

2021-05-19 08:40

Dane podstawowe

Cena bieżąca [PLN]	1,61
Zmiana YTD	1,26%
Wycena na 31.12.2021	1,59
max/min 52 tygodni	3,15/1,34
Kapitalizacja [mln PLN]	51,9
Free float [mln PLN]	25,8
Sektor	GRY
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

Analityk
Tomasz Czarnecki

Tel: +48 (22) 53 95 542

Artur Wizner

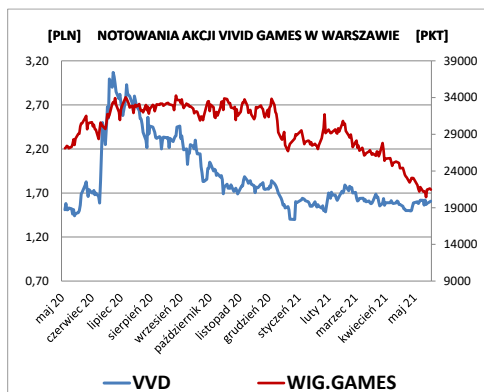
Tel: +48 (22) 53 95 548

Profil Spółki:

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

Źródło: Bankier.pl

Główni Akcjonariusze :	[%]
Jarosław Wojczakowski	22,47
Remigiusz Kościelny	22,45
Paweł Sominka	5,32
Pozostali	49,76



VIVID GAMES S.A.

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Nowy prezes, stare problemy...

Wycena Vivid-u, co pokazujemy w dalszej części raportu w głównej mierze opiera się na zdolności do generowania zysków przez portfolio gier Spółki oraz na predykcjach sukcesu tworzonych produkcji. Udany 2020 rok, zarówno dla Vivid-u jak i całego sektora gamingowego, pozwolił Spółce odbudować pozycję środków pieniężnych, zapewniając przynajmniej w części realizację zatwierdzonego przez Sąd układu zakładającego spłatę wierzytelności wynikających z obligacji serii A.

Debiutująca na początku listopada 2020 roku gra, **KNIGHTS FIGHT 2** mimo niezłego początku oraz wysokich oczekiwań Zarządu okazała się rozczarowaniem. Vivid wciąż bezskutecznie poszukuje gry na miarę serii **REAL BOXING**. Kolejne szanse upatruje w debiutującej w czerwcu grze **EUROBLAST** oraz **MYTHICAL SHOWDOWN** spodziewanej na przełom II i III kwartału. Zapowiadane debiuty na chwilę obecną nie dają podstaw do podniesienia prognozowanych przez nas przychodów. Również wcześniejszą spłatę rat, traktujemy jako brak pomysłu na nowe produkcje.

Wszystko to sprawia, że uważamy aktualną wycenę giełdową za zgodną z fundamentami i obniżamy cenę docelową z 2,19 na 1,59 zł na koniec 2021 roku.

[mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przychody ze sprzedaży	27,4	24,7	26,1	27,4	28,8	30,3
EBITDA	7,4	7,1	6,4	6,1	6,0	6,4
marża EBITDA	27,0%	28,9%	24,6%	22,4%	21,0%	21,3%
EBIT	3,0	2,7	2,0	1,8	1,7	2,1
Wynik netto	2,1	1,5	1,5	1,5	1,4	1,7
Kapitał własny	21,5	23,0	24,5	26,1	27,5	29,1
Dług netto	0,8	-4,9	-9,9	-15,5	-19,7	-23,9
P/E	24,8	34,3	34,1	33,8	37,1	30,6
P/BV	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8
EV/EBITDA	7,1	6,6	6,5	5,9	5,3	4,4

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

VIVID GAMES S.A.

Aktualizacja Raportu Analitycznego

Spis treści

1. OSTATNIE WYDARZENIA WPLYWAJĄCE NA WYCENĘ.....	3
2. ZMIANY PROGNOZ	4
3. WYCENA	5
4. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE.....	7
5. PROGNOZY FINANSOWE.....	9
6. CZYNNIKI RYZYKA	10



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.

- ✚ **04.05.2021 r.** (ESPI RB nr 18/2021) Wcześniejsza spłata rat układowych przewidzianych do spłaty w 2021 roku. Zarząd Spółki Vivid Games S.A. podjął decyzję o dokonaniu przedterminowej spłaty trzeciej, czwartej i piątej raty wynikających z zatwierzonego w dniu 5 listopada 2020 układu w przyspieszonym postępowaniu układowym dotyczącym Spółki. Raty kapitałowe wraz z wynikającymi z układu odsetkami zostaną wypłacone obligatariuszom obligacji serii A w dniu 19 maja 2021. W wyniku płatności Emitent spłaci wszystkie raty przewidziane w układzie na rok 2021, w tym cztery raty przed pierwotnym terminem. Dokonanie wcześniejszej spłaty kolejnych rat układowych nie powoduje zmiany terminu płatności pozostałych rat układowych.
- ✚ **04.05.2021 r.** (ESPI RB nr 17/2021) Ustalenie dziennej daty premiery gry Eroblast. Spółka poinformowała, że w dniu 4 maja 2021 Spółka ustaliła dzienną datę premiery gry Eroblast. Eroblast zostanie oficjalnie opublikowana na platformach iOS i Android w dniu 22 czerwca 2021.
- ✚ **22.04.2021 r.** (ESPI RB nr 14/2021) Zawarcie umowy o elastyczny kredyt odnawialny. Spółka zawarła w dniu 22 kwietnia 2021 r. z mBank S.A, Oddział Korporacyjny Bydgoszcz umowy o elastyczny kredyt odnawialny. Wysokość kredytu udzielonego Spółce wynosi 4 000 000,00 PLN. Spółka może wykorzystywać kredyt od zawarcia umowy do dnia 11 kwietnia 2024 r.
- ✚ **26.03.2021 r.** (ESPI RB nr 12/2021) Zawarcie umowy wydawniczej. Zarząd Spółki Vivid Games S.A., informuje o zawarciu w dniu 26 marca 2021 r. umowy wydawniczej z Golden Goose Entertainment, z siedzibą w Dover (USA), na podstawie której Emitent wyda na platformach iOS i Android mobilną grę karcianą pt. Mobbles Cards.
- ✚ **04.02.2021 r.** (ESPI RB nr 08/2021) Ustalenie terminu premiery gry Mythical Showdown. Spółka poinformowała o ustaleniu w dniu 4 lutego 2021 terminu publikacji gry Mythical Showdown (wcześniejsza nazwa Amusing Heroes).
- ✚ **01.02.2021 r.** (ESPI RB nr 07/2021) Wcześniejsza spłata drugiej raty układowej. Zarząd Spółki Vivid Games S.A. podjął decyzję o dokonaniu przedterminowej spłaty drugiej raty wynikającej z zatwierzonego w dniu 5 listopada 2020 układu w przyspieszonym postępowaniu układowym dotyczącym Spółki.
- ✚ **28.01.2021 r.** (ESPI RB nr 03/2021) Rezygnacja prezesa zarządu ze stanowiska. W dniu 28 stycznia 2021 prezes zarządu Emitenta Remigiusz Kościelny złożył rezygnację z pełnienia funkcji w zarządzie ze skutkiem na dzień 28 stycznia 2021.
- ✚ **28.12.2020 r.** Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. podjął uchwałę w sprawie uchylecia szczególnego oznaczenia instrumentów finansowych spółki VIVID GAMES S.A. notowanych na Głównym Rynku GPW
- ✚ **22.12.2020 r.** (ESPI RB nr 56/2020) Sąd Rejonowy w Bydgoszczy uprawomocnił układ w przyspieszonym postępowaniu układowym z układem częściowym dotyczącym Vivid Games. Postanowienie stało się prawomocne z dniem 2 grudnia 2020 r. W związku z powyższym, przyspieszone postępowanie układowe toczące się w odniesieniu do Spółki zostało formalnie zakończone.

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2020 roku.

- ✚ Pod względem przychodowym, sektor może zaliczyć rok 2020 do bardzo udanych. Przychody Vivid-u w ujęciu r/r wzrosły o 55%. Jednak, po dwóch bardzo dobrych kwartałach 2020, w drugim półroczu przychody Spółki znacząco spadły, w trzecim kwartale (-23% k/k), a w czwartym (-20% k/k). Do spadku przychodów w drugim półroczu przyczyniło się zgodnie z naszymi prognozami słabnące zainteresowanie flagową grą Spółki - serią **REAL BOXING** oraz niezbyt udana premiera **KNIGHTS FIGHT 2**. Dodatkowo w drugim półroczu, gry komputerowe cieszyły się już mniejszym zainteresowaniem, ustępując miejsca alternatywnym rozrywkom.
- ✚ Po stronie kosztowej w ujęciu rocznym widocznie wzrósł (+135%) koszt usług obcych, wśród których największy był udział posiadały koszty User acquisition na poziomie 8,9 m PLN. Świadczy to o tym, że wzrost przychodów wymagał coraz większego wspomagania nakładami na pozyskanie nowych użytkowników. Spadł natomiast koszty wytworzenia na własne potrzeby (-59% r/r), co jest rezultatem zakończenia w pierwszej połowie 2020 roku projektów badawczo-rozwojowych finansowanych z dotacji otrzymanych od NCBiR w ramach programu GameINN, a także o zmniejszonych nakładach na produkcję nowych tytułów. Spadły również koszty wynagrodzeń (-16% r/r), do czego w głównej mierze przyczyniło się zmniejszenie zatrudnienia ok. 9 osób związane ze sprzedażą technologii Quasu w pierwszej połowie ubiegłego roku.
- ✚ Na poziomie zysku netto Vivid odnotował wyraźny wzrost w porównaniu do ubiegłego roku – z 421 tys. do 2,09 mln zł, choć stanowi to 69 % realizacji prognozy zarządu na 2020 rok. Biorąc pod uwagę, że ok. 90% zysku netto Vivid wypracował w pierwszym półroczu, osiągnięty rezultat nie napawa optymizmem.

2. ZMIANY PROGNOZ

Vivid Games - zmiany prognoz

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2021P		
	Nowe	Stare	Zmiana
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	29 134,4	30 167,3	-3%
Przychody ze sprzedaży	24 663,0	25 685,1	-4%
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	3 971,4	3 982,2	0%
KOSZTY OPERACYJNE	27 172,7	26 510,8	2%
Amortyzacja	4 429,1	4 429,1	0%
Usługi obce	18 004,0	16 438,4	10%
Koszt świadczeń pracowniczych	4 399,9	5 304,2	-17%
Pozostałe	339,7	339,0	0%
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	1 961,7	3 656,5	-46%
EBIT	2 700,8	3 091,9	-13%
EBITDA	7 129,9	7 521,1	-5%
WYNIK NETTO	1 515,5	1 883,2	-20%

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

3. WYCENA

Wartość akcji Vivid Games S.A. dokonaną na podstawie wyceny DCF szacujemy na 1,55 PLN, a na podstawie wyceny porównawczej na 1,49 PLN. Cenę wynikową szacujemy na 1,52 PLN.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	1,49
Wycena DCF	50%	1,55
Cena wynikowa		1,52
Cena docelowa na koniec roku 2021		1,59

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 oraz dodajemy HUUUGE Inc., który zadebiutował na warszawskiej giełdzie w lutym 2021 r. Podobnie jak w przypadku Vivid Games, produkcje tych spółek dostępne są w AppStore oraz Google Play. **HUUUGE GAMES** jest globalnym producentem gier typu free-to-play i wydawcą gier on-line przeznaczonych na urządzenia mobilne i platformy internetowe. W portfolio HUUUGE znajduje się obecnie wiele gier z różnych segmentów, wśród których najbardziej znane gry to *HUUUGE Casino*, *Billionaire Casino*, *Stars Slots* oraz *HUUUGE Bingo Saga*. Obecnie kapitalizacja rynkowa HUUUGE wynosi 3,41 mld zł., co plasuje Spółkę na drugim miejscu po CD Projekcie wśród producentów gier notowanych na GPW. W wycenie podtrzymałmy 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		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
TEN SQUARE GAMES SA	14,0	11,9	10,2	10,6	7,7	6,8	11,6	9,7	8,4
PLAYWAY SA	18,5	16,5	15,2	10,2	9,2	8,3	12,8	11,4	10,4
HUGE GAMES SA	22,6	14,7	11,5	3,6	2,8	2,2	13,0	9,6	8,2
BOOMBIT SA	19,5	15,8	13,7	4,0	3,3	2,7	7,5	6,5	5,8
ROVIO ENTERTAINMENT OY	18,9	17,6	17,2	2,7	2,4	2,2	10,6	10,5	10,3
NEXT GAMES OY	-	103,5	15,1	3,3	3,4	2,5	154,4	14,4	5,7
Mediana	18,9	16,1	14,4	3,8	3,3	2,6	12,2	10,1	8,3
VIVID GAMES SA	27,7	27,6	27,4	2,3	2,1	2,0	6,6	6,6	5,9
premia (dyskonto)	47%	71%	90%	-40%	-36%	-23%	-46%	-34%	-30%
Implikowana wycena (w mln zł)	35,4	30,4	27,3	87,2	81,5	67,7	95,3	79,2	73,7
dyskonto	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Wycena 1 akcji (PLN)	1,49								

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

Wycena DCF

W analizie DCF przyjęto następujące założenia:

- ✚ Beta na poziomie: 0,866 (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: 1,1874% (co odpowiada rentowności 10-letnich obligacji skarbowych).
- ✚ Przyszłe przepływy pieniężne dyskontujemy na dzień analizy.
- ✚ Dług netto: na poziomie z końca 2020 r.
- ✚ Stopa wzrostu po okresie prognozy: 5,0%

