

# Vivid Games SA

05.06.2023 08:30

## Dane podstawowe

<b>Cena docelowa [PLN]</b>	<b>0,90</b>
Wycena DCF [PLN]	1,10
Wycena porównawcza [PLN]	0,61
Cena rynkowa [PLN]	0,90
Pot.wzrostu/spadku [%]	0,34%
Kapitalizacja [mln PLN]	29,0
Free float [%]	50,0%
Sektor	gry mobilne
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

## Analitik

**Łukasz Bryl**

Tel.: 785 500 874

## Profil Spółki

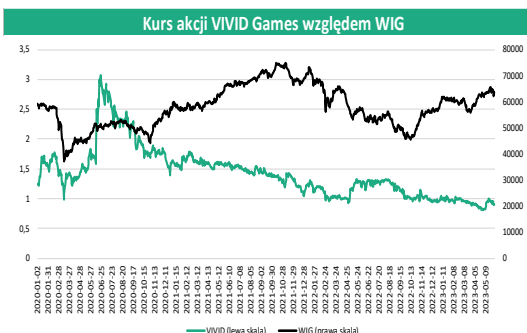
Nowoczesne studio deweloperskie zajmujące się projektowaniem, produkcją oraz publikowaniem gier na konsole przenośne i stacjonarne, komputery klasy PC i Mac, oraz nowoczesne telefony komórkowe (smartfony) – które stanowią najbardziej dynamicznie rozwijający się sektor rynku.

Źródło: www.gpw.pl

## Główni Akcjonariusze [%]

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

Czynniki wzrostu	Czynniki ryzyka
powrót monetyzacji KF 2	niska rentowność
inwestycje w analitykę danych	wysokie koszty UA
spadek zadłużenia	spowolnienie gospodarcze
	deprecjacja dolara



Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

Raport aktualizujący

## Brak dotacji z NCBiR ze szkodą dla Spółki

**Wyniki za I kwartał 2023 są zgodne ze wstępnymi szacunkami i oceniamy je jako słabe.** Przychody wyniosły 6,7 mln zł, z czego przychody z gier wygenerowały 5,8 mln zł (pozostała część przychodów to koszty wytworzenia na własne potrzeby). Jest to spadek o 14,9% r/r i 0,6% k/k. Wartości te potwierdzają, że pandemiczny boom na sprzedaż gier wygasa. Na poziomie wyników Vivid Games również rozczarował, zysk operacyjny wyniósł zaledwie 64 tys. zł (spadek o 5,2% r/r), zaś strata netto wyniosła minus 17 tys. zł (rok wcześniej zysk netto był na poziomie 50 tys. zł). **Natomiast wstępne szacunki za kwiecień napawają optymizmem.** Miesięczne przychody z gier wzrosły do 2,14 mln zł (wzrost o 8,1% m/m), a wynik netto był dodatni i wyniósł 0,32 mln zł. **To oznacza znaczącą poprawę w stosunku do marca oraz całego I kwartału 2023 r.**

Kwietniowy entuzjazm związany z poprawą rentowności szybko został jednak ugaszony w maju, w którym Spółka otrzymała informację o wstrzymaniu finansowania projektu z NCBiR na łączną kwotę 6,4 mln zł (z czego dofinansowanie wynosiło 3,9 mln zł). Nieznane są przyczyny wstrzymania, natomiast konsekwencje są jednoznacznie negatywne. Oprócz braku kwoty dofinansowania w kategorii pozostałych przychodów operacyjnych, Spółka nie otrzyma w zakładanym czasie (lub w ogóle) środków pieniężnych, co pogarsza jej płynność.

Finalnie **obniżamy naszą wycenę do 0,90 zł (z 1,05 zł)** za 1 akcję na koniec 2023 r., co wynika z niższej wyceny zarówno metodą DCF jak i porównawczą.

tys. PLN	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody</b>	38 295	26 836	32 041	38 267	44 062	50 156
EBITDA	4 985	3 742	3 676	4 534	4 794	6 993
marża EBITDA	13,0%	13,9%	11,5%	11,8%	10,9%	13,9%
<b>EBIT</b>	1 113	423	357	1 215	1 475	3 674
Zysk netto	690	247	439	1 134	1 345	3 126
<b>Kapitał własny</b>	7 314	7 561	8 001	11 840	17 190	24 192
Dług	2 730	1 081	181	181	181	181
P/E	41,99	117,19	65,97	25,56	21,56	9,27
P/BV	3,96	3,83	3,62	2,45	1,69	1,20
EV/EBITDA	5,27	7,46	7,84	6,35	6,01	4,12
EPS	0,02	0,01	0,01	0,04	0,04	0,10

