnej	-29 056	-36 623	-40 394	-46 691	-54 255	-58 739
amortyzacja (koszt)	-6 013	-3 888	-3 913	-3 913	-3 913	-3 913
zużycie materiałów i energii	-96	-101	-132	-156	-185	-199
usługi obce	-17 594	-25 595	-28 570	-33 882	-40 336	-43 589
podatki i opłaty	-6	-5	-7	-8	-10	-11
wynagrodzenia	-5 273	-6 922	-7 646	-8 605	-9 685	-10 901
ubezpieczenia społeczne i inne	0	0	0	0	0	0
pozostałe koszty rodzajowe	-74	-112	-126	-126	-126	-126
wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata ze sprzedaży	-3 367	-83	1 091	2 319	3 782	3 799
Pozostałe przychody operacyjne	1 455	5 244	698	698	698	698
Pozostałe koszty operacyjne	-12 658	-275	-275	-275	-275	-275
Wynik na aktywach niefinansowych	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	-14 570	4 886	1 513	2 742	4 205	4 222
Przychody finansowe	34	69	43	43	43	43
Koszty finansowe	-454	-537	-141	0	0	0
Zysk/strata brutto	-14 990	4 417	1 415	2 784	4 248	4 265
Podatek dochodowy	133	-811	-269	-529	-807	-810
Podatek dochodowy (%)	0,9%	18,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	-14 857	3 607	1 146	2 255	3 441	3 454

Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe Spółki, P - prognozy DM Banku BPS SA

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
AKTYWA	23 567	23 074	21 740	24 305	27 226	30 451
Aktywa trwałe	15 878	10 319	10 731	11 159	11 605	12 069
Rzeczowe aktywa trwałe	683	606	631	656	683	711
Wartości niematerialne i prawne	15 015	9 537	9 925	10 328	10 747	11 183
Inwestycje w jednostki powiązane	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe pożyczki i należności	-	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	180	175	175	175	175	175
Aktywa obrotowe	7 689	12 756	11 009	13 146	15 621	18 382
Zapasy	-	-	-	-	-	-
Należności handlowe	3 088	2 589	3 005	3 561	4 183	4 289
Pożyczki i pozostałe należności	1 063	1 110	1 288	1 527	1 793	1 839
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	3 053	7 801	5 461	6 803	8 390	10 998
Rozliczenia międzyokresowe	485	1 255	1 255	1 255	1 255	1 255
PASYWA	23 567	23 074	21 740	24 305	27 226	30 451
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	6 623	10 230	11 376	13 632	17 072	20 527
Kapitał podstawowy	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229
Akcje/udziały własne	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12	- 12
Kapitał zapasowy	18 263	6 886	7 902	9 905	13 015	16 657
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	- 14 856	127	257	510	840	653
Zobowiązania długoterminowe	7 635	4 438	3 854	4 901	4 508	4 909
Długoterminowe kredyty i pożyczki	2 468	8	33	36	78	45
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	224	138	138	138	138	138
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	56	33	33	33	33	33
Długoterminowe rezerwy	-	-	-	-	-	-
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	4 887	4 260	3 651	4 694	4 260	4 694
Zobowiązania krótkoterminowe	9 309	8 406	6 510	5 772	5 646	5 015
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	3 584	2 018	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	174	174	174	174	174	174
Zobowiązania handlowe	3 027	3 859	3 981	3 243	3 117	2 486
Świadczenia pracownicze	-	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	-	-	-	-	-	-
Rezerwy	935	880	880	880	880	880
Pozostałe zobowiązania	1 589	1 475	1 475	1 475	1 475	1 475

Źródło: DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2021	2022P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	2 837	2 038	7 077	4 252	5 820	6 051	7 082
Wynik finansowy	1 980	-14 856	3 607	1 146	2 255	3 441	3 454
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	530	6 014	2 917	3 913	3 913	3 913	3 913
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	-149	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	1 058	840	250	0	0	0	0
Wynik na działalności inwestycyjnej	-30	0	0	0	0	0	0
Podatek dochodowy zapłacony	-5 032	0	-829	-269	-529	-807	-810
Zmiana stanu rezerw	778	585	0	0	0	0	0
Zmiana stanu zapasów	37 127	0	-74	0	0	0	0
Zmiana stanu należności	22 212	-1 259	6	-416	-556	-622	-106
Zmiana stanu zobowiązań	-58 071	-1 190	1 018	-122	737	126	631
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-1 287	-51	-770	0	0	0	0
Pozostałe przepływy operacyjne	3 721	11 956	-20	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-33	-1 675	2 175	-1 460	-1 473	-1 458	-1 467
Przepływy finansowe	-9 014	-5 303	-4 503	-5 133	-3 005	-3 006	-3 006
Przepływy pieniężne netto	-6 210	-4 940	4 748	-2 340	1 342	1 587	2 609
Środki pieniężne na koniec okresu	10 284	3 053	7 801	5 461	6 803	8 390	10 998

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

ESG

W naszej analizie bierzemy pod uwagę także czynniki i działania niefinansowe jakie podejmowane są przez Vivid Games w obszarze odpowiedzialności środowiskowej (*Environment*), społecznej (*Social*) i ładu korporacyjnego (*Governance*) zgodnie z wytycznymi GPW w zakresie raportowania ESG. W analizie stosujemy triangulację badań ilościowych i jakościowych. Aby dokonać kwantyfikacji informacji dotyczących ESG, stosujemy **DM BPS ESG Score**, który jest naszą autorską metodą oceny raportowania działań społecznie odpowiedzialnych opartą na wytycznych GPW.