Wycena DCF

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	30,5	29,1	30,2	31,1	33,6	35,5	37,2
EBITDA	7,4	7,1	6,4	6,1	6,0	6,4	6,6
EBIT	3,0	2,7	2,0	1,8	1,7	2,1	2,2
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	2,4	2,2	1,6	1,5	1,4	1,7	1,8
Amortyzacja	4,4	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3	4,3
CAPEX	-6,7	-4,1	-4,0	-4,1	-4,5	-5,0	-4,3
Inwestycje w kapitał obrotowy	10,2	-0,7	-0,7	2,0	1,8	-0,2	-0,9
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	23,7	1,8	1,3	3,6	3,1	0,8	0,9
Współczynnik dyskontujący		0,96	0,89	0,83	0,78	0,73	0,69
DFCFF		1,7	1,1	3,0	2,4	0,6	0,6
Stopa wzrostu po okresie prognozy		5,0%					
Wartość rezydualna (TV)		61,0					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		44,6					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		53,4					
Dług netto/(gotówka netto)		3,6					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		49,9					
Ilość akcji [w mln]		32,2					
Cena jednej akcji [PLN]		1,55					
Przychody zmiana r/r		-4,3%	3,6%	2,9%	8,2%	5,4%	5,0%
EV/EBITDA ('21) dla wyceny DCF		6,6					
P/E ('21) dla wyceny DCF		n.d.					
Udział zdyskontowanej wartości rezydualnej (PV TV) w EV		83,4%					

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%	1,23%
Premia za ryzyko	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
Beta (zlewarowana)	1,45	1,25	1,07	0,96	0,91	0,87
Koszt kapitału własnego	10,0%	8,7%	7,6%	7,0%	6,7%	6,4%
Udział kapitału własnego	54,4%	64,6%	77,5%	88,2%	94,4%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Udział kapitału obcego	45,6%	35,4%	22,5%	11,8%	5,6%	0,0%
WACC	7,63%	7,36%	7,02%	6,74%	6,58%	6,43%

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

Analiza wrażliwości

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	1,00%	0,73	0,78	0,84	0,91	0,99	1,10	1,23	1,41	1,65
	0,75%	0,78	0,84	0,91	0,99	1,09	1,22	1,39	1,62	1,97
	0,50%	0,84	0,90	0,98	1,08	1,21	1,37	1,60	1,92	2,44
	0,25%	0,90	0,98	1,07	1,20	1,36	1,57	1,88	2,37	3,23
	0,00%	0,97	1,07	1,19	1,34	1,55	1,85	2,31	3,10	4,82
	-0,25%	1,06	1,18	1,33	1,53	1,81	2,25	2,98	4,52	9,65
	-0,50%	1,17	1,31	1,51	1,78	2,19	2,88	4,25	8,42	9,82
	-0,75%	1,30	1,49	1,75	2,14	2,78	4,02	7,48	8,56	10,32
	-1,00%	1,47	1,72	2,09	2,69	3,82	6,74	7,68	9,12	11,02

Źródło: DM Banku BPS S.A.

4. STRATEGIA I OTOCZENIE RYNKOWE

Mimo sprzyjających warunków (pandemia) oraz wysokiej prognozowanej dynamiki wzrostu dla sektora (prognozy na lata 2021-2022 zakładają dalszy wzrost sektora w średniorocznym tempie 9%, przy stale powiększającym się udziale gier na smartfony oraz tablety), spółki bardzo różnie radzą sobie na giełdzie. Przeanalizowaliśmy, które spółki z branży najbardziej skorzystały w czasie pandemii, oraz jakie czynniki decydowały o osiągnięciu długoterminowego powtarzalnego sukcesu. Na rynku głównym i NewConnect notowanych jest już blisko 50 firm z branży gamingowej. Pod tym względem Polska zajmuje drugie miejsce zaraz po Japonii. Jeżeli rynek ma się rozwijać w średniorocznym tempie 9%, to statystycznie część z pośród tej 50-ki znacznie to tempo przekroczy, a część wykaże dużo niższą dynamikę natomiast kilka być może nawet zniknie z rynku. Uważamy, że użyte w analizie porównawczej wskaźniki (P/E, P/BV, EV/EBITDA) są niewystarczające aby ocenić kondycję finansową spółki na tle branży. Przeanalizowaliśmy zatem jak wygląda Vivid w porównaniu do wybranych spółek produkujących gry mobilne i notowanych na GPW.

Wyniki skonsolidowane [w tys. zł.]	Vivid Games			Huuuge			Ten Square Games			Boombit			Playway		
	2019	2020	Zm. %	2019	2020	Zm. %	2019	2020	Zm. %	2019	2020	Zm. %	2019	2020	Zm. %
Przychody ze sprzedaży	19 698	30 458	55%	985 089	1 250 499	27%	241 133	578 195	140%	49 734	140 236	182%	130 932	180 994	38%
Techniczny koszt wytworzenia produkcji sprzedanej	18 598	27 851	50%	300 577	374 419	25%	11 354	25 438	124%	45 108	115 307	156%	45 154	53 455	18%
Wynik brutto ze sprzedaży	1 100	2 607	137%	78 772	189 904	141%	85 540	172 499	102%	-4 950	15 636	-	85 778	127 539	49%
Pozostałe koszty operacyjne	37	697	1784%	0	0	-	1 012	925	-9%	6 176	6 320	2%	3 537	9 859	179%
EBIT	1 760	2 993	70%	53 969	188 612	249%	84 577	171 775	103%	-10 972	9 665	-	82 490	118 067	43%
Zysk netto	421	2 094	397%	16 216	-310 459	-	76 385	151 599	98%	-9 386	12 846	-	97 267	229 857	136%
Aktywa	39 338	43 454	10%	201 715	533 061	164%	106 045	323 684	205%	66 695	90 342	35%	211 814	458 598	117%
Wartości niematerialne i prawne	32 278	31 291	-3%	437	16 150	3596%	3 398	4 702	38%	44 025	36 365	-17%	2 659	3 096	16%
Przepływy pieniężne z działalności operac.	4 262	6 311	48%	49 340	275 231	458%	66 439	193 714	192%	2 967	23 658	697%	42 849	53 835	26%
Amortyzacja	4 861	4 396	-10%	7 706	12 515	62%	1 150	3 086	168%	6 626	12 619	90%	534	686	28%
Wartości niematerialne i prawne/aktywa	82,1%	72,0%	-10%	0,2%	3,0%	3%	3,2%	1,5%	-2%	66,0%	40,3%	-26%	1,3%	0,7%	-1%
Wartości niematerialne i prawne/przychody	163,9%	102,7%	-61%	0,0%	1,3%	1%	1,4%	0,8%	-1%	88,5%	25,9%	-63%	2,0%	1,7%	0%
Techniczny koszt wytworzenia produkcji sprzedanej/ przychody ze sprzedaży	94,4%	91,4%	-3%	30,5%	29,9%	-1%	4,7%	4,4%	0%	90,7%	82,2%	-8%	34,5%	29,5%	-5%
Pozostałe koszty operacyjne/ przychody ze sprzedaży	0,2%	2,3%	2%	0,0%	0,0%	0%	0,4%	0,2%	0%	12,4%	4,5%	-8%	2,7%	5,4%	3%
Marża ZbZS	5,6%	8,6%	3%	8,0%	15,2%	7%	35,5%	29,8%	-6%	-10,0%	11,1%	21%	65,5%	70,5%	5%

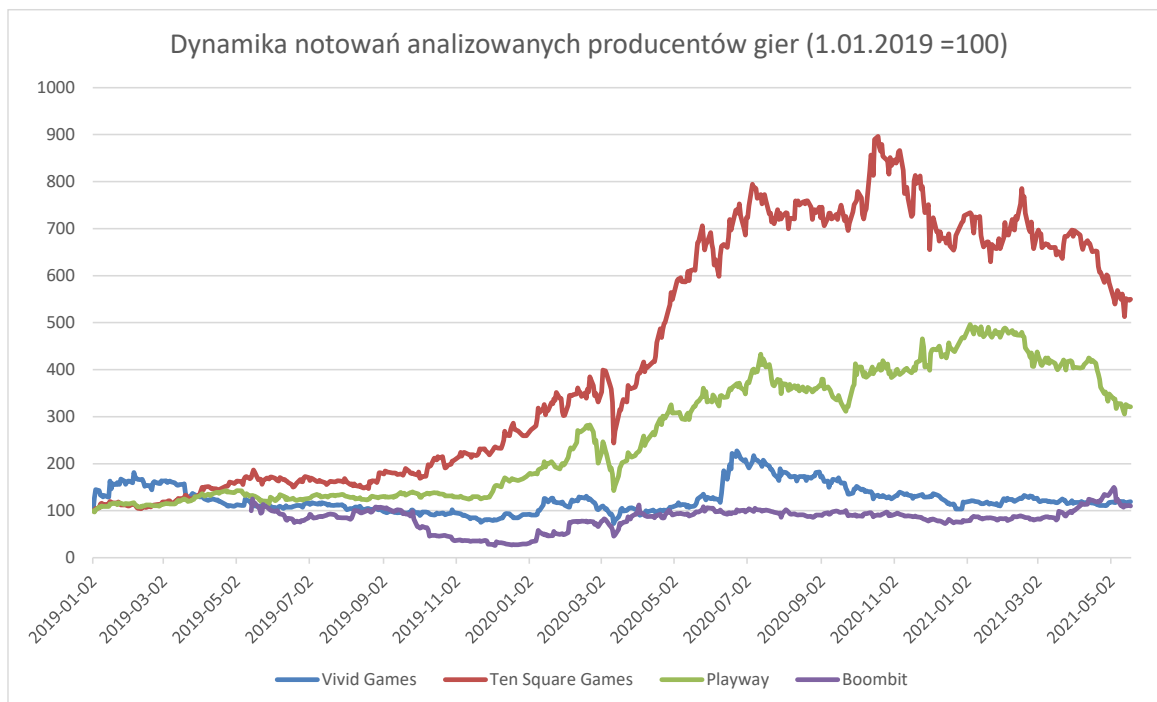
Źródło: Skonsolidowane sprawozdania finansowe spółek, obliczenia DM Banku BPS S.A.

Oceniając Vivid przez pryzmat wzrostu przychodów, osiągnięty wynik jest przyzwoity na tle pozostałych spółek (wzrost od 27% Huuuge do 182% Boombit), jednak wraz z tym wzrostem proporcjonalnie rósł techniczny koszt wytworzenia produkcji sprzedanej, który w przypadku Vivid-u kształtował się na poziomie powyżej 90%, podczas gdy u pozostałych spółek nie przekracza on 10%. Również nad wyraz silnie wzrosły pozostałe koszty operacyjne, w której to pozycji spółki z reguły wykazują odpisy posiadanych wartości niematerialnych i

prawnych (głównie gry) na podstawie ich dalszej użyteczności (zdolności do generowania przychodów w przyszłości). W przypadku Vivid-u udział wartości niematerialnych i prawnych w aktywach (72% w 2020 roku) jest niezwykle wysoki w porównaniu do pozostałych spółek, co oznacza, że wartość Spółki w głównej mierze stanowią posiadane gry i prawa do gier, co z kolei generuje ryzyko konieczności dokonywania przez Spółkę odpisów w znacznej wysokości w momencie kiedy nowo tworzone gry okażą się rozczarowaniem lub aktualne portfolio gier utraci zdolność do generowania przychodów.

Spośród analizowanych producentów gier mobilnych przykładem sukcesu jest Ten Square Games. Kolejne raporty ukazywały, że Spółka potrafi doskonale monetyzować swoje gry wędkarskie w segmencie mobilnym. Generowane cyklicznie zyski pozwoliły Spółce na przestrzeni ostatnich dwóch lat zwiększyć stan posiadanych środków pieniężnych z 39,8 do 236,6 mln zł. na koniec 2020 roku i stanowiły one już 73% aktywów Ten Square Games. Dobre i powtarzalne wyniki zostały dostrzeżone przez inwestorów, a kurs akcji wzrósł z 77,1 zł. na koniec 2018 do 551 zł. na koniec 2020 r. (wzrost o przeszło 600%). Model biznesowy Ten Square Games opiera się na traktowaniu gry nie jako produktu, lecz usługi świadczonej graczom, która dostosowuje się do ich zmieniających się preferencji, co sprawia że klienci przywiązują się do gry i potrafią w nią grać latami.

Innym przykładem sukcesu jest Playway, który działa wedle innego modelu biznesowego. Gry spod szyldu grupy PlayWay mają premiery praktycznie kilkanaście razy w roku i rynek tak mocno na nie już nie reaguje. Wynika to z faktu, iż te nie mają tak kolosalnego wpływu na wyniki (porażka jednego tytułu nie jest gigantycznym ciosem dla wyników, bo może go zastąpić inny). Spółka dużą uwagę przywiązuje do wishlist, starając się tworzyć gry które są oczekiwane przez klientów a także umiejętnie stosuje cross-promocje.



Źródło: opracowanie DM Banku BPS S.A., Bloomberg

W przypadku sektora gamingowego nie jednego najlepszego modelu biznesowego gwarantującego osiągnięcie sukcesu. Punktem wspólnym jest tworzenie gier, które bez nadmiernych środków przeznaczanych na marketing znajdują odbiorców i są na tyle ciekawe aby utrzymać graczy możliwie jak najdłużej. W odniesieniu do gier mobilnych przekłada się to na wysoką monetyzację, niezwykle ważną w przypadku gier Free to Play. Wyzwaniami przed jakimi stoi nowy prezes Vivid-u jest utrzymanie przychodów, mimo słabnącej pandemii, która wspierała sektor oraz zainteresowanie graczy nowymi tytułami.

5. PROGNOZY FINANSOWE

Rachunek wyników

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI	17 486,6	19 698,1	30 458,3	29 134,4	30 193,6	31 081,7	33 636,9	35 468,3
Przychody ze sprzedaży	10 325,5	12 336,5	27 403,4	24 663,0	26 142,8	27 449,9	28 822,4	30 263,6
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	7 161,1	7 361,6	3 054,9	3 971,4	4 050,8	4 131,8	4 514,4	4 904,7
KOSZTY OPERACYJNE	22 426,1	18 597,6	27 851,0	27 172,7	28 971,5	30 126,5	31 318,2	32 779,8
Amortyzacja	6 300,2	4 860,9	4 395,9	4 429,1	4 404,8	4 354,2	4 322,4	4 349,9
Zużycie surowców i materiałów	149,7	86,8	104,4	269,2	309,0	348,9	349,9	350,9
Usługi obce	9 330,8	7 917,2	18 565,7	18 004,0	19 084,2	20 038,5	21 040,4	22 243,7
Koszt świadczeń pracowniczych	6 600,3	5 600,2	4 730,7	4 399,9	5 095,9	5 299,8	5 511,7	5 732,2
Podatki i opłaty	4,1	6,4	10,3	15,5	17,0	18,7	20,6	22,7
Pozostałe	41,1	126,2	44,0	55,0	60,5	66,5	73,2	80,5
WYNIK ZE SPRZEDAŻY	-4 939,6	1 100,5	2 607,2	1 961,7	1 222,1	955,2	2 318,7	2 688,5
Pozostałe przychody operacyjne	778,8	697,0	1 082,7	1 435,7	1 487,9	1 531,6	102,7	103,7
Pozostałe koszty operacyjne	266,2	37,3	696,6	696,6	696,6	696,6	696,6	696,6
EBIT	-4 426,9	1 760,1	2 993,4	2 700,8	2 013,4	1 790,3	1 724,8	2 095,6
EBITDA	1 873,3	6 621,0	7 389,3	7 129,9	6 418,2	6 144,5	6 047,3	6 445,5
Przychody finansowe	286,2	7,2	93,4	93,4	141,3	158,2	0,0	0,0
Koszty finansowe	1 144,7	1 151,4	923,2	923,2	273,9	54,8	0,0	0,0
Udział w wyniku metodą praw własności	-102,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
WYNIK BRUTTO	-5 387,8	615,9	2 163,6	1 870,9	1 880,8	1 893,7	1 725,8	2 097,6
Podatek dochodowy	61,1	195,0	69,2	355,5	357,4	359,8	327,9	398,5
WYNIK NETTO	-5 448,9	421,0	2 094,4	1 515,5	1 523,5	1 533,9	1 397,9	1 699,1

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

Bilans

BILANS (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTYWA	34 686,4	39 337,4	43 454,3	46 279,8	47 741,8	52 485,7	57 218,0	36 356,6
Aktywa trwałe	31 203,3	34 099,8	32 133,5	31 759,9	31 498,6	31 378,1	31 682,2	32 360,4
Wartości niematerialne i prace rozwojowe	30 524,5	32 277,6	31 291,2	30 833,4	30 479,4	30 257,0	30 449,0	31 003,9
Rzeczowe aktywa trwałe	264,7	575,2	699,2	769,1	846,0	930,6	1 023,7	1 126,1
Inwestycje rozliczane metodą praw własności	97,3	5,0	-	-	-	-	-	-
Należności długoterminowe	61,5	61,5	-	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	255,3	258,3	143,1	157,4	173,2	190,5	209,5	230,5
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	-	922,2	-	-	-	-	-	-
Aktywa obrotowe	3 483,1	5 237,6	11 320,8	14 519,9	16 243,3	21 107,6	25 535,7	3 996,2
Należności krótkoterminowe	1 174,5	2 389,5	2 895,6	2 805,3	2 973,6	3 122,3	3 278,4	3 442,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 813,2	2 640,3	7 991,3	11 258,9	12 791,2	17 482,9	21 729,9	-
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	495,5	207,8	434,0	455,7	478,5	502,4	527,5	553,9
PASYWA	34 686,4	39 327,3	49 683,2	46 279,8	47 741,8	52 485,7	57 218,0	36 356,6
Kapitał własny	15 692,6	16 384,7	21 480,2	22 995,6	24 519,1	26 053,0	27 450,9	29 150,0
Kapitał podstawowy	2 974,3	2 974,3	3 228,6	3 228,6	3 228,6	3 228,6	3 228,6	3 228,6
Akcje własne (wielkość ujemna)	-9,7	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1	-11,1
Kapitał zapasowy	17 124,3	10 884,7	16 215,5	16 168,3	16 168,3	16 168,3	16 168,3	16 168,3
Kapitał z wyceny programu motywacyjnego	3 307,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Niepodzielony wynik z lat ubiegłych	-2 255,1	2 115,8	-47,2	2 094,4	3 609,9	5 133,3	6 667,2	8 065,2
Zysk (-strata) netto	-5 448,9	421,0	2 094,4	1 515,5	1 523,5	1 533,9	1 397,9	1 699,1
Zobowiązania	18 993,9	22 942,6	28 203,0	23 284,2	23 222,8	26 432,7	29 767,1	7 206,6
Zobowiązania długoterminowe	12 442,6	9 482,2	12 788,3	1 283,3	1 411,7	1 552,8	1 708,1	0,0
Zobowiązania długoterminowe niefinansowe	2 815,2	199,0	6 228,9	1 435,7	1 487,9	1 531,6	102,7	103,7
Zobowiązania krótkoterminowe	3 736,1	13 261,4	9 185,8	20 565,2	20 323,2	23 348,2	27 956,3	7 102,9

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

Rachunek przepływów

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Przepływy operacyjne	4 612,4	4 261,8	6 310,9	7 398,9	7 842,8	8 235,0	8 646,7	9 079,1
Przepływy inwestycyjne	-9 706,0	-6 679,9	-1 967,1	-4 061,9	-4 024,6	-4 145,1	-4 502,5	-5 037,6
Wydanki na nabycie WNIp	-9 350,6	-6 759,9	-2 962,3	-3 971,4	-4 050,8	-4 131,8	-4 514,4	-4 904,7
Wydanki na nabycie środków trwałych	-384,4	45,7	-258,0	-198,9	-137,1	-198,0	-178,0	-171,0
Wpływy ze sprzedaży aktywów trwałych i WNIp	10,6	29,7	1 252,9	18,4	22,0	26,5	31,7	38,1
Otrzymane odsetki	18,3	4,6	0,2	90,0	141,3	158,2	158,2	0,0
Przepływy finansowe	-1 293,7	3 245,2	1 007,2	-2 087,7	-2 286,0	601,9	102,7	103,7
Wpływy z emisji akcji	-	-	1 000,0	3 258,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Nabycie/Sprzedaż akcji własnych	-4,1	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wpływy z zaciągniętych pożyczek*	-	2 000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Spłaty pożyczek*	-2 739,8	-1 070,4	0,0	-6 125,0	-3 500,0	-875,0	0,0	0,0
Spłaty z tytułu leasingu finansowego	-409,8	-321,1	-	-	-	-	-	-
Otrzymane dotacje	2 815,2	3 540,0	471,3	1 435,7	1 487,9	1 531,6	102,7	103,7
Odsetki zapłacone	-955,1	-901,9	-464,1	-657,3	-273,9	-54,8	0,0	0,0
Zmiana stanu środków pieniężnych	-6 387,3	827,1	5 350,9	1 249,3	1 532,3	4 691,7	4 246,9	4 145,1
Środki pieniężne na koniec okresu	1 813,2	2 640,3	7 991,3	9 240,6	10 772,9	15 464,6	19 711,5	23 856,6

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

6. 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 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.

Nowa polityka prywatności Apple, która ma wejść wraz z wprowadzeniem iOS 14.0. na początku 2021r. może spowodować istotne zmiany w zakresie kupowania użytkowników na iOS. Następną aktualizacją systemu operacyjnego iPhone'a, iOS 14, będzie wymagała od aplikacji uzyskania zgody użytkownika za pośrednictwem okienka pop-up na zebranie danych umożliwiających śledzenie i kierowanie reklam. Zmiana w polityce prywatności może wpłynąć na znaczne turbulencje rynkowe w zakresie kupowania użytkowników, a okres wdrażania systemu może wpłynąć na pogorszenie wyników spółki. Wydaje się, że większą ekspozycję na ten czynnik ryzyka mają wydawcy gier opartych o mikrotransakcje.

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.

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 DM Banku BPS SA a GPW S.A. w ramach „Pilotażowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego”. Opracowanie publikowane jest w ramach Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 19 maja 2021 roku, 08:40

Dystrybucja niniejszego opracowania: 19 maja 2021 roku, 08:45

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.

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

Niniejsze opracowanie 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, 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.

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 pod adresem:

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. 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 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	Wojciech Białek Analityk Jacek Borawski Analityk techniczny

Departament Sprzedaży	
<p>Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541</p>	<p>Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559</p> <p>Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522</p> <p>Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>

Wykaz rekomendacji rozpowszechnionych w ostatnich 12 miesiącach:

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	17.05.2021	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	676,00	702,00	Raport Aktualizujący	08.04.2021	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
Śnieżka	Kupuj	106,00	89,00	Raport Inicjujący	31.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
JSW	Trzymaj	27,00	25,17	Raport Aktualizujący	22.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
NEUCA	nd	629,00	650,00	Raport Aktualizujący	10.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	2,19	1,79	Raport Aktualizujący	03.12.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	23,20	18,25	Raport Aktualizujący	16.11.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
PROCHEM	nd	24,00	20,50	Raport Inicjujący	04.09.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,94	2,93	Raport Aktualizujący	07.07.2020	Tomasz Czamecki, Artur Wizner