

Vivid Games SA

Raport aktualizujący

05.05.2023 08:15

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	1,05
Wycena DCF [PLN]	1,20
Wycena porównawcza [PLN]	0,78
Cena rynkowa [PLN]	0,82
Pot.wzrostu/spadku [%]	28,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	26,4
Free float [%]	50,0%
Sektor	gry mobilne
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

Analitik

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 [%]

Wojczakowski Jarosław	22,5%
Kościelny Remigiusz	16,3%
Sominka Paweł	7,8%
Aleksandra Kościelna	6,2%

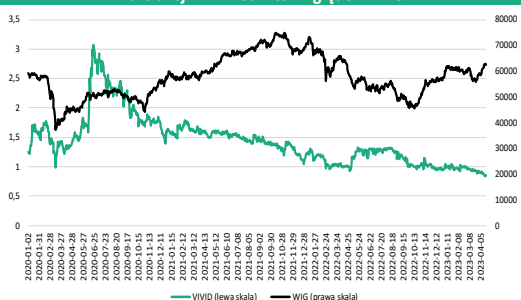
Czynniki wzrostu

powrót monetyzacji KF 2
inwestycje w analitykę danych
spadek zadłużenia

Czynniki ryzyka

niska rentowność
wysokie koszty UA
spowolnienie gospodarstwa
deprecjacja dolara

Kurs akcji VIVID Games względem WIG



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Nowy Prezes, nowa strategia – Vivid Games po nowemu?

Przez pierwsze trzy kwartały 2022 r. Vivid Games realizował przychody zbliżone do naszych prognoz. W samym III kwartale sprzedaż znajdowała się pod pozytywnym wpływem wydarzenia jednorazowego (sprzedaż technologii BidLogic). Wyniki sprzedażowe pozwalały z optymizmem patrzeć na szansę realizacji strategii jaką Spółka ogłosiła w listopadzie 2021 r. Natomiast w IV kwartale wraz ze spadkiem kursu USD, zmianami widoczności w App Store oraz mniejszymi wydatkami konsumentów przychody Spółki zaczęły istotnie maleć.

Spadki przychodów (z wyłączeniem zdarzenia jednorazowego) były większe niż wydatki na pozyskiwanie użytkowników (30,2% wobec 25,4%), co w konsekwencji spowodowało w IV kwartale utratę rentowności na wszystkich poziomach działalności. Finalnie Vivid Games zakończył rok z wynikami znacznie lepszymi niż w 2021 r. (przychody wzrosły o 49% r/r, a zysk netto wyniósł 0,69 mln zł wobec straty netto rok wcześniej), niemniej jednak oczekiwania po dobrych 3. kwartałach 2022 były wyższe.

Negatywnie postrzegamy także wstępne szacunki dotyczące przychodów i straty netto w I kwartale 2023 oraz sytuację gotówkową Spółki. Na koniec marca Vivid Games posiadał zaledwie 70 tys. gotówki. Tym samym środki otrzymane z tytułu sprzedaży technologii BidLogic zostały wydane na bieżącą działalność Spółki, niestety bez wyraźnego, pozytywnego efektu.

Finalnie obniżamy naszą wycenę do 1,05 zł (z 1,09 zł) za 1 akcję na koniec 2022 r. widząc jednak wciąż potencjał do wzrostu kursu względem bieżących notowań.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody	38 295	25 975	32 041	38 267	44 062	50 156
EBITDA	4 985	5 599	2 620	4 347	4 607	6 806
marża EBITDA	13,0%	21,6%	8,2%	11,4%	10,5%	13,6%
EBIT	1 113	2 467	-512	1 215	1 475	3 674
Zysk netto	690	1 998	-264	1 134	1 345	3 126
Kapitał własny	7 314	9 312	9 048	10 182	11 527	14 653
Dług	2 730	224	224	224	224	228
P/E	38,23	13,21	-99,92	23,27	19,63	8,44
P/BV	3,61	2,83	2,92	2,59	2,29	1,80
EV/EBITDA	4,75	4,67	9,99	6,02	5,68	3,85
EPS	0,02	0,06	-0,01	0,04	0,04	0,10

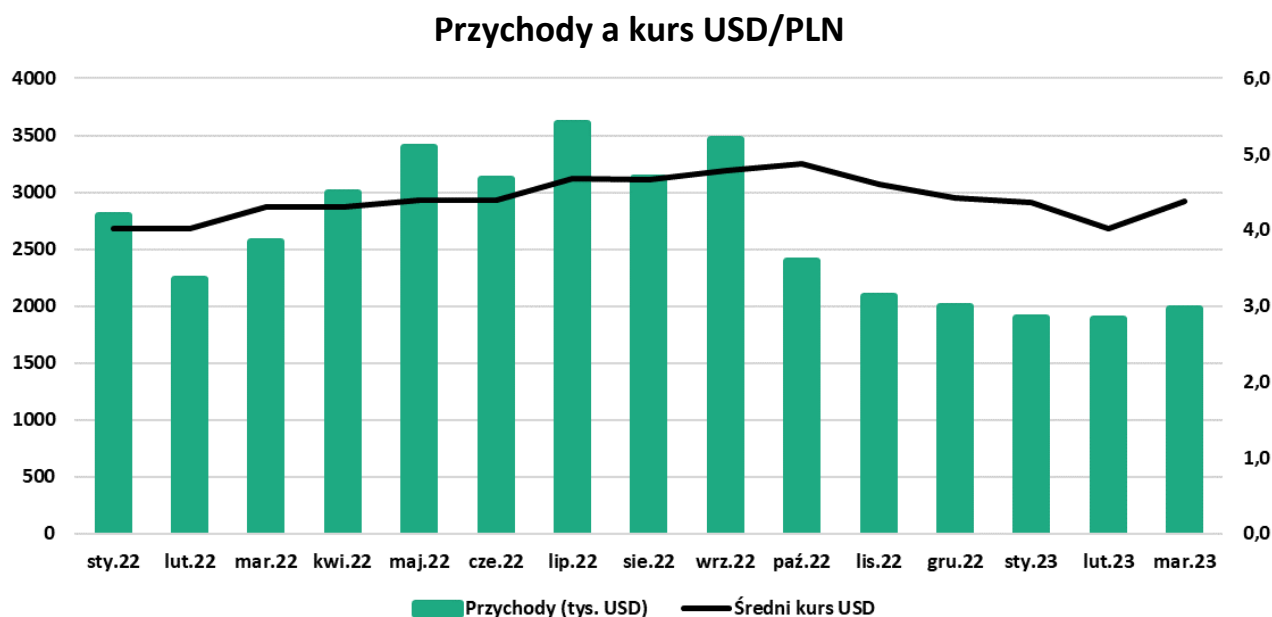
Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wybrane ostatnie wydarzenia

- **13.04.2023. (ESPI RB 12/2023)** Zatwierdzenie przez Spółkę Strategii działalności Vivid Games S.A. na lata 2023-2026
- **22.02.2023. (ESPI RB 6/2023)** Informacja o zawarciu umowy w zakresie portingu i dystrybucji gry Eroblast na platformie Nintendo Switch.
- **21.02.2023. (ESPI RB 5/2023)** Powołanie Prezesa Zarządu
- **09.01.2023. (ESPI RB 1/2023)** Rezygnacja Prezesa Zarządu Spółki

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2022 i IV kwartale 2022

Wyniki za rok 2022 oceniamy jako mieszane. Z jednej strony Spółka wypracowała znacząco wyższe przychody niż rok temu (choć niższe od naszych oczekiwań) – wzrost wyniósł 49%, ale wynikał on częściowo ze zdarzenia jednorazowego jakim była sprzedaż technologii BidLogic za łączną kwotę 4,2 mln zł. Wyłączając zdarzenie jednorazowe, przychody wciąż były wyższe niż rok wcześniej (wzrost o 32,6% do 34,1 mln zł), ale już nie tak imponujące. Dodatkowo, o ile w pierwszych 9. miesiącach sprzedaż utrzymywała się na wysokich poziomach, to od października przychody wyraźnie spadły, co ma swoje źródło w: zmianach w App Store, przekładających się na mniejszą widoczność gier Spółki, słabszym dolarze (główna walutowa rozliczeniowa przychodów Vivid Games) oraz ogólnych gorszych tendencjach makroekonomicznych skutkujących mniejszymi wydatkami konsumentów.

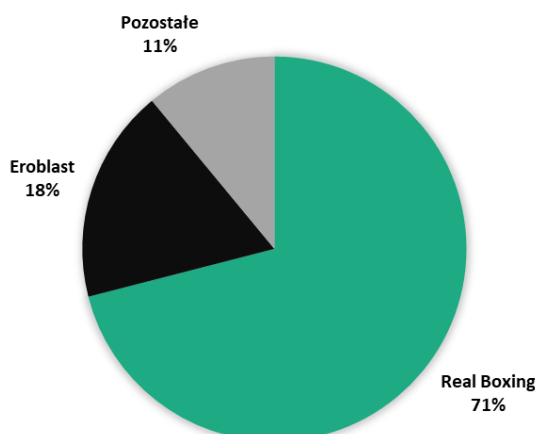


Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

W konsekwencji końcówka 2022 była pod względem przychodów słaba, co gorsze, trend ten utrzymuje się również w I kwartale 2023. Nieznaczne odbicie w marcu wynika prawdopodobnie z krótkotrwałego umocnienia dolara. Tym samym, ambitna strategia jaką Zarząd ogłosił w listopadzie 2021 r., zakładająca m. in. generowanie 1 mln USD miesięcznych przychodów do końca 2023 przez jeden wiodący tytuł wyraźnie traci na impecie. Pod względem struktury największy udział

niezmiennie ma marka Real Boxing, która w 2022 r. wypracowała 71% przychodów. Na drugim miejsce znajduje się Eroblast z udziałem na poziomie 18%. Rosnący udział Eroblast wraz z rekordowymi poziomami ARPU z tego tytułu (3,39 USD, wzrost o 55% r/r) oceniamy pozytywnie, czego niestety nie można powiedzieć o flagowym tytule, którego ARPU na koniec grudnia 2022 było na tym samym poziomie co rok wcześniej (1,39 USD). Co gorsze w I kwartale 2023 ARPU dla Real Boxing 2 maleje – w marcu wyniosło 1,04 USD.

Struktura przychodów (2022)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Na poziomie zysku netto Vivid Games w 2022 r. wypracował znacznie lepsze wyniki niż rok wcześniej. W 2021 r. strata netto wyniosła minus 14,9 mln zł, co wynikało z podjętych odpisów z tytułu realizowanych projektów na łączną kwotę 12,7 mln zł. Tym samym odzyskanie rentowności netto w 2022 r. oceniamy pozytywnie – zysk netto, choć niewielki, wyniósł 0,69 mln zł. Z niepokojem obserwujemy jednak kształtowanie się wyniku netto od początku 2023 r. W I kwartale strata netto wyniosła minus 0,02 mln zł.

Do dnia publikacji niniejszego raportu Spółce udało się spłacić w sumie 10 z 12 rat z tytułu obligacji na łączną kwotę 9,02 mln zł. Do spłaty pozostaje jeszcze 1,665 mln zł. Na koniec I kwartału 2023 Spółka posiadała zaledwie 0,07 mln zł gotówki. Tak niski poziom rodzi pytanie o bezpieczeństwo finansowe Vivid Games. Spółka zamierza wygenerować gotówkę z poprawionej działalności operacyjnej, odnawialnego kredytu oraz środków z NCBiR z tytułu realizacji projektu, które Spółka spodziewa się otrzymać w czerwcu br.

Szacunki DM Banku BPS za 2022 r. i IV kwartał a wyniki Spółki

Wyniki roczne są gorsze od naszych oczekiwań. Na poziomie przychodów wynik jest niższy od naszych oczekiwań o 6,8%. Zakładaliśmy też dodatni wynik EBITDA (5,5 mln zł), podczas gdy Spółka wygenerowała stratę EBITDA w wysokości minus 2,76 mln zł. Spółka wypracowała też marże słabsze od zakładanych.

tys. PLN	szacunki DM		W porównaniu do szacunków DM BPS	2020	2021	Zmiana k/k
	2022	BPS				
Przychody	38 295	41 076	-6,8%	30 458	25 689	-15,7%
Zysk na sprzedaży	- 31	1 516	-1 486	2 607	-3 367	-229,2%
Marża brutto	-0,1%	3,7%	-3,8 p.p.	8,6%	-13,1%	-21,7 p.p.
EBITDA	- 2 760	5 501	-2 741	7 389	-8 557	-215,8%
marża EBITDA	-7,2%	13,4%	-20,6 p.p.	24,3%	-33,3%	-57,6 p.p.
EBIT	1 113	2 623	-1 510	2 993	-14 570	-586,7%
Marża EBIT	2,9%	6,4%	-3,5 p.p.	9,8%	-56,7%	-66,5 p.p.
Zysk brutto	698	2 051	-1 353	2 164	-14 990	-792,9%
Marża zysku brutto	1,8%	5,0%	-3,2 p.p.	7,1%	-58,4%	-65,5 p.p.
Zysk netto	690	2 229	-1 538	2 094	-14 857	-809,4%
Marża zysku netto	1,8%	5,4%	-3,6 p.p.	6,9%	-57,8%	-64,7 p.p.

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Słabsze od oczekiwań wyniki roczne mają swoje źródło, przede wszystkim, w znacząco gorszych wynikach za IV kwartał. Spółka negatywnie zaskoczyła nas na poziomie przychodów, które były 29,2% poniżej oczekiwań. Ponadto, mimo, że w IV kwartale spodziewaliśmy się ujemnego wyniku netto, wielkość straty netto przekroczyła nasze szacunki o 1,538 mln zł in minus. Co gorsze, zakładaliśmy, że na poziomie wyniku EBITDA Spółka wygeneruje dodatnią rentowność, podczas gdy w rzeczywistości strata EBITDA wyniosła minus 1,21 mln zł.

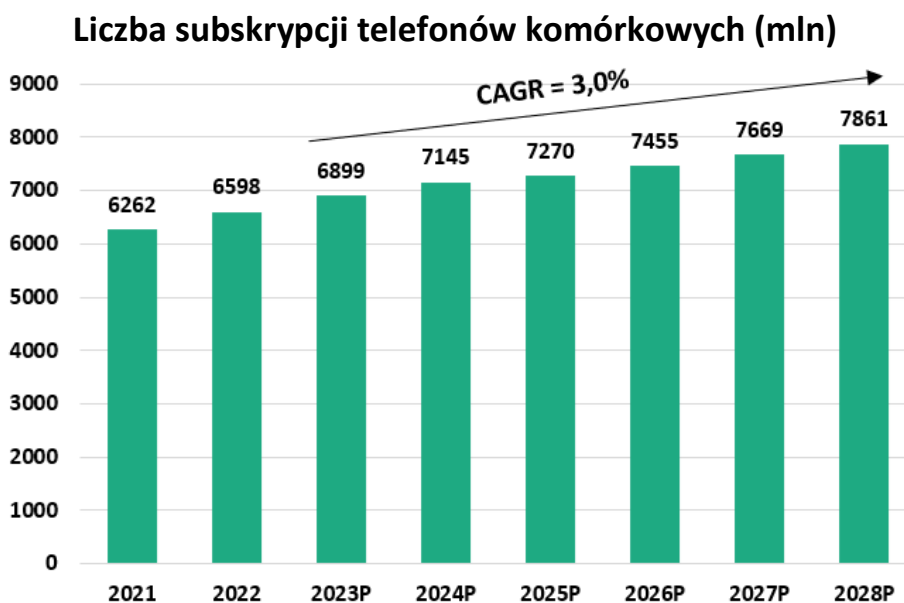
tys. PLN	4Q szacunki		W porównaniu do szacunków DM BPS	2Q 2022	3Q 2022	Zmiana k/k
	4Q 2022	DM BPS				
Przychody	6 735	9 515	-29,2%	9 825	13 872	41,2%
Zysk na sprzedaży	- 2 322 -	775	-1 547	-148	2 709	2 562
Marża brutto	-34,5%	-8,1%	-26,3 p.p.	-1,5%	19,5%	+21 p.p.
EBITDA	- 1 205	281	-1 486	1 154	3 998	2 844
marża EBITDA	-17,9%	3,0%	-20,9 p.p.	11,7%	28,8%	+17,1 p.p.
EBIT	- 2 188 -	678	-1 510	193	3 040	2 847
Marża EBIT	-32,5%	-7,1%	-25,4 p.p.	2,0%	21,9%	+19,9 p.p.
Zysk brutto	- 2 191 -	838	-1 353	69	2 836	2 766
Marża zysku brutto	-32,5%	-8,8%	-23,7 p.p.	0,7%	20,4%	+19,7 p.p.
Zysk netto	- 2 217 -	679	-1 538	22	2 836	2 814
Marża zysku netto	-32,9%	-7,1%	-25,8 p.p.	0,2%	20,4%	+20,2 p.p.

Źródło: opracowanie DM Banku BPS

Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

Otoczenie rynkowe

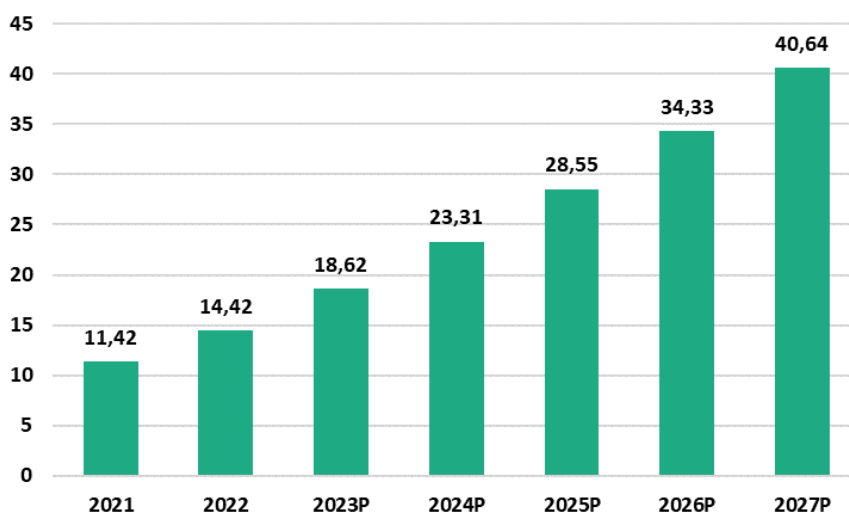
Vivid Games oferuje gry na telefony komórkowe, stąd popyt na produkty Spółki uwarunkowany jest m. in. liczbą aktywnych smartphonów, rozwojem rynku oraz wydatkami konsumentów. W 2022 r. nastąpił wzrost liczby subskrypcji telefonów komórkowych o 5,4% w stosunku do roku 2021. W latach 2023-2027 prognozowany jest dalszy wzrost, aczkolwiek jego dynamika ma ulec spowolnieniu (CAGR na poziomie 3,0%)



Źródło: Ericsson

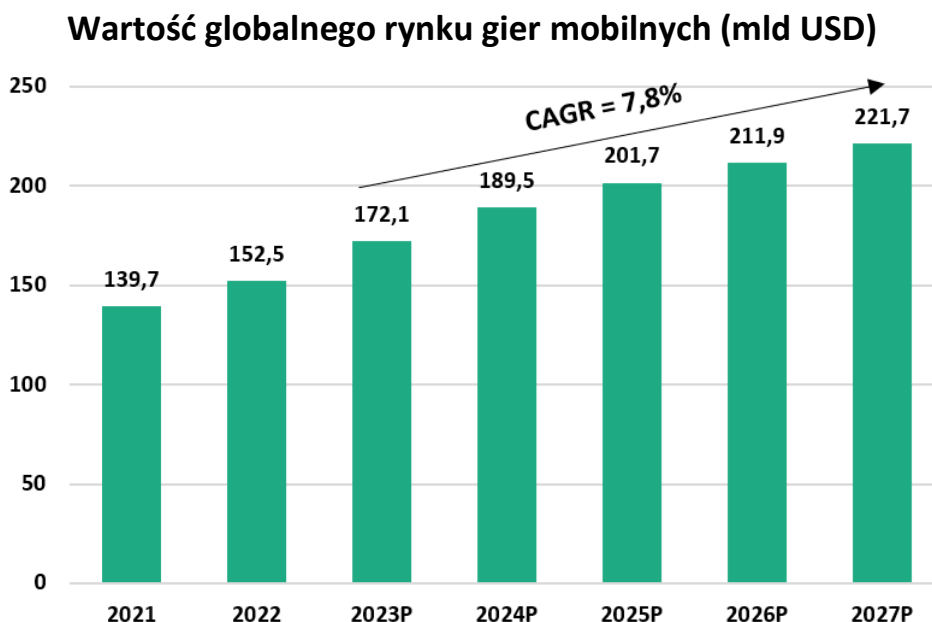
Jednocześnie prognozuje się, że intensyfikacji nabierze transfer danych internetowych na jednego użytkownika smartphona. O ile w 2022 r. przeciętnie użytkownik transferował 14,4 GB danych na miesiąc, to w 2027 r. liczba ta ma być prawie 3-krotnie większa.

Przeciętny transfer danych przy użyciu smartphona (GB/miesiąc)



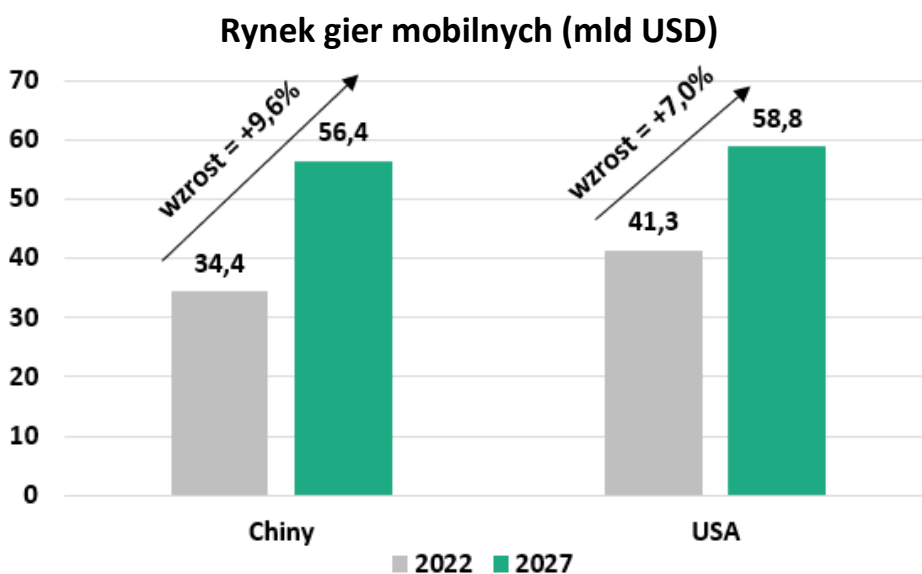
Źródło: Ericsson

Techniczna strona rynku gier stwarza bardzo dobre możliwości do rozwoju produktów i ich potencjalnie skutecznej monetyzacji. Szacuje się, że w 2022 r. globalny rynek gier wzrósł o 9,2% r/r. Perspektywy na dalsze lata są również optymistyczne i mimo wysokiej inflacji oraz spadku dochodu rozporządzalnego konsumentów, zarówno w roku 2023 jak i latach następnych prognozuje się wzrosty w średniorocznym tempie na poziomie 7,8%. Na koniec 2027 r. globalny rynek gier mobilnych ma wynieść 221,7 mld USD, co oznacza wzrost w stosunku do roku 2022 o 45,4%.



Źródło: Statista

Najważniejszymi dwoma rynkami są Stany Zjednoczone i Chiny. Dla obu tych rynków prognozuje się wzrosty w perspektywie najbliższych pięciu lat. Co ciekawe, prognozuje się, że w 2027 r. amerykański i chiński rynek gier mobilnych zrównają się pod względem wartości. Lwią część swoich przychodów Vivid Games generuje na rynku amerykańskim.



Źródło: Statista

Prognozy finansowe dla Spółki

Przychody

Nasze podejście do prognozowania przychodów z gier oparte jest na zaktualizowanej strategii z listopada 2021 jak i nowej strategii upublicznionej w kwietniu 2023. Nowa strategia zakłada przede wszystkim wytworzenie trzeciej części gry Real Boxing, która ma wprowadzić szereg nowych rozwiązań atrakcyjnych dla graczy. W tym momencie ocena sukcesu gry jest trudna do prognozowania, niemniej jednak biorąc pod uwagę popularność i monetyzację Real Boxing 2, optymistycznie podchodzimy do szacowania przychodów trzeciej części Real Boxing. Spółka deklaruje rozpoczęcie prac nad nową grą w 2023, a zakończenie (Hard Launch) w IV kwartale 2024 r. Zakładamy stopniowy wzrost ARPU dla Real Boxing 2 od października 2024 r. Utrzymujemy, że w perspektywie najbliższych dwóch lat podstawowymi katalizatorami przychodów będą jednak dwie najważniejsze w portfolio gry: Real Boxing 2 oraz Eroblast, zainteresowanie jak i odbiór których wciąż utrzymuje się wysoko. Biorąc pod uwagę rozczarowujące kształtowanie się przychodów Spółki w IV kwartale 2022 I kwartale 2023 i, wbrew globalnym trendom dotyczącym rozwoju rynku gier mobilnych, w naszej prognozie na cały 2023 r. zakładamy mniejsze przychody niż w zeszłym roku, co wynika z kilku czynników. Należą do nich: słabszy dolar, brak wydarzeń jednorazowych zwiększających przychody, spowolnienie gospodarcze przekładające się na z jednej strony mniejsze wydatki konsumentów, a z drugiej na niższe wydatki na reklamę oraz mniejsza efektywność w zakresie płatnego pozyskiwania użytkowników. W prognozie przychodów **zakładamy także powrót do monetyzacji Knights Fight 2** z uwagi na rozwiązanie sporu z partnerem z Białorusi. Prognozujemy powrót do wcześniejszych wartości przychodów już od II kwartału 2023, co do pewnego stopnia będzie amortyzować spadki przychodów. W latach następnych przewidujemy jednak odbicie przychodów z uwagi na odwrócenie niekorzystnych trendów makroekonomicznych, hard launch Real Boxing 2 oraz wzrost popularności ARPU istniejących i nowych gier. Mimo to, w stosunku do naszych wcześniejszych prognoz dokonujemy rewizji w dół.

Real Boxing 2

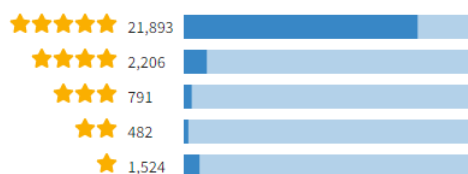
Oceny użytkowników gry w AppStore utrzymują się na wysokim poziomie. W porównaniu do stanu z września 2022 liczba recenzji wzrosła o 9,4%, pozostawiając pozytywną strukturę, tj. dominują najwyższe oceny (pięć gwiazdek użytkowników), których udział nieznacznie wzrósł o 0,3 p. p. do 81,7% z 81,4%.

09.2022

Average Rating

★★★★★ 26,908

Rating Breakdown

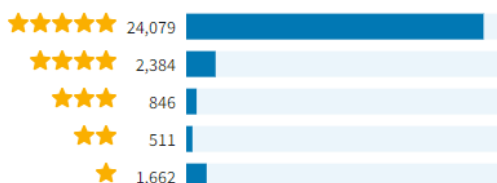


05.2023

Average Rating

★★★★★ 29,442

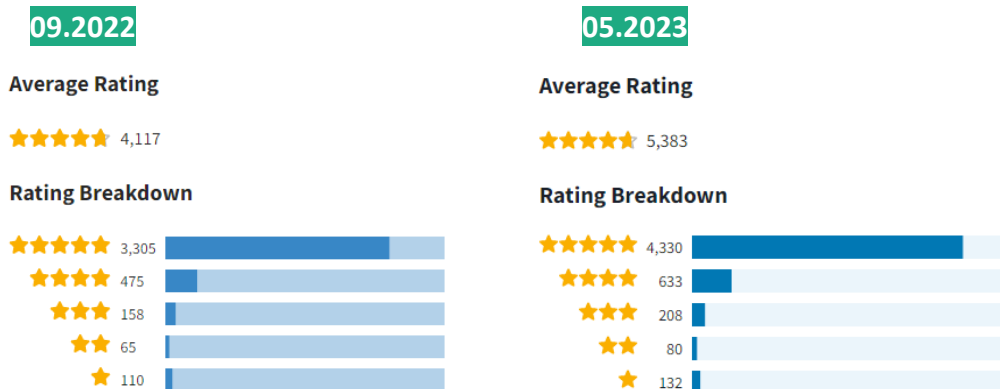
Rating Breakdown



Źródło: SensorTower

Eroblast

Podobnie jak w przypadku Real Boxing 2 oceny Eroblast w AppStore utrzymują się na wysokim poziomie. Wraz z rosnącą popularnością nastąpił ponownie silny, ilościowy przyrost recenzji (plus 30,7%), głównie pozytywnych. Dominują oceny pięciogwiazdkowe, których udział również wzrósł o 0,1 p. p. z 80,3% do 80,4%.



Źródło: SensorTower

Koszty

Niezmiennie 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. Widzimy jednak, że w ostatnich dwóch latach wartość WNIp istotnie spadła. Co więcej, 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 latach następnych. Amortyzacja w 2022 r. wyniosła 3,8 mln zł i była niższa niż rok wcześniej o 35,6%. Finalnie, nie spodziewamy się powrotu do wartości amortyzacji sprzed 2022 r. Na rok 2023 i lata następne prognozujemy stałą amortyzację na poziomie niższym niż w 2022 r. (3,1 mln zł).

Drugi kluczowy wskaźnik kosztowy to **usługi obce, które dotyczą kosztów pozyskiwania użytkowników (UA)**, które w branży gier mobilnych skorelowane są z wielkością przychodów. Niemniej jednak, zmiany w widoczności w App Store spowodowały w IV kwartale 2022 i I kwartale 2023 mniejszą efektywność procesu płatnego pozyskiwania użytkowników (UA), co przełożyło się na niższe przychody. Tym samym w naszej prognozie na rok 2023 zakładamy udział kosztów UA na poziomie wyższym niż historycznie. W latach następnych prognozujemy powrót do wartości historycznych.

Koszty zatrudnienia utrzymujemy na stabilnym poziomie z niewielkimi korektami w górę z tytułu presji inflacyjnej. Zakładamy, że realizacja projektu NCBiR nie zwiększy znacząco kosztów wynagrodzeń, z uwagi na przesunięcie części zespołu z zakończonych projektów na nowe.

Nie zakładamy istotnych odpisów w okresie szczegółowej prognozy z uwagi na duże odpisy jakie Spółka dokonała pod koniec 2021 r. (12,6 mln zł), które w znacznym stopniu zaktualizowały wartość rozwijanych obecnie projektów w Spółce.

W perspektywie najbliższego roku zakładamy wyzerowanie kosztów finansowych z uwagi na **zakończenie spłaty obligacji** według ustalonego harmonogramu.

Rentowność

W obliczu słabnącego dolara, niższej dynamiki przychodów, a jednocześnie wyższych kosztów UA i presji na wynagrodzenia, na poziomie zysków, stosujemy podejście zachowawcze. Zakładamy, że w latach 2023-2024 na poziomie podstawowej działalności Spółka nie będzie rentowna, ale na poziomie wyniku netto Spółka w 2023 r. wypracuje zysk netto z uwagi na otrzymaną dotację z NCBiR na łączną kwotę w wysokości 3,8 mln zł, co powinno nastąpić w II bądź III kwartale 2023. Na potrzeby wyceny i biorąc pod uwagę możliwe opóźnienia z wypłatą dotacji przez NCBiR przyjmujemy podejście ostrożnościowe i zakładamy księgowanie wpłaty w III kwartale. Szacujemy, że trwała poprawa rentowności na podstawowej działalności będzie miała miejsce dopiero od 2025 r.

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

- rewizja w dół spodziewanych przychodów
- rewizję w górę rentowności dla roku 2023 oraz rewizję w dół poziomów rentowności od 2024 r.
- słabszy kurs USD negatywnie wpływający na przychody
- zmniejszenie zadłużenia, w tym przede wszystkim zobowiązań z tyt. obligacji
- otrzymanie dotacji z NCBiR

Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 29.11.2022 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	41 428	25 975	-37,3%	48 942	32 041	-34,5%	57 954	38 267	-34,0%
Koszty działalności operacyjnej	-40 334	-28 548	-29,2%	-46 673	-33 700	-27,8%	-54 233	-38 406	-29,2%
Zysk/strata ze sprzedaży	1 095	-2 573	-335,1%	2 269	-1 659	-173,1%	3 722	-139	-103,7%
EBITDA	5 331	5 599	5,0%	6 506	2 620	-59,7%	7 958	4 140	-48,0%
EBIT	1 498	2 467	64,7%	2 672	-512	-119,1%	4 125	1 008	-75,6%
Zysk (strata) netto	1 037	1 998	92,8%	2 102	-264	-112,6%	3 279	967	-70,5%
Marża ze sprzedaży	2,6%	-9,9%		4,6%	-5,2%		6,4%	-0,4%	
Marża EBITDA	12,9%	21,6%		13,3%	8,2%		13,7%	10,8%	
Marża EBIT	3,6%	9,5%		5,5%	-1,6%		7,1%	2,6%	
Marża netto	2,5%	7,7%		4,3%	-0,8%		5,7%	2,5%	

Źródło: DM Banku BPS SA

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. Tak się stało w przypadku Apple Inc. i nowej polityki prywatności wynikającej z wprowadzenia systemu iOS 14.0, który wymaga od aplikacji uzyskania zgody użytkownika na zebranie danych do śledzenia i kierowania reklam.

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 2023 r. oszacowana została na 1,05 za akcję.**

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,5	1,20
Wycena Porównawcza	0,5	0,78
Cena wynikowa na dzień 05.05		0,99
Cena docelowa na koniec 2023		1,05

Źródło: DM Banku BPS SA

Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Vivid Games odnieśliśmy do czterech polskich i dwóch zagranicznych spółek. Przypisaliśmy równe wagi metodzie porównawczej i metodzie DCF.

Spółki porównywalne	P/E			P/BV			EV/EBITDA			
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P	
PLAYWAY SA	14,8	14,9	11,5	5,1	4,6	4,9	11,0	11,0	8,5	
ULTIMATE GAMES	-	-	-	-	-	-	9,5	6,8	6,0	
HUGE GAMES SA	7,5	8,9	10,7	2,3	1,9	1,6	3,6	4,1	4,7	
BOOMBIT SA	10,2	7,8	7,5	2,6	2,5	2,6	6,1	5,1	4,9	
ROVIO ENTERTAINMENT OY	22,5	20,7	19,0	2,8	2,7	2,4	11,8	11,4	11,0	
NEXT GAMES OY	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Średnia	13,8	13,1	12,2	3,2	2,9	2,9	8,4	7,7	7,0	
Mediana	12,5	11,9	11,1	2,7	2,6	2,5	9,5	6,8	6,0	
Vivid Games	38,2	13,2	-99,9	3,6	2,8	2,9	-2,4	7,7	5,7	
Implikowana wycena (tys. PLN)	25 040	-	3 143	12 605	25 158	23 324	25 396	52 853	17 638	25 887
Wycena 1 akcji (PLN)	0,78									

Źródło: 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: 6,00%, w latach 2024-2026 spadek o 0,5 pp., (poprzednio: 7,13%)
- Koszt długu szacowany na podstawie oprocentowania wyemitowanych przez Spółkę obligacji: WIBOR3M + 6%
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,48, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie wrzesień 2016 - kwiecień 2023 (poprzednio: 0,55)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (poprzednio: 7,19%)
- 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)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
Przychody	38 295	25 975	32 041	38 267	44 062	50 156	50 406
EBITDA	4 985	5 599	2 620	4 347	4 607	6 806	7 361
EBIT	1 113	2 467	-512	1 215	1 475	3 674	3 692
CIT	1,01%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	1 101	1 998	0	984	1 195	2 976	2 991
Amortyzacja		3 132	3 132	3 132	3 132	3 132	3 132
CAPEX		-1 831	-2 116	-2 506	-2 982	-3 420	-3 420
Inwestycje w kapitał obrotowy		-1 635	-718	-100	428	-373	-373
FCFF		4 935	1 735	1 710	917	3 061	3 076
WACC		9,7%	9,2%	8,7%	8,1%	8,1%	8,1%
DCFF		4 500	1 455	1 333	670	2 071	
Suma DCF	10 028,7						
Wartość rezydualna (TV)	40 212,1						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	25 132,5						
Udział zdyskontowanej TV w EV	71,5%						
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)	35 161,2						
Środki pieniężne na 05.05.2023	4 736,3						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 05.05.2023	1 082,4						
Dług netto na 05.05.2023	- 3 653,9						
Wartość kapitału dla akcjonariuszy	38 815,1						
Liczba akcji (tys.)	32 285						
Cena 1 akcji (PLN)	1,20						
Przychody zmiana r/r	49,1%	-32,2%	23,4%	19,4%	15,1%	13,8%	
EBIT zmiana r/r	-107,6%	121,7%	-120,7%	-337,5%	21,4%	149,1%	
FCF zmiana r/r			-64,8%	-1,4%	-46,4%	233,9%	
Marża EBITDA	13,0%	21,6%	8,2%	11,4%	10,5%	13,6%	
Marża EBIT	2,9%	9,5%	-1,6%	3,2%	3,3%	7,3%	
Marża NOPLAT	2,9%	7,7%	0,0%	2,6%	2,7%	5,9%	
CAPEX/Przychody	0,0%	7,0%	6,6%	6,5%	6,8%	6,8%	
CAPEX/Amortyzacja		58,5%	67,6%	80,0%	95,2%	109,2%	

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	1,42	1,44	1,46	1,48	1,50	1,52	1,54	
6,2%	1,34	1,36	1,38	1,39	1,41	1,43	1,44	
6,7%	1,28	1,29	1,31	1,32	1,33	1,35	1,36	
7,2%	1,22	1,23	1,24	1,26	1,27	1,28	1,30	
7,7%	1,17	1,18	1,19	1,20	1,21	1,22	1,24	
8,2%	1,13	1,14	1,14	1,15	1,16	1,17	1,18	
8,7%	1,09	1,10	1,10	1,11	1,12	1,13	1,14	
9,2%	1,05	1,06	1,07	1,07	1,08	1,09	1,10	
9,7%	1,02	1,03	1,03	1,04	1,05	1,06	1,06	
10,2%								

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR3M	6,95%	6,95%	6,45%	5,95%	5,45%	5,45%	5,45%
Premia kredytowa	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	12,95%	12,95%	12,45%	11,95%	11,45%	11,45%	11,45%
1-CIT (realny)	99,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	12,8%	10,5%	10,1%	9,7%	9,3%	9,3%	9,3%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,88%	6,00%	5,50%	5,00%	4,50%	4,50%	4,50%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
Zalewarowana beta	0,66	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49	0,49
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
Koszt kapitału własnego	11,8%	9,6%	9,1%	8,6%	8,1%	8,1%	8,1%
Kapitał własny (tys. PLN)	7 314	9 312	9 048	10 182	12 314	15 738	12 314
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	2 730	224	224	224	224	228	224
Razem	10 044	9 537	9 272	10 407	12 538	15 967	12 538
D/E	0,37	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02
Udział Ke	0,73	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99	0,98
Udział Kd	0,27	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02
Ważony koszt kapitału własnego	8,6%	9,4%	8,9%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
Ważony koszt kapitału obcego	3,5%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,2%
WACC	12,0%	9,7%	9,2%	8,7%	8,1%	8,1%	8,1%

Źródło: DM Banku BPS SA, P – prognozy

Aktualizacja prognoz finansowych

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przychody ze sprzedaży	38 295	25 975	32 041	38 267	44 062	50 156
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	37 379	25 112	30 992	36 992	42 512	48 272
Pozostałe przychody z działalności podstawowej	917	863	1 049	1 275	1 549	1 883
Koszty działalności operacyjnej	-38 326	-28 548	-33 700	-38 200	-43 735	-47 629
amortyzacja (koszt)	-3 873	-3 132	-3 132	-3 132	-3 132	-3 132
zużycie materiałów i energii	-77	-83	-102	-122	-141	-160
usługi obce	-27 321	-18 215	-23 347	-27 825	-33 340	-37 215
podatki i opłaty	-7	-4	-6	-7	-8	-9
wynagrodzenia	-6 923	-6 987	-6 987	-6 987	-6 987	-6 987
ubezpieczenia społeczne i inne	0	0	0	0	0	0
pozostałe koszty rodzajowe	-126	-127	-127	-127	-127	-127
wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata ze sprzedaży	-31	-2 573	-1 659	67	327	2 526
Pozostałe przychody operacyjne	1 405	5 302	1 409	1 409	1 409	1 409
Pozostałe koszty operacyjne	-262	-262	-262	-262	-262	-262
Wynik na aktywach niefinansowych	0	0	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	1 113	2 467	-512	1 215	1 475	3 674
Przychody finansowe	75	185	185	185	185	185
Koszty finansowe	-490	-185	0	0	0	0
Zysk/strata brutto	698	2 467	-326	1 400	1 660	3 859
Podatek dochodowy	-7	-469	62	-266	-315	-733
Podatek dochodowy (%)	1,01%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk/strata netto	690	1 998	-264	1 134	1 345	3 126
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	690	1 998	-264	1 134	1 345	3 126

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

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
AKTYWA	19 346	22 942	23 387	24 968	26 813	29 881
Aktywa trwałe	12 783	13 296	13 829	14 384	14 961	15 562
Rzeczowe aktywa trwałe	470	489	509	529	551	573
Wartości niematerialne i prawne	12 150	12 644	13 157	13 691	14 247	14 826
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	163	163	163	163	163	163
Aktywa obrotowe	6 563	9 646	9 559	10 584	11 852	14 319
Zapasy	-	-	-	-	-	-
Należności handlowe	2 775	1 891	2 296	2 737	3 148	2 495
Pożyczki i pozostałe należności	1 481	811	984	1 173	1 350	1 069
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 687	6 324	5 658	6 055	6 735	10 136
Rozliczenia międzyokresowe	619	619	619	619	619	619
PASYWA	19 346	22 942	23 387	24 968	26 813	29 881
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	7 314	9 312	9 048	10 182	11 527	14 653
Kapitał podstawowy	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229
Akcje/udziały własne	-	12	-	12	-	12
Kapitał zapasowy	3 406	6 506	5 952	6 740	7 987	10 660
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	690	-	410	121	323	776
Zobowiązania długoterminowe	4 295	8 317	7 730	7 447	7 787	8 290
Długoterminowe kredyty i pożyczki	-	-	-	-	-	4
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	51	51	51	51	51	51
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	47	47	47	47	47	47
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	3 806	8 219	7 633	7 350	7 690	8 189
Zobowiązania krótkoterminowe	7 737	5 312	6 609	7 339	7 498	6 938
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	2 506	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	174	174	174	174	174	174
Zobowiązania handlowe	2 425	2 506	3 802	4 532	4 692	4 131
Rezerwy	1 340	1 340	1 340	1 340	1 340	1 340
Pozostałe zobowiązania	1 293	1 293	1 293	1 293	1 293	1 293

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

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Przepływy operacyjne	-891	5 464	1 228	2 830	3 590	6 739
Wynik finansowy	690	1 998	-264	1 134	1 345	3 126
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	3 873	3 132	3 132	3 132	3 132	3 132
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	412	0	0	0	0	0
Wynik na działalności inwestycyjnej	0	0	0	0	0	0
Podatek dochodowy zapłacony	0	-469	62	-266	-315	-733
Zmiana stanu rezerw	412	0	0	0	0	0
Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu należności	-105	884	-405	-440	-411	653
Zmiana stanu zobowiązań	-1 736	-81	-1 297	-729	-160	561
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-134	0	0	0	0	0
Pozostałe przepływy operacyjne	-4 302	0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	3 561	-1 795	-1 894	-2 434	-2 910	-3 338
Przepływy finansowe	-4 035	967	0	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-1 365	4 637	-666	397	680	3 401
Środki pieniężne na koniec okresu	1 687	6 324	5 658	6 055	6 735	10 136

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

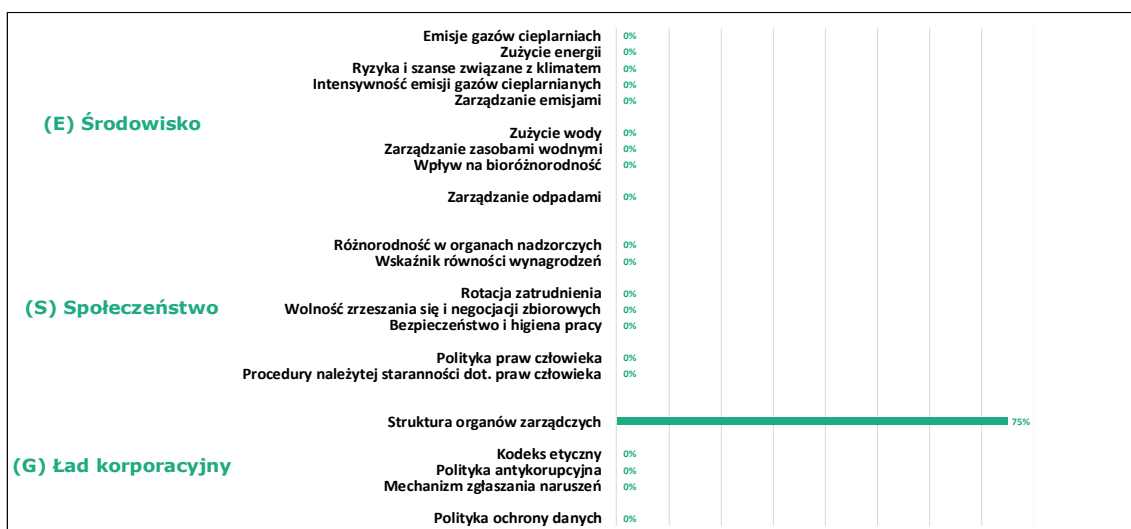
ESG

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. Poprzedni scoring dokonany został w maju 2022 r. i bazował na danych za 2021 r. Na potrzeby bieżącego raportu, przeprowadzamy analizę dla danych za rok 2022. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Vivid Games oceniamy, podobnie jak w poprzednim raporcie, 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



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.dmbps.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-Conseils 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: 5 maja 2023 roku, 8:15

Pierwsze udostępnienie opracowania: 5 maja 2023 roku, 8:30

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 zlecających.

Niniejsze opracowanie nie stanowi: osobistej rekomendacji; bądź porady inwestycyjnej, prawnej, lub innego typu; bądź oferty, zachęty do działania, inwestowania czy pozbywania się inwestycji w szczególności 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
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	04.05.2022	Tomasz Czamecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	10.05.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Łukasz Bryl, Tomasz Czamecki
PROTEKTOR	nd	3,60	2,80	Raport Aktualizujący	13.05.2022	Artur Wizner
PROCHEM	nd	37,00	33,60	Analiza wyników	17.05.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,54	3,46	Raport Aktualizujący	18.05.2022	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,29	1,26	Analiza wyników	26.05.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	6,21	3,87	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,92	4,28	Analiza wyników	31.05.2022	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	11,00	8,10	Analiza wyników	31.05.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	3,60	2,83	Analiza wyników	01.06.2022	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	74,00	38,70	Raport Aktualizujący	12.09.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	7,20	Raport Aktualizujący	20.09.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,07	1,03	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Łukasz Bryl
SNIEZKA	TRZYMAJ	67,00	64,20	Raport Aktualizujący	29.09.2022	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,03	3,95	Raport Aktualizujący	04.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	34,80	Raport Aktualizujący	05.10.2022	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	2,90	2,60	Raport Aktualizujący	12.10.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	6,74	3,87	Raport Aktualizujący	21.10.2022	Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	30,00	35,00	Analiza wyników	15.11.2022	Artur Wizner
UNIBEP	nd	10,00	8,84	Analiza wyników	18.11.2022	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,09	1,05	Analiza wyników	29.11.2022	Łukasz Bryl
MONNARI TRADE	nd	7,20	4,85	Analiza wyników	01.12.2022	Łukasz Bryl
NTT SYSTEM	nd	7,50	4,12	Analiza wyników	02.12.2022	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,90	2,19	Analiza wyników	06.12.2022	Artur Wizner
MONNARI TRADE	KUPUJ	8,63	4,82	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	TRZYMAJ	2,70	2,36	Raport Aktualizujący	13.03.2023	Artur Wizner
ESOTIQ & HENDERSON	KUPUJ	47,23	29,20	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
COCCODRILLO	KUPUJ	26,77	17,75	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
WITTCHEN	KUPUJ	40,83	27,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
VRG	KUPUJ	5,07	3,30	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
WOJAS	KUPUJ	11,75	7,96	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
LPP	TRZYMAJ	9328,17	9430,00	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
CCC	SPRZEDAJ	27,57	35,43	Raport Inicjujący	13.03.2023	Artur Wizner
SILVANO GROUP	KUPUJ	14,14	5,45	Raport Inicjujący	13.03.2023	Łukasz Bryl
SNIEZKA	KUPUJ	83,00	71,60	Raport Aktualizujący	17.03.2023	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	71,00	45,78	Raport Aktualizujący	05.04.2023	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,90	5,00	Raport Aktualizujący	12.04.2023	Łukasz Bryl
VIVID GAMES	nd	1,07	0,82	Raport Aktualizujący	04.05.2023	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 Dr 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.: +48 (22) 53 95 084	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 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
<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>	