W poprzednim raporcie dokonaliśmy analizy działań niefinansowych na podstawie dostępnych dokumentów upublicznianych przez Spółkę. W obecnym raporcie podtrzymujemy naszą poprzednią ocenę ESG z uwagi na brak nowych dokumentów stanowiących podstawę do rewizji oceny.

Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Vivid Games oceniamy jako niedostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 1,04 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza najniższą ocenę E.**

DM BPS ESG SCORE	E
------------------	---

L. PUNKTÓW	1,04
------------	------

ESG score	1,04
(E) Środowisko	0,00
(S) Społeczeństwo	0,00
(G) Ład korporacyjny	1.04

(E) Środowisko	Emisje gazów cieplarnianych	0%																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																													
----------------	-----------------------------	----	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ŹRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z Działalności
Raport roczny
strony internetowe Spółki

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: www.dmbns.pl/wsparcieanalizyczne

W naszej ocenie **Spółka posiada bardzo duży potencjał**, aby poprawić komunikację z rynkiem we wszystkich obszarach związanych ze ESG.

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.

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.

FIDIC Fédération Internationale Des Ingénieurs-Consils to Międzynarodowa Federacja Inżynierów Konsultantów, która osiągnęła międzynarodowy autorytet i pozycję głównie dzięki opracowaniu publikacji posiadających podstawowe znaczenie dla realizacji inwestycji inżyniersko – budowlanych. Wzory FIDIC dotyczące procedur przetargowych oraz zawierania umów i kontraktów budowlanych są zgodne z wymaganiami Banku Światowego, EBOR i PHARE (europejskie fundusze pomocowe – granty)

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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*) – 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.

TP – (*ang. Target Price*) – cena docelowa.

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.

Informacje i zastrzeżenia prawne

Niniejszy raport analityczny został przygotowany przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. na podstawie umowy zawartej pomiędzy Domem Maklerskim Banku BPS S.A. a Giełdą Papierów Wartościowych S.A. w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego. Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzymał z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 29 września 2022 roku, 8:45

Pierwsze udostępnienie opracowania: 29 września 2022 roku, 8:55

Raport ten udostępniany jest w dniu jego wydania na dostępnej publicznie stronie internetowej <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw/vivid-s-a>.

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.

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

Niniejsze opracowanie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność, w szczególności zgodnie z Rozporządzeniem Delegowanym Komisji (UE) nr 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów.

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 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.

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.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do 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.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane 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. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

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

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.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie pełnił funkcji animatora dla instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

W okresie ostatnich 12 miesięcy Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie posiada żadnej długiej ani krótkiej pozycji netto przekraczającej łącznie 0,5% kapitału podstawowego emitenta w odniesieniu do spółki/spółek, których dotyczy niniejszy raport.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.

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.

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem: <https://dmbps.pl/wsparcie-analityczne/program-wsparcia-pokrycia-analitycznego-gpw>

Opis faktycznych wewnętrznych rozwiązań organizacyjnych i administracyjnych oraz wszelkich barier informacyjnych ustanowionych w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania znajduje się w Regulaminie zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim Banku BPS S.A. dostępnym pod adresem:

<https://dmbps.pl/regulacje-i-dokumenty/regulamin-zarzadzania-konfliktami-interesow-w-domu-maklerskim-banku-bps-s-a>

Ogólny opis instrumentu finansowego oraz ryzyka związanego z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe jest przedstawiony na Stronie internetowej. Informacje te zostały sporządzone z należytą starannością, w szczególności w sposób rzetelny oraz zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego Banku BPS S.A., to jednak mogą nie być wyczerpujące i w konkretnej sytuacji, w jakiej znajduje się lub będzie znajdować się odbiorca, mogą zaistnieć lub zaktualizować się inne czynniki ryzyka, aniżeli te, które zostały wskazane w powyższej informacji przez Dom Maklerski Banku BPS S.A. Odbiorca powinien mieć na uwadze, że inwestycje w poszczególne instrumenty finansowe mogą pociągnąć za sobą utratę części lub całości zainwestowanych środków, a nawet wiązać się z koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów.

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. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. jest firmą inwestycyjną w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Organem sprawującym nadzór nad działalnością Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie, przy ulicy Pięknej 20.

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	2021-10-06	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarnecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	2022-04-21	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	2022-05-04	Tomasz Czarnecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	2022-05-10	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	2022-05-17	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	2022-05-18	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	2022-05-26	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	2022-05-31	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	2022-05-31	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	2022-06-01	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	2022-09-12	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Analiza wyników	2022-09-20	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	2022-09-29	Łukasz Bryl

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 dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541 WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych