

2020-07-07 17:32

Dane podstawowe	
Cena bieżąca [PLN]	2,93
Zmiana YTD	136,67%
Wycena na 31.12.2020	1,94
max/min 52 tygodni	3,15/0,91
Kapitalizacja [mln PLN]	87,1
Free float [mln PLN]	44,7
Sektor	GRY
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

Kalendarium:
29 lipca 2020 - Raport za I kw.

Analityk

Tomasz Czarnecki

Tel.: +48 (22) 53 95 542

Artur Wizner

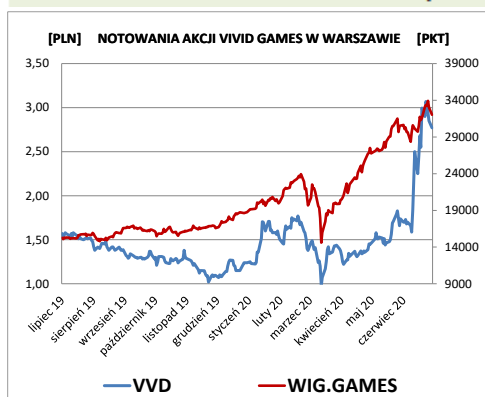
Tel.: +48 (22) 53 95 548

Profil Spółki:

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

Źródło: Bankier.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Remigiusz Kościelny	24,13
Jarosław Wojczakowski	24,13
Vivid Games S.A.	0,37
Pozostali	51,37



VIVID GAMES S.A.

w restrukturyzacji

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Walka o przetrwanie

„Walcz o przetrwanie w galaktyce” – to hasło promujące grę Space Pioneer, które przy okazji dobrze opisuje aktualną sytuację finansową jej producenta. Mimo nieznacznie lepszych przychodów niż prognozowaliśmy za 2019 rok oraz ich solidnej ekspansji na początku 2020 roku, którą wspierała pandemia koronawirusa, spółce nie udało się wykupić zapadających w maju obligacji VVD0520. Rosnące zyski Vivid-u są w dalszym ciągu zasługą flagowej serii Real Boxing, lecz wobec braku wsparcia ze strony innych tytułów okazały się niewystarczające na pokrycie zobowiązań.

Nieudana próba refinansowania zadłużenia w drodze emisji Obligacji serii B, spowodowała konieczność wniosku o otwarcie przyspieszonego postępowania układowego z układem częściowym, obejmującym wiarytelności wynikające z obligacji serii A, skutkujące między innymi zamknięciem linii biznesowej Quasu (platformy do testowania gier), z którą zarząd wiązał spore nadzieje na przyszłość.

[mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przychody ze sprzedaży	12,3	18,5	16,3	17,9	19,7	21,7
EBITDA	6,6	8,5	8,5	9,4	9,8	9,2
<i>marża EBITDA</i>	<i>53,7%</i>	<i>46,0%</i>	<i>52,0%</i>	<i>52,3%</i>	<i>49,7%</i>	<i>42,3%</i>
EBIT	1,8	3,8	3,4	3,9	4,0	3,1
Wynik netto	0,4	3,1	2,4	3,0	3,4	2,5
Kapitał własny	16,4	22,2	24,5	27,5	30,9	33,5
Dług netto	7,9	8,1	5,5	3,8	0,0	0,0
P/E	207,0	28,5	36,9	29,1	25,7	34,3
P/BV	5,3	3,9	3,6	3,2	2,8	2,6
EV/EBITDA	14,3	11,2	10,9	9,7	8,9	9,5

VIVID GAMES S.A.

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPŁYWAJĄCE NA WYCENĘ.....	3
2. ZMIANY PROGNOZ	5
3. WYCENA	6
4. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE.....	8
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	11
6. CZYNNIKI RYZYKA	12
7. ZASTRZEŻENIA PRAWNE.....	15



Wykorzystane pliki graficzne pochodzą od Spółki.

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

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ.

- ✚ **17.04.2020 r.** (ESPI RB nr 18/2020) W dniu 17 kwietnia 2020 Zarząd Spółki podjął decyzję o przygotowaniu i niezwłocznym złożeniu w Sądzie Rejonowym w Bydgoszczy wniosku o otwarcie w odniesieniu do VIVID GAMES S.A. przyspieszonego postępowania układowego z układem częściowym obejmującym jedynie wierzytelności wynikające z obligacji serii A.
- ✚ **05.05.2020 r.** (ESPI RB nr 22/2020) Emitent nie dokonał wykupu obligacji serii A w terminie wynikającym z warunków emisji obligacji, tj. w dniu 5 maja 2020 r. Jednocześnie, Emitent informuje, że odsetki za ostatni okres odsetkowy określony w warunkach emisji obligacji serii A kończący się 5 maja zostały przez Emitenta zapłacone w całości.
- ✚ **07.05.2020 r.** (ESPI RB nr 22/2020) (...)Emisja akcji serii H zostanie przeprowadzona w drodze subskrypcji prywatnej, akcje zostaną zaoferowane Remigiuszowi Kościelnemu oraz Jarosławowi Wojczakowskiemu jako pożyczkodawcom w umowach pożyczek, o zawarciu których Emitent informował raportem bieżącym nr 26/2019 z dnia 12 września 2019 roku.
- ✚ **08.06.2020 r.** (ESPI: RB nr 28/2020) W dniu 5 czerwca 2020 roku Sąd Rejonowy w Bydgoszczy w przyspieszonym postępowaniu układowym z układem częściowym wydał postanowienie w sprawie przeprowadzenia głosowania nad układem w trybie pisemnego zbierania głosów, z pominięciem zwoływania zgromadzenia wierzycieli.
- ✚ **01.07.2020 r.** (ESPI: RB nr 31/2020) Spółka poinformowała, że w dniu 1 lipca 2020 roku zawarła umowę, na podstawie której dokonała sprzedaży i przeniesienia praw do wszystkich składników platformy testów automatycznych QUASU za cenę 250 000 USD. Umowa została zawarta z niezależnym od Spółki podmiotem zajmującym się świadczeniem usług testów jakości, będącym spółką należącą do grupy kapitałowej z centralą w Stanach Zjednoczonych Ameryki.

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2019 roku.

- ✚ Vivid zaraportował dobre wyniki za 2019 rok, poprawiając zgodnie z naszymi oczekiwaniami przychody ze sprzedaży o 13% r/r. Wysoki 33% wzrost liczby pobrań r/r, nie przełożył się na jednak na proporcjonalny wzrost przychodów z gier. ARPU (Average revenue per user) poza serią Real Boxing spadł w stosunku do roku poprzedniego, co zwiększyło już dominujący udział tej serii w strukturze przychodów. Dodatnią kontrybucją wykazała się współpraca z QubicGames S.A., który portuje gry Vividu na konsole Nintendo Switch.
- ✚ Po stronie kosztowej, koszty wytworzenia na własne potrzeby wzrosły o 3% r/r, co wg. Spółki było związane z rozwojem nowych technologii, finansowanych głównie z dotacji otrzymanych z NCBiR. Spółka ograniczyła koszty usług obcych – spadek 15% r/r, amortyzacji – spadek o 23% r/r oraz koszty wynagrodzeń o 15% w stosunku do roku poprzedniego, do czego głównie przyczynił się spadek zatrudnienia o prawie 10 osób. W 2020 roku oczekujemy utrzymania kosztów na dotychczasowym poziomie, choć zamknięcie linii biznesowej Quasu może przyczynić się do ich ograniczenia.

- ✚ W 2019 roku Vivid wykonał testy na utratę wartości aktywów (głównie gier), których wynik spowodował przedłużenie okresów użyteczności i amortyzacji wybranych tytułów wartości niematerialnych z 5 do 7 lat.

PRZEDSTAWIONY PRZEZ VIVID GAMES PLAN RESTRUKTURYZACJI WYGLĄDA NASTĘPUJĄCO:

1. „Restrukturyzacja zobowiązań z tytułu obligacji serii A

Przewiduje się spłatę całości należności głównej z tytułu obligacji serii A w wysokości 10.500 tys. zł w dwunastu równych ratach kapitałowych w wysokości 875 tys. zł każda. Raty kapitałowe wypłacane będą co kwartał wraz z wypłatą należnych odsetek. Odsetki będą naliczane na dotychczasowych warunkach, tj. na zasadach wynikających z warunków emisji obligacji, w wysokości: WIBOR 3M plus marża 6%.

2. Zamknięcie linii biznesowej Quasu połączone z jej sprzedażą jako zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub sprzedażą poszczególnych jej składników.

Redukcja zatrudnienia związana z likwidacją zespołu Quasu jest głównym czynnikiem zmniejszającym wysokość kosztów operacyjnych Spółki. W okresie od II kwartału 2020 r. do końca 2020 r. Grupa zmniejszy koszty wynagrodzeń o około 572 tys. zł. W następnych dwóch latach oszczędności te wyniosą ok. 1.536 tys. zł rocznie. Prowadzone są intensywne działania w celu znalezienia potencjalnego nabywcy całej linii biznesowej Quasu lub jej części.

3. Konwersja pożyczek udzielonych przez akcjonariuszy na akcje nowej emisji.

W wyniku tego działania Jednostka dominująca nie będzie zobowiązana do spłaty kwoty 2.000 tys. zł.

4. Połączenie spółek zależnych z Vivid Games SA jako spółką przejmującą.

W wyniku połączeń nastąpi zwiększenie możliwości dysponowania aktywami posiadanymi przez Grupę kapitałową Vivid Games SA. Zostaną zlikwidowane wszelkie wzajemne rozliczenia między spółkami w grupie. Jednostka dominująca nie będzie zobowiązana do spłaty pożyczki w wysokości netto ogółem ok 127 tys. zł.

Powyższe działania wpływają na płynność finansową która w konsekwencji zwiększą możliwość wykupu w ratach obligacji serii A o wartości nominalnej 10.500 tys zł.

Zatwierdzenie układu następuje przez głosowanie wierzycieli, tj. obligatariuszy obligacji serii A. Brak samodzielnego wystąpienia obligatariusza w postępowaniu oznacza, że głos takiego obligatariusza zostanie oddany przez wyznaczonego przez sąd kuratora dla obligatariuszy. Dotychczasowy brak aktywności obligatariuszy w postępowaniu (do dnia 22 czerwca 2020 r. nie ma w aktach Sądu zgłoszenia od żadnego obligatariusza), pozwala na przypuszczenie, że na samodzielne głosowanie nie zdecyduje się liczba obligatariuszy wystarczająca do odrzucenia układu. Niezależnie od braku bezpośredniej aktywności obligatariuszy w postępowaniu, opinie uzyskane przez Jednostkę dominującą i kuratora dla obligatariuszy wskazują na poparcie propozycji układowych przez znaczną część obligatariuszy, którzy takie opinie wyrazili.(...)”

OPINIA

Przedstawiony przez Spółkę plan restrukturyzacji jest częściowo zrealizowany - dotyczy to pkt 2(ESPI: RB nr 31/2020) oraz pkt 3(ESPI RB nr 22/2020). Wycena akcji przez rynek na GPW dyskontuje optymistyczny scenariusz zakładający przegłosowanie planu przez wierzycieli i zatwierdzenie planu przez Sąd.

W naszej ocenie nawet zakładając zatwierdzenie przedstawionego planu nie uzasadnia obecnej wyceny akcji na GPW. Natomiast brak zatwierdzenia układu i zakończenie przyspieszonego postępowania układowego będzie oznaczało, że zobowiązania z obligacji pozostaną w pełni wymagalne, zaś Vivid Games pozbawiony zostanie przyznanej w postępowaniu układowym ochrony przed postępowaniem egzekucyjnym.

Najbliższe wydarzenia :

- ✚ Publikacja wyników finansowych za I kw. 2020 roku nastąpi 29 lipca 2020 r.
- ✚ Zakończenie pisemnego głosowania pisemnego planowane jest przez sąd restrukturyzacyjny na sierpień 2020, w tym samym terminie sąd planuje wydać postanowienie w przedmiocie przyjęcia układu (zarządzenie sędzi-komisarz z 10 czerwca 2020).

2. ZMIANY PROGNOZ

Vivid Games - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2019P			2020P		
	Zrealizowane	Stare	Zmiana	Nowe	Stare	Zmiana
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	19 698,1	18 875,2	4%	26 181,8	22 469,2	17%
Przychody ze sprzedaży	12 336,5	11 198,2	10%	18 504,7	14 792,2	25%
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	7 361,6	7 677,1	-4%	7 677,1	7 677,1	0%
KOSZTY OPERACYJNE	18 597,6	18 724,0	-1%	23 314,5	20 137,8	16%
Amortyzacja	4 860,9	5 087,4	-4%	4 730,6	4 730,6	0%
Usługi obce	7 917,2	7 616,7	4%	12 115,5	8 938,8	36%
Koszt świadczeń pracowniczych	5 600,2	5 809,1	-4%	6 041,5	6 041,5	0%
Pozostałe	219,4	210,8	4%	426,9	426,9	0%
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	1 100,5	151,2	628%	2 867,3	2 331,5	23%
EBIT	1 760,1	739,9	138%	3 787,8	3 071,6	23%
EBITDA	6 621,0	5 827,3	14%	8 518,4	7 802,2	9%
WYNIK NETTO	421,0	153,0	175%	3 061,9	2 918,0	5%

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

3. WYCENA

Wartość akcji Vivid Games S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 1,21 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 2,51 PLN. Cenę wynikową szacujemy na 1,86 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	2,51
Wycena DCF	50%	1,21
Cena wynikowa		1,86
Cena docelowa na koniec roku 2020		1,94

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza

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

Wycena porównawcza

PRODUCENCI GIER	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
TEN SQUARE GAMES SA	23,4	20,1	16,7	18,1	13,7	10,2	20,8	16,8	14,0
PLAYWAY SA	36,7	28,2	23,6	15,2	13,5	12,0	27,8	21,4	17,9
ROVIO ENTERTAINMENT OY	17,5	18,1	17,6	2,5	2,3	2,1	7,9	8,6	8,7
NEXT GAMES OY	-	-	159,4	2,2	2,2	2,3	-	8,7	6,7
Mediana	23,4	20,1	20,6	8,9	7,9	6,2	20,8	12,8	11,4
VIVID GAMES SA	330,1	27,7	29,9	5,4	3,9	3,6	16,9	11,2	10,9
premia (dyskonto)	1309%	38%	45%	-39%	-50%	-43%	-18%	-12%	-4%
Implikowana wycena (w mln zł)	6,2	63,2	60,1	142,7	174,5	152,7	106,9	99,4	90,4
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena 1 akcji (PLN)	2,51								

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 1,11 (co wynika z oszacowania Beta indeksu WIG.GAMES względem indeksu WIG).

- ✚ Premia za ryzyko: 6,0% (co odpowiada marży obligacji VVG0520).
- ✚ Stopa wolna od ryzyka: 1,39% (co odpowiada WIBOR3M).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Dług netto: na poziomie z końca 2019 r.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 5,0%
- ✚ Zakładamy, że sąd zaakceptuje przedstawiony przez Zarząd Vivid-u plan restrukturyzacji i spłata należności z tytułu niewykupionych obligacji serii A w wysokości 10.500 tys. zł w dwunastu równych ratach kapitałowych w wysokości 875 tys. zł każda wraz z należnymi odsetkami.

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	19,7	26,2	24,0	25,8	27,2	28,8	30,3
EBITDA	6,6	8,5	8,5	9,4	9,8	9,2	9,3
EBIT	1,8	3,8	3,4	3,9	4,0	3,1	3,3
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	1,4	3,1	2,8	3,2	3,3	2,5	2,7
Amortyzacja	4,9	4,7	5,0	5,4	5,8	6,0	6,0
CAPEX	-6,7	-6,8	-7,9	-8,0	-7,5	-7,2	-6,0
Inwestycje w kapitał obrotowy	-7,8	2,0	-2,5	0,6	1,8	0,4	-0,8
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	5,2	3,0	-2,6	1,3	3,3	1,8	1,9
Współczynnik dyskontujący		0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,64
DFCFF		2,8	-2,3	1,0	2,5	1,2	1,2
Stopa wzrostu po okresie prognozy		5,0%					
Wartość rezydualna (TV)		61,4					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		42,6					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		47,9					
Dług netto/(gotówka netto)		11,8					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		36,1					
Ilość akcji [w mln]		29,7					
Cena jednej akcji [PLN]		1,21					
Przychody zmiana r/r		32,9%	-8,2%	7,4%	5,4%	5,9%	5,0%
EV/EBITDA ('20) dla wyceny DCF		5,6					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w EV		89,0%					

Kalkulacja WACC	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%	1,39%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Beta (zlewarowana)	1,87	1,60	1,35	1,21	1,15	1,11
Koszt kapitału własnego	12,6%	11,0%	9,5%	8,7%	8,3%	8,0%
Udział kapitału własnego	54,0%	64,7%	78,7%	89,3%	95,2%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	46,0%	35,3%	21,3%	10,7%	4,8%	0,0%
WACC	9,05%	8,81%	8,50%	8,27%	8,14%	8,03%

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

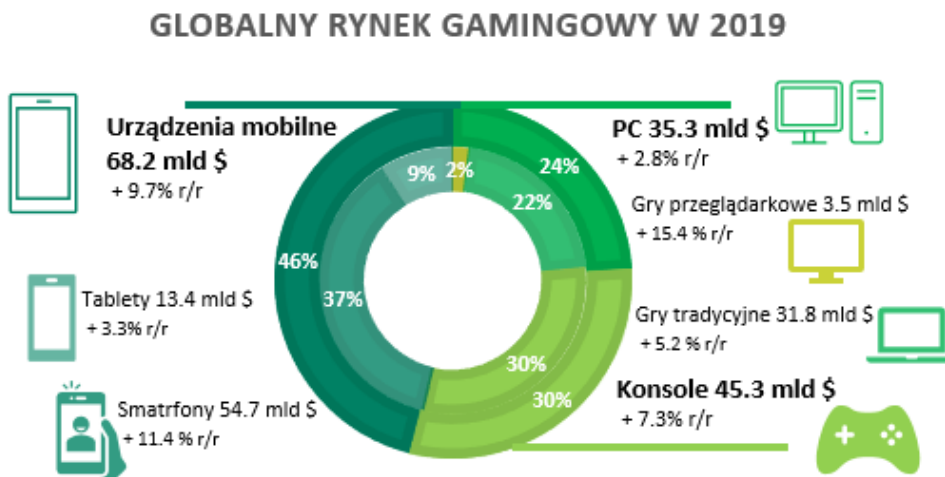
Analiza wrażliwości

	wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy									
	-2,00%	-1,50%	-1,00%	-0,50%	0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	0,44	0,50	0,58	0,67	0,78	0,92	1,11	1,37	1,76
	0,75%	0,48	0,55	0,63	0,74	0,87	1,03	1,26	1,58	2,08
	0,50%	0,52	0,60	0,70	0,81	0,96	1,16	1,44	1,84	2,51
	0,25%	0,57	0,66	0,77	0,90	1,08	1,32	1,66	2,19	3,12
	0,00%	0,63	0,73	0,85	1,00	1,21	1,50	1,94	2,66	4,07
	-0,25%	0,69	0,80	0,94	1,12	1,38	1,74	2,31	3,33	5,71
	-0,50%	0,76	0,88	1,05	1,27	1,57	2,04	2,81	4,39	9,25
	-0,75%	0,83	0,98	1,17	1,44	1,82	2,43	3,56	6,28	22,55
	-1,00%	0,92	1,09	1,32	1,65	2,14	2,99	4,74	10,64	-61,03

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE

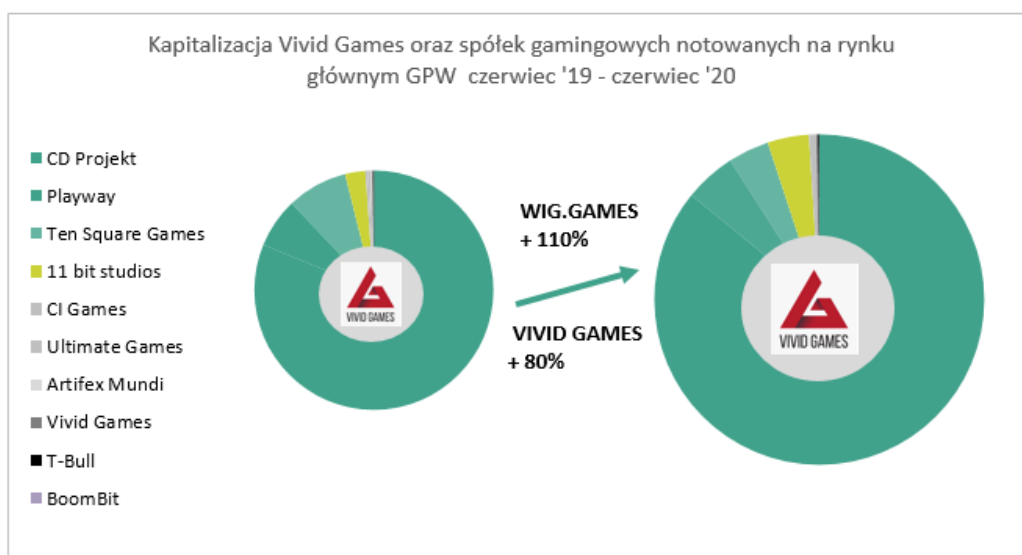
Według danych portalu branżowego Newzoo globalny rynek gier w 2019 roku osiągnął wartość 148,8 mld USD notując wzrost 7,2% r/r. Wartościowo największy udział w tym wzroście przypadł na gry na urządzenia mobilne + 9,78%.



Źródło: Newzoo, 2019 Global Games Market Report

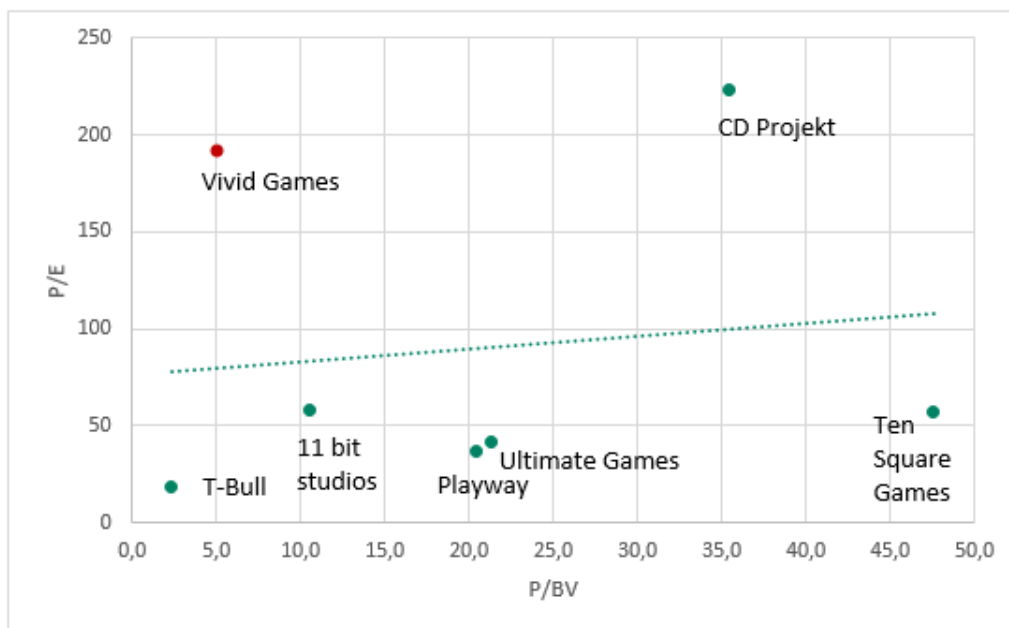
Portal prognozuje, że wartość segmentu gier na urządzenia mobilne w tym roku może przekroczyć 77 mld USD, co oznacza kilkunastoprocentowy wzrost w stosunku do 2019 roku, natomiast w 2023 roku wartość segmentu ma przekroczyć 100 mld USD. Jak na tę chwilę, szacunki portalu Sensor Tower, śledzącego liczbę pobrań aplikacji w sklepach App Store oraz Google Play, wskazują że jest duża szansa na osiągnięcie tej wartości już w tym roku. Według danych za pierwsze półrocze 2020 r. wydatki na gry mobilne wzrosły o 21,2% r/r do 36,6 mld USD. Łącznie gry zostały pobrane 28,5 mld razy, o 42,5% więcej w stosunku do roku 2019. Sensor Tower szacuje, że łącznie na wszystkie aplikacje mobilne wydano ponad 50 mld USD – o 23,4% więcej r/r. Tak wysokie wzrosty należy jednak uzasadnić skutkami trwającej pandemii i mogą być trudne do utrzymania w dłuższym horyzoncie czasowym.

W Polsce firmy z sektora cyfrowej rozrywki są największymi beneficjentami trwającej pandemii. Kapitalizacja spółek notowanych na głównym parkiecie GPW wzrosła ponad 100% z 22,7 mld zł do 47,6 mld zł. Tak wysoka dynamika, przy prognozowanym na ten rok 13% wzroście rynku rodzi pytanie, czy „bezpieczna przystań” jaką na GPW okazała się być branża gamingowa, jest dalej bezpieczna? Również dynamika polskiego rynku gamingowego szacowana przez PMR na ok. 2,5 mld zł. o średniorocznym wzroście na poziomie 7% nie daje podstaw dla takich wzrostów. Liczba graczy w Polsce w wieku 15-55 lat jest szacowana na ok. 17 mln i rośnie w tempie nieco ponad 6% rocznie. Badania przeprowadzone w 2019 roku wskazują, że ok. 27% dorosłych Polaków kupuje gry mobilne, społecznościowe lub przeglądarkowe przeznaczając na ten cel średnio 34 zł miesięcznie. Mimo rosnącej tendencji, w porównaniu do krajów Europy Zachodniej udział przychodów z gier online i mikro transakcji wciąż jest relatywnie niski. W Polsce stanowią one mniej niż jedną trzecią całego segmentu (27.7%), podczas gdy na bardziej dojrzałych rynkach ich udział osiągnął 59%. Aby odnieść sukces, polscy deweloperzy muszą się przebić na wymagającym rynku światowym.



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS S.A.

Podczas gdy kapitalizacja spółek gamingowych notowanych na GPW powiększyła się ponad 100% ich zsumowane przychody ze sprzedaży odnotowały niecałe 50% wzrostu. Miało to przełożenie na m.in. wzrost wskaźników P/E (wskaźnik ceny do zysku) oraz P/BV (wskaźnik ceny do wartości księgowej).



Źródło: Opracowanie DM Banku BPS S.A.

Mimo, że wskaźnik P/E bierze pod uwagę historyczne wartości zysku firmy (w tym przypadku 2019 rok) oraz aktualną wycenę jej akcji (30.06.2020), jest on jednym z powszechnie stosowanych mierników analizy akcji. Wskazuje on, ile trzeba zapłacić za jednostkę zysku firmy. W przypadku Vivid-u, za jedną złotówkę zysku firmy, inwestorzy muszą zapłacić prawie 200 zł. Wyższy poziom tego wskaźnika posiada aktualnie jedynie CD Projekt. Spółki, które w 2019 roku wykazały stratę (CI Games, Artifex Mundi, BoomBit) nie zostały ujęte w analizie.

Atutem Vivid-u jest posiadanie jednej gry o globalnym zasięgu – seria Real Boxing, która zyskała uznanie wśród graczy na całym świecie. Buduje to tzw. gaming community – społeczność graczy związanych z danym wydawcą, do których łatwiej dotrzeć z nowymi tytułami. Zarówno dane spółki za 2019 rok, jak i dane Sensor Tower za I półrocze 2020 r. pokazują, że mimo rosnącej ścigalności takich tytułów tak Gravity Rider, Idle Fish Aquarium czy Highway Getaway, wciąż ponad 90% przychodów generuje seria Real Boxing, a czym tytuł jest starszy, tym są potrzebne większe wydatki na marketing w celu pozyskania kolejnych graczy. Zarząd Vivid-u w przedstawionej w tym roku strategii, podtrzymał dążenie do tworzenia 2-3 gier z segmentu mid-core rocznie oraz dużą liczbę gier z segmentu casual, w tym w oparciu o nowe modele biznesowe – m.in. we współpracy z zewnętrznymi partnerami. Dotychczas Vivid z powodzeniem współpracuje z Qubic Games, który portuje gry spółki na platformę Nintendo Switch, choć nie osiąga jeszcze z tego źródła znaczących przychodów. W związku z brakiem przynajmniej na tę chwilę szczegółów dotyczących nowych tytułów na miarę serii Real Boxing, zakładamy 15% spadek przychodów w 2021 roku z stosunku do 2020 r. oraz dalszy, stabilny 10% ich wzrost w okresie prognozy, co implikuje podniesienie ceny docelowej do 1,94 zł na koniec 2020 roku.

5. PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	17 655,0	17 486,6	19 698,1	26 181,8	24 038,0	25 821,5	27 217,3	28 812,0
Przychody ze sprzedaży	9 484,9	10 325,5	12 336,5	18 504,7	16 284,1	17 912,6	19 703,8	21 674,2
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	8 170,1	7 161,1	7 361,6	7 677,1	7 753,8	7 908,9	7 513,5	7 137,8
KOSZTY OPERACYJNE	19 582,4	22 426,1	18 597,6	23 314,5	21 463,2	22 879,8	24 344,4	25 751,5
Amortyzacja	4 214,9	6 300,2	4 860,9	4 730,6	5 032,0	5 420,8	5 776,3	6 024,4
Zużycie surowców i materiałów	109,9	149,7	86,8	229,4	269,2	309,0	348,9	349,9
Usługi obce	8 484,1	9 330,8	7 917,2	12 115,5	9 630,2	10 342,1	11 122,6	11 978,6
Koszt świadczeń pracowniczych	6 674,9	6 600,3	5 600,2	6 041,5	6 283,2	6 534,5	6 795,9	7 067,7
Podatki i opłaty	7,3	4,1	6,4	6,8	10,1	11,2	12,3	13,5
Pozostałe	91,4	41,1	126,2	190,8	238,4	262,3	288,5	317,4
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	-1 927,4	-4 939,6	1 100,5	2 867,3	2 574,8	2 941,6	2 872,9	3 060,5
Pozostałe przychody operacyjne	2 944,0	778,8	697,0	1 106,9	974,0	1 071,4	1 178,6	102,7
Pozostałe koszty operacyjne	218,7	266,2	37,3	186,3	120,4	74,2	28,0	29,0
EBIT	797,8	-4 426,9	1 760,1	3 787,8	3 428,4	3 938,8	4 023,5	3 134,2
EBITDA	5 012,7	1 873,3	6 621,0	8 518,4	8 460,4	9 359,7	9 799,8	9 158,6
Przychody finansowe	58,0	286,2	7,2	24,6	90,0	141,3	158,2	0,0
Koszty finansowe	1 656,7	1 144,7	1 151,4	667,3	602,5	383,4	0,0	0,0
Udział w wyniku metodą praw własności	-267,4	-102,4	0,0	2,8	1,6	0,0	0,0	1,0
WYNIK BRUTTO	-1 068,3	-5 387,8	615,9	3 148,0	2 917,5	3 696,7	4 181,7	3 135,2
Podatek dochodowy	7 183,6	61,1	195,0	86,0	554,3	702,4	794,5	595,7
WYNIK NETTO	-8 251,9	-5 448,9	421,0	3 061,9	2 363,2	2 994,3	3 387,2	2 539,5

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

Bilans

BILANS (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
AKTYWA	38 552,2	34 686,4	39 337,4	42 677,8	42 480,1	43 618,7	49 503,9	55 221,7
Aktywa trwałe	27 818,9	31 203,3	34 099,8	36 061,2	38 877,3	41 471,7	43 329,1	44 578,5
Wartości niematerialne i prace rozwojowe	26 856,9	30 524,5	32 277,6	35 224,1	37 945,9	40 433,9	42 171,1	43 284,4
Rzeczowe aktywa trwałe	528,4	264,7	575,2	320,3	352,3	387,6	426,3	469,0
Inwestycje rozliczane metodą praw własności	52,2	97,3	5,0	140,0	168,0	201,7	242,0	290,4
Należności długoterminowe	65,6	61,5	61,5	67,8	71,2	74,8	78,5	82,4
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	315,8	255,3	258,3	308,9	339,8	373,8	411,2	452,3
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	-	-	922,2	-	-	-	-	-
Aktywa obrotowe	10 733,3	3 483,1	5 237,6	6 616,6	3 602,8	2 147,0	6 174,8	10 643,2
Należności krótkoterminowe	1 930,7	1 174,5	2 389,5	2 104,8	1 852,2	2 037,4	2 241,2	2 465,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	8 200,5	1 813,2	2 640,3	3 965,5	1 177,0	492,7	3 301,2	7 513,9
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	602,1	495,5	207,8	546,3	573,6	602,3	632,4	664,0
PASYWA	38 552,2	34 686,4	39 327,3	42 677,8	42 480,1	43 618,7	49 503,9	55 221,7
Kapitał własny	18 012,3	15 692,6	16 384,7	22 179,1	24 542,3	27 536,6	30 923,7	33 463,2
Kapitał podstawowy	2 826,9	2 974,3	2 974,3	3 974,3	3 974,3	3 974,3	3 974,3	3 974,3
Akcje własne (wielkość ujemna)	-5,6	-9,7	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1
Kapitał zapasowy	23 983,1	17 124,3	10 884,7	11 420,4	11 573,4	11 573,4	11 573,4	11 573,4
Kapitał z wyceny programu motywacyjnego	2 477,1	3 307,6	0,0	3 580,6	3 580,6	3 580,6	3 580,6	3 580,6
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	-3 017,3	-2 255,1	2 115,8	153,0	3 061,9	5 425,1	8 419,4	11 806,6
Zysk (-strata) netto	-8 251,9	-5 448,9	421,0	3 061,9	2 363,2	2 994,3	3 387,2	2 539,5
Zobowiązania	20 539,9	18 993,9	22 942,6	20 498,7	17 937,8	16 082,2	18 580,2	21 758,5
Zobowiązania długoterminowe	12 854,9	12 442,6	9 482,2	3 224,2	1 283,3	1 411,7	1 552,8	1 708,1
Zobowiązania długoterminowe niefinansowe	1 496,1	2 815,2	199,0	1 106,9	974,0	1 071,4	1 178,6	102,7
Zobowiązania krótkoterminowe	6 188,9	3 736,1	13 261,4	16 167,7	15 680,5	13 599,1	15 848,8	19 947,7

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

Rachunek przepływów

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Przepływy operacyjne	3 137,5	4 612,4	4 261,8	8 974,8	8 190,9	9 117,5	10 147,5	11 270,6
Przepływy inwestycyjne	-8 296,9	-9 706,0	-6 679,9	-6 821,8	-7 851,0	-7 975,2	-7 532,1	-7 160,6
Wydatki na nabycie WNIIP	-8 334,0	-9 350,6	-6 759,9	-7 677,1	-7 753,8	-7 908,9	-7 513,5	-7 137,8
Wydatki na nabycie środków trwałych	-50,9	-384,4	45,7	-174,6	-205,5	-229,6	-203,2	-212,8
Wpływy ze sprzedaży aktywów trwałych	30,0	10,6	29,7	1 005,3	18,4	22,0	26,5	31,7
Otrzymane odsetki	58,1	18,3	4,6	24,6	90,0	141,3	158,2	158,2
Przepływy finansowe	7 775,2	-1 293,7	3 245,2	-310,4	-3 128,5	-2 812,0	1 178,6	102,7
Wpływy z emisji akcji	32,3			3 000,0				
Nabycie/Sprzedaż akcji własnych	1,3	-4,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z zaciągniętych pożyczek*	10 119,3		2 000,0	0,0				
Spłaty pożyczek*	-2 731,5	-2 739,8	-1 070,4	-3 750,0	-3 500,0	-3 500,0	0,0	0,0
Spłaty z tytułu leasingu finansowego	-446,0	-409,8	-321,1					
Otrzymane dotacje	1 496,1	2 815,2	3 540,0	1 106,9	974,0	1 071,4	1 178,6	102,7
Odsetki zapłacone	-696,3	-955,1	-901,9	-667,3	-602,5	-383,4	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	2 615,9	-6 387,3	827,1	1 842,6	-2 788,6	-1 669,7	3 794,0	4 212,6
Środki pieniężne na koniec okresu	8 200,5	1 813,2	2 640,3	4 483,0	1 694,4	24,7	3 818,7	8 031,3

* w tym również obligacji

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

6. CZYNNIKI RYZYKA

Ryzyko braku kontynuacji działalności

Vivid Games S.A na dzień publikacji Skonsolidowanego Sprawozdania Finansowego Grupy za 2019 rok. zidentyfikował niepewność dotyczącą kontynuacji działalności. Niepewność ta wynika z faktu, iż w dniu 5 maja 2020 upłynął termin wykupu wyemitowanych przez Spółkę obligacji serii A (VVD0520) o wartości nominalnej i wartości wykupu równej 10,5 mln PLN. Spółka nie wypełniła zobowiązań wynikających z wykupu obligacji. Sąd Rejonowy w Bydgoszczy w przyspieszonym postępowaniu układowym z układem częściowym wydał postanowienie w sprawie przeprowadzenia głosowania nad układem w trybie pisemnego zbierania głosów, z pominięciem zwoływania zgromadzenia wierzycieli. Wobec powyższego istnieje możliwość, że układ częściowy nie zostanie zatwierdzony przez wierzycieli, a postępowanie restrukturyzacyjne zakończy się niepowodzeniem. Brak zatwierdzenia układu spowoduje brak modyfikacji warunków spłaty zobowiązań z tytułu obligacji, co będzie oznaczać, że zobowiązania z obligacji pozostaną w pełni wymagalne, a Spółka zostanie pozbawiona przyznanej w postępowaniu układowym ochrony przed postępowaniem egzekucyjnym. W wypadku zaistnienia takiego scenariusza Vivid Games nie będzie w stanie uregulować bieżących zobowiązań co może skutkować brakiem możliwości kontynuacji działalności przez Grupę Kapitałową.

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

Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej

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

Ryzyko konkurencji

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

Ryzyko walutowe

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

Ryzyko związane z personelem

Dla Vivid Games S.A. istotne znaczenie mają kompetencje oraz doświadczenie kluczowych pracowników, w szczególności *game designer*’ów oraz osób stanowiących kadrę zarządzającą. W przypadku odejścia lub częstej rotacji kluczowych pracowników istnieje

ryzyko pogorszenia się jakości procesu produkcji oraz wzrostu kosztów prowadzonej działalności.

Ryzyko opóźnień produkcji gier

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

Ryzyko kanibalizacji produktów

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

Ryzyko niepowodzenia kolejnych gier

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

Ryzyko zmiany *featuring*'u

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

Ryzyko nie osiągnięcia przez 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.

WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

WZO – Walne Zgromadzenie Obligatariuszy.

7. ZASTRZEŻENIA PRAWNE

INFORMACJE I ZASTRZEŻENIA PRAWNE

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 07 lipca 2020 roku, 17:32

Dystrybucja niniejszego opracowania: 07 lipca 2020 roku, 17:45

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

Opracowanie publikowane jest w ramach Pilotażowego Programu Wsparcia Analitycznego prowadzonego przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie („Zleceniodawca”). Dom Maklerski Banku BPS S.A. otrzyma od Zleceniodawcy wynagrodzenie z tytułu sporządzenia niniejszego opracowania w kwocie: maksymalnie 50 000 PLN netto rocznie przez okres dwóch lat. Zleceniodawca nie jest zainteresowany wynikiem badania inwestycyjnego.

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

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

Niniejsze opracowanie stanowi „publikację handlową” w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Opracowanie nie zostało przygotowane zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych. 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, lub pozyskanych ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. 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, ani nie pełnił funkcji animatora dla nowo wyemitowanych instrumentów finansowych, których dotyczy opracowanie.

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

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

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

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, modeli i znaczenia rekomendacji dostępne są pod adresem: https://dmbps.pl/informacje/221/Materialy_Analityczne.

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

https://dmbps.pl/informacje/228/Regulamin_zarzadzania_konfliktami_interesow_w_Domu_Maklerskim_Banku_BPS_SA

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 DM BPS, 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 DM BPS. 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.

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A.

ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,

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

www.dmbps.pl

dm@dmbps.pl

Departament Analiz:

Tomasz Czarnecki, MPW

p.o. Dyrektor Departamentu Analiz

tomasz.czarnecki@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 542

Artur Wizner, MPW

Analitik

artur.wizner@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 548

Jacek Borawski

Analitik techniczny

Dane kontaktowe do Departamentu Sprzedaży:

Dariusz Stasiak, MPW

Dyrektor Departamentu Sprzedaży

dariusz.stasiak@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 511

Artur Kobos, MPW

Zastępca Dyrektora Departamentu Sprzedaży

artur.kobos@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 511

Bartosz Szaniawski

bartosz.szaniawski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 525

Lech Kucharski, MPW

lech.kucharski@dmbps.pl

tel.: (22) 53 95 522

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