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

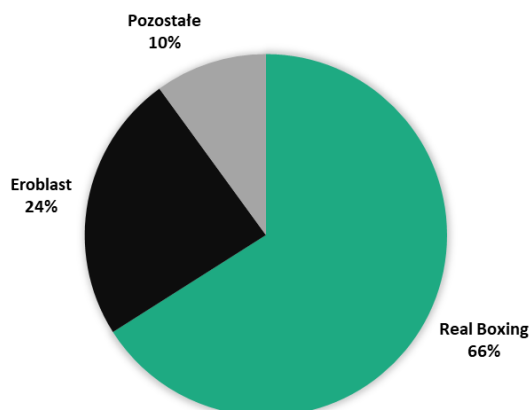
## Wybrane ostatnie wydarzenia

- **15.05.2023. (ESPI RB 16/2023)** Informacja o wycofaniu dofinansowania dla projektu realizowanego w ramach Szybkiej ścieżki.
- **10.05.2023. (ESPI RB 14/2023)** Informacja o szacunkowych wynikach finansowych za kwiecień 2023 r.

## Podsumowanie wyników finansowych I kwartale 2023, wstępnych szacunków za kwiecień oraz wstrzymania dofinansowania.

Wyniki za I kwartał 2023 oceniamy jako słabe. Przychody z gier wyniosły 6,7 mln zł i były znacznie poniżej strategicznego celu zakładającego 1 mln USD przychodów miesięcznie z głównego tytułu. Wartość przychodów stanowi także istotny regres zarówno w ujęciu rocznym jak i miesięcznym. Pod względem struktury największy udział niezmiennie ma marka Real Boxing, aczkolwiek jej udział zmalał z 71% w 2022 r. do 66% w I kwartale 2023. Na znaczeniu zyskała za to gra Eroblast, której udział wzrósł o 6 p. p. do 24%. Zmiana udziałów tych dwóch tytułów wynika w znacznej mierze z różnicy w kształtowaniu się ich ARPU. W przypadku Eroblast ARPU jest nie tylko wyższe niż Real Boxing 2 (4,31 wobec 1,44 USD – kwiecień 2023), ale wykazuje także tendencję rosnącą, podczas gdy ARPU Real Boxing 2 maleje od czasu szczytowych wartości notowanych w sierpniu 2022.

### Struktura przychodów z gier (1Q 2023)



Źródło: opracowanie DM Banku BPS na podstawie danych Spółki

Na poziomie zysków Vivid Games w I kwartale 2023 r. wypracował gorsze wyniki niż rok wcześniej. Zysk EBITDA wyniósł 0,89 mln zł (spadek o 13,9% r/r), zysk operacyjny ukształtował się na poziomie 64 tys. zł (spadek o 5,2% r/r), zaś strata netto wyniosła minus 0,02 mln zł (rok wcześniej zysk netto był na poziomie 50 tys. zł).

Majowej publikacji wyników za I kwartał towarzyszyły także dwa inne istotne wydarzenia, które są kluczowe dla oceny przyszłej działalności Vivid Games, a ich znaczenie jest różne. Spółka opublikowała szacunki wyników za kwiecień (pozytywna ocena) oraz otrzymała informację o wstrzymaniu dofinansowania projektu przez NCBiR (negatywna ocena).

W odniesieniu do pierwszej informacji, na tle słabych wyników za I kwartał 2023, pozytywnie należy ocenić wstępne szacunki za kwiecień (RB 14/2023), w którym przychody wzrosły o 8,1% m/m do 2,14 mln zł, a Spółka wypracowała dodatni wynik netto w wysokości 0,32 mln zł. Tym samym narastająco od początku roku zysk netto Spółki wyniósł 0,3 mln zł. To daje nadzieję, że Vivid Games nie tylko jest w stanie osiągać wzrosty przychodów w wymagającym otoczeniu, ale także wypracowywać dodatnią rentowność. Szacunek ten oceniamy jednoznacznie pozytywnie.

Z kolei, wstrzymanie dofinansowania projektu przez NCBiR jest informacją zdecydowanie negatywną, ponieważ Spółka traci (trwale bądź czasowo) dostęp do istotnego wkładu pieniężnego z zewnątrz (zakładana wielkość dofinansowania to 3,89 mln zł przy całkowitej wartości projektu na poziomie 6,4 mln zł). Ponieważ projekt jest realizowany od grudnia i finansowany był dotychczas wyłącznie ze środków własnych Spółki, napływ kapitału z NCBiR poprawiłby płynność Vivid Games oraz w pełni zabezpieczył środki potrzebne na spłatę ostatnich dwóch rat obligacji w wysokości 1,67 mln zł. Spółka finansuje się obecnie linią kredytową, której wykorzystanie na koniec kwietnia wyniosło 1,25 mln zł z 4 mln zł.

Wyniki za I kwartał 2023 są zgodne z wcześniejszymi szacunkami Spółki podawanymi w komunikatach miesięcznych i, przy sporządzaniu naszych wcześniejszych prognoz, braliśmy je pod uwagę.

## Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

### Otoczenie rynkowe

Rynek gier mobilnych staje się coraz bardziej wymagający dla producentów gier. Oprócz zmian stricte związanych z rozwojem konkurencji, istotne (niekorzystne) zmiany zachodzą w zachowaniach konsumentów. W związku z tym, w bieżącym raporcie skupiamy się na analizie zmian w preferencjach graczy oraz jak na te zmiany reagują spółki gamingowe. Na wyniki patrzymy przez pryzmat zmian w stosunku do roku 2021.

W 2022 r., o ile całkowita liczba graczy uległa zwiększeniu, to w porównaniu z rokiem poprzednim zmalała liczba użytkowników płacących za dodatkowe zawartości/funkcjonalności w grze. Ten niekorzystny trend miał miejsce zarówno w krajach anglosaskich<sup>1</sup>, czyli najważniejszych państwach dla rynku gier mobilnych (pod względem siły nabywczej) jak i dla całej społeczności graczy na świecie.

#### Liczba aktywnych dziennych użytkowników (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	3%	8%	6%
Cały świat	8%	10%	10%

Źródło: Unity Technologies 2022

#### Liczba użytkowników płacących (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	-4%	-29%	17%
Cały świat	-2%	-17%	-30%

Negatywne tendencje mają także miejsce w odniesieniu do procesu utrzymania (retencji) użytkowników, która w 2022 r. znacząco spadła, co widoczne jest szczególnie w krajach anglosaskich. W modelach biznesowych gier mobilnych istotne znacznie mają przychody z wyświetlanych reklam. W tym przypadku, również obserwujemy negatywne tendencje jakie nastąpiły (w 2022 r. mniej graczy niż rok wcześniej oglądało przerywniki reklamowe w grach).

#### Retencja (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	-1%	-37%	-29%
Cały świat	-25%	-24%	40%

Źródło: Unity Technologies 2022

#### Odsetek użytkowników oglądających reklamy (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	-9%	-12%	-41%
Cały świat	-2%	-5%	7%

<sup>1</sup> W analizie jako kraje anglosaskie przyjęliśmy: Stany Zjednoczone, Kanadę, Australię i Wielką Brytanię.

Największy niepokój budzą jednak dane odnoszące się do potencjału monetyzacji oferowanych gier. Nie tylko nastąpił spadek średniej liczby transakcji dokonywanych przez użytkowników w grze, ale zmniejszeniu uległa także średnia wartość płatności, przy czym niekorzystny trend dotyczył zarówno krajów anglosaskich jak i całego świata.

### Średnia liczba transakcji (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	-18%	-2%	-5%
Cały świat	-11%	-13%	-6%

### Średnia wartości transakcji (zmiana r/r)

	Percentyl		
	50	75	90
Kraje anglosaskie	0,2%	-14%	-18%
Cały świat	-8%	-10%	-17%

Źródło: Unity Technologies 2022

Gracze w największym stopniu preferują gry, które są darmowe, a ich model biznesowy oparty jest albo o reklamy albo o zakupy w grze. Zdecydowanie mniejszą popularnością cieszą się gry, za które trzeba uiścić jednorazową opłatę lub objęte są płatną subskrypcją.

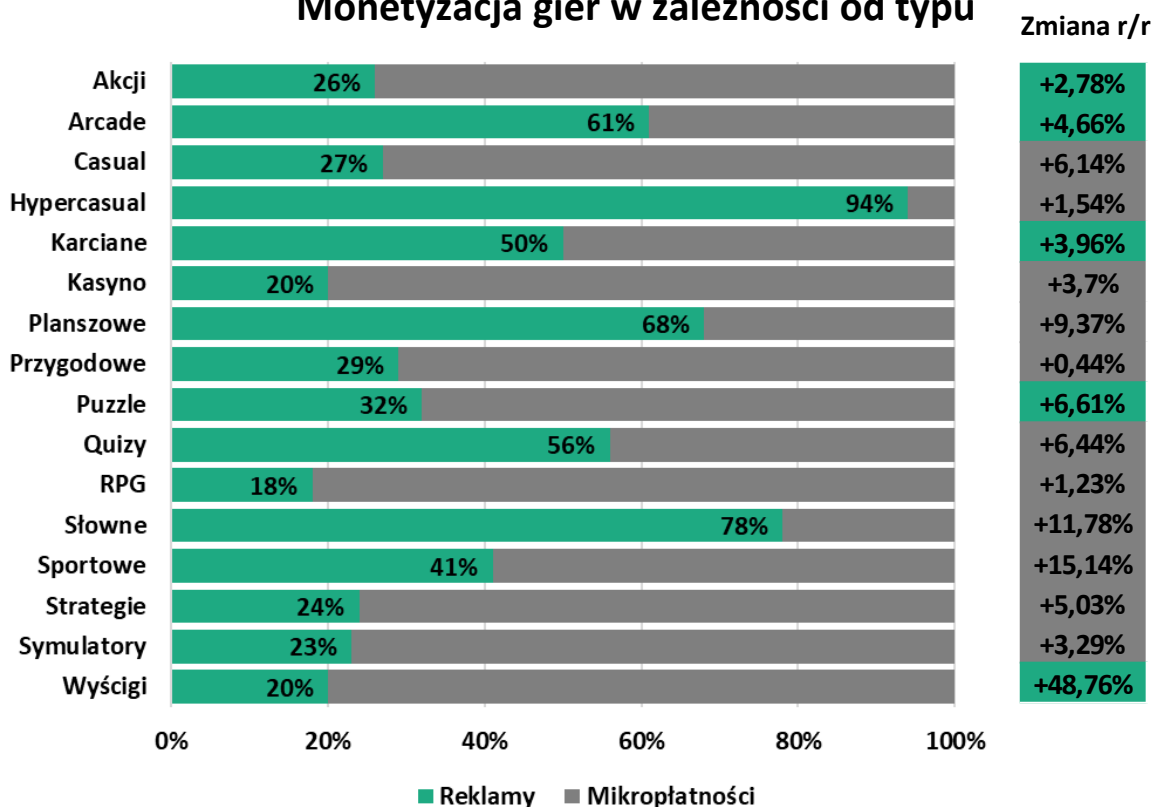
## Preferencje graczy w zakresie modelu biznesowego gier mobilnych

Darmowa, wspierana przez reklamy	31,5%
Darmowa, wspierana przez zakupy w grze	31,2%
Darmowa z jednorazową opłatą za niewyświetlenie reklam	15,5%
Jednorazowa opłata przy pobraniu gry (Premium)	6,5%
Płatna subskrypcja	3,2%
Pozostałe	12,1%

Źródło: Unity Technologies 2022

Model zarabiania pieniędzy różni się jednak w zależności od typu gry. Model reklamowy jest najpopularniejszy w grach typu hypercasual, słownych oraz planszowych. Z kolei, w grach RPG, symulatorach oraz grach wyścigowych najpowszechniejsze są mikropłatności. Wynika to ze sposobu zaangażowania graczy w rozgrywkę. W grach wymagających intensywnego skupienia gracza na akcji lub fabule przerywniki reklamowe mogą być destruktywne dla odbioru gry i tym samym negatywnie wpływać na stopień retencji użytkowników. W przypadku Vivid Games dominują gry sportowe oraz casualowe, a model biznesowy oparty jest w większości na mikropłatnościach.

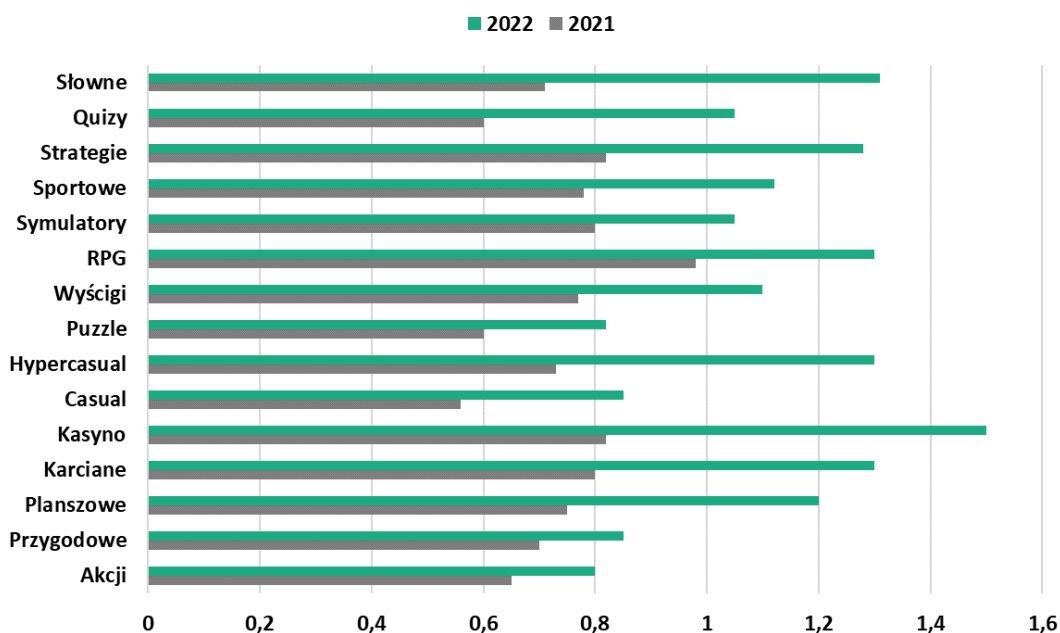
## Monetyzacja gier w zależności od typu



Źródło: Unity Technologies 2022

W branży gier mobilnych średni wiek oferowanych gier jest relatywnie krótki. W 2022 r. uległ on wydłużeniu. Największe wzrosty w 2022 r. w porównaniu do roku 2021 miały miejsce w przypadku gier słownych, strategicznych, hypercasual oraz typu kasyno.

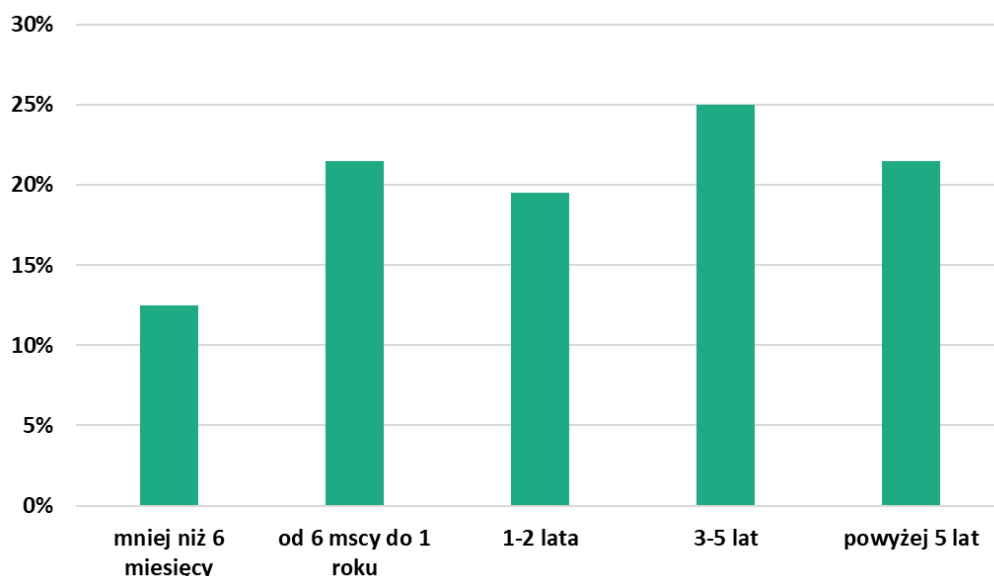
## Mediana wieku gier (lata)



Źródło: Unity Technologies 2022

Trendy na rynku przekładają się na zmiany w podejściu studiów deweloperskich w zakresie długości trwania suportu technicznego gier. Około 84% firm utrzymuje wsparcie dla gry dłużej niż 6 miesięcy. Zachowanie to jest szczególnie widoczne w większych spółkach, zatrudniających min. 50 osób. Z jednej strony, jest to działanie skutkujące koniecznością większego (dłuższego) zaangażowania czasowego zespołu deweloperów w rozwój pojedynczego tytułu, a z drugiej stanowi odpowiedź na trendy rynkowe.

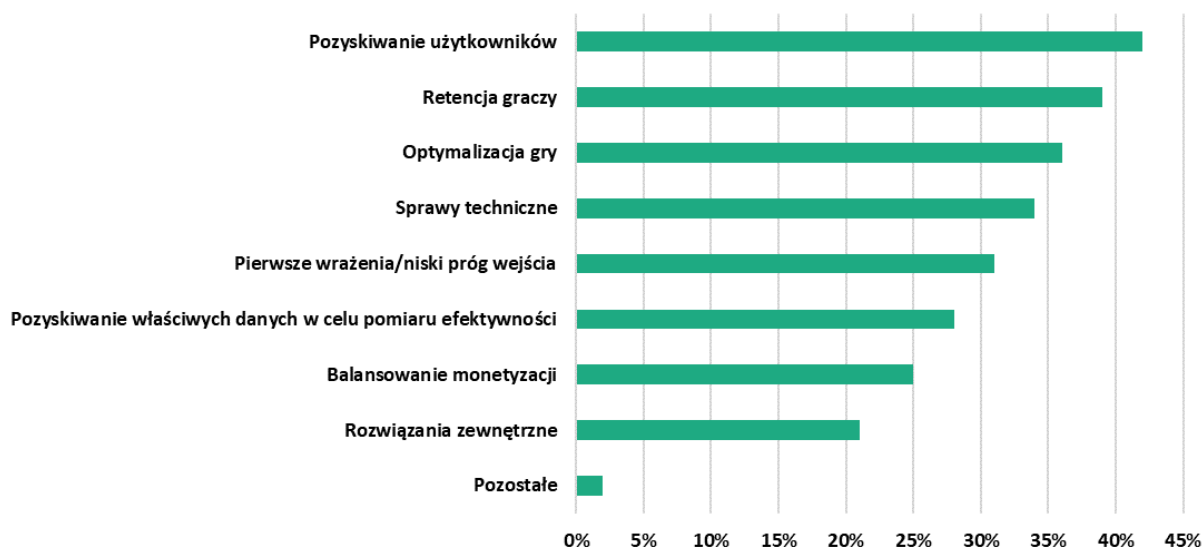
### Czas utrzymywania aktualizacji gier (lata)



Źródło: Unity Technologies 2022

Do największych wyzwań w branży gier mobilnych należą: pozyskiwanie użytkowników oraz zatrzymanie (retencja) graczy. Te dwie bariery wskazywane są przez ok. 40% deweloperów gier jako czynniki ograniczające efektywną monetyzację oferowanych tytułów.

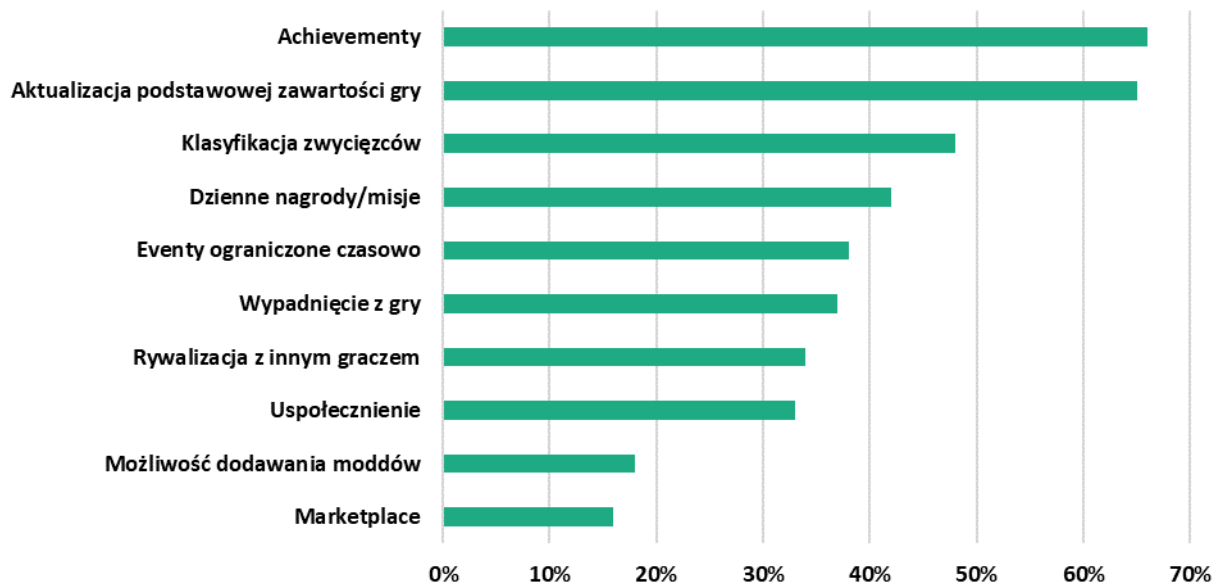
### Największe wyzwania w branży



Źródło: Unity Technologies 2022

Tym samym w celu głębszego zaangażowania graczy w rozgrywkę i tym samym zwiększenia monetyzacji gier, spółki gamingowe stosują szereg narzędzi. Do najpopularniejszych należą: wyzwania dla graczy (achievementy) oraz wprowadzanie aktualizacji podstawowej zawartości gry. Te dwa sposoby aktywizacji graczy stosowane są przez ponad 60% producentów gier zatrudniających powyżej 50 osób.

### Sposoby angażowania graczy



Źródło: Unity Technologies 2022

Reasumując, rynek gier mobilnych podlega dynamicznym zmianom, a trendy go kształtujące mają częściowo swoje źródło w trudnej sytuacji makroekonomicznej przekładającej się na mniejszą chęć graczy do dokonywania wirtualnych zakupów. Tym samym przed producentami gier mobilnych stawiane są nowe wyzwania, podnoszące (już wysoki) poziom konkurencji.



## Prognozy finansowe dla Spółki

Nasze wcześniejsze prognozy dotyczące przychodów z gier podnosimy nieznacznie w górę dla roku 2023, co wynika z lekkiego odbicia wyników sprzedażowych w ostatnich dwóch miesiącach. Wciąż uważamy, że głównym motorem przychodów będzie monetyzacja Real Boxing 2. Dla pozostałych lat w okresie szczegółowej prognozy (do 2027) szacunki przychodów pozostawiamy bez zmian. Stoimy na stanowisku, że kurs USD względem złotego ma znacznie dla przychodów Spółki, ale znacznie większy wpływ mają udane kampanie marketingowe ukierunkowane na pozyskiwanie graczy. Stąd osłabienie USD niekoniecznie musi oznaczać niższe przychody Vivid Games.

Dodatkowo, w obliczu silnej niepewności i niejasności związanych z działaniami proceduralnymi NCBiR eliminujemy z naszych prognoz dofinansowanie z NCBiR w kategorii pozostałych przychodów operacyjnych, co przełoży się negatywnie na wyniki od poziomu zysku EBITDA. Zastrzegamy sobie jednak, że w razie jakichkolwiek pozytywnych przesłanek dotyczących możliwości odzyskania dofinansowania w przewidywalnej przyszłości, zrewidujemy nasze podejście. Mimo wstrzymania dofinansowania, spodziewamy się, że Spółka będzie kontynuować prace nad projektem, który rozpoczął się w grudniu 2022. Przedmiot prac jest kluczowy dla Spółki dlatego, że w przyszłości może na nim być oparte szerokie spektrum gier typu *blast*, w monetyzacji których Spółka widzi potencjał przychodowy. Na dzień publikacji raportu, biorąc pod uwagę kryterium czasowe, projekt znajduje się w połowie realizacji. Brak dofinansowania daje potencjalnie Spółce większą elastyczność w zarządzaniu nim, co w praktyce oznacza, że prace mogą być rozłożone w czasie wedle uznania Spółki. To, w naszej ocenie, będzie sprzyjać optymalizacji projektu oraz pozytywnie wpływać na efekt końcowy.

W odniesieniu do kosztów niezmiennie trzy najbardziej istotne pozycje kosztowe w Spółce stanowią: amortyzacja, usługi obce oraz wynagrodzenia i to od nich w głównej mierze zależy rentowność Spółki. W stosunku do naszych prognoz z majowego raportu, korygujemy dla lat 2023-2024 koszty działalności gospodarczej nieznacznie w dół, zakładając większą efektywność kosztów płatnego pozyskiwania użytkowników (UA), co częściowo widać w miesięcznym raporcie sprzedażowym za kwiecień. Realizacja projektu NCBiR wymagać będzie także wyższych niż zwykle CAPEX-ów.

Wyższe prognozy przychodów i niższe kosztów działalności gospodarczej według naszych szacunków pozwolą, mimo braku dofinansowania ze strony NCBiR, na osiągnięcie dodatniego wyniku netto w 2023 r. (aczkolwiek niższego niż wcześniej zakładaliśmy). Spodziewamy się także lepszego wyniku netto w 2024 r. niż pierwotnie zakładaliśmy.

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

- nieznacznie wyższe przychody w roku 2023
- rewizję w dół rentowności dla roku 2023 oraz rewizję w górę dla roku 2024
- słabszy kurs USD
- zmniejszenie zadłużenia, w tym przede wszystkim zobowiązań z tyt. obligacji
- brak dotacji z NCBiR

## Zmiana założeń względem poprzedniego raportu z dn. 5.05.2023 (tys. zł)

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana	poprzednia	nowa	zmiana
Przychody ze sprzedaży	25 975	26 836	<b>3,3%</b>	32 041	32 041	<b>0,0%</b>	38 267	38 267	<b>0,0%</b>
Koszty działalności operacyjnej	-28 548	-27 273	<b>-4,5%</b>	-33 700	-32 832	<b>-2,6%</b>	-38 200	-38 200	<b>0,0%</b>
Zysk/strata ze sprzedaży	-2 573	-437	<b>-83,0%</b>	-1 659	-791	<b>-52,4%</b>	67	67	<b>0,0%</b>
EBITDA	5 599	3 742	<b>-33,2%</b>	2 620	3 676	<b>40,3%</b>	4 347	4 347	<b>0,0%</b>
EBIT	2 467	423	<b>-82,9%</b>	-512	357	-	1 215	1 215	<b>0,0%</b>
Zysk (strata) netto	1 998	247	<b>-87,6%</b>	-264	439	-	1 134	1 134	<b>0,0%</b>
Marża ze sprzedaży	-9,9%	-1,6%		-5,2%	-2,5%		0,2%	0,2%	
Marża EBITDA	21,6%	13,9%		8,2%	11,5%		11,4%	11,4%	
Marża EBIT	9,5%	1,6%		-1,6%	1,1%		3,2%	3,2%	
Marża netto	7,7%	0,9%		-0,8%	1,4%		3,0%	3,0%	

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 66% sumy bilansowej na koniec I kwartału 2023 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 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.

### 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.

### 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 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 0,9 za akcję.** Jest to spadek w stosunku do naszej poprzedniej wyceny, co wynika z mniejszej wyceny zarówno metodą DCF (1,10 wobec 1,20 poprzednio) jak i porównawczą (0,61 wobec 0,78 poprzednio).

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,5	1,10
Wycena Porównawcza	0,5	0,61
<b>Cena wynikowa na dzień 5.06</b>		<b>0,85</b>
<b>Cena docelowa na koniec 2023</b>		<b>0,90</b>

Źródło: DM Banku BPS SA

## Wycena porównawcza

W analizie porównawczej wycenę akcji Vivid Games odnieśliśmy do trzech 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	13,7	13,8	10,6	4,7	4,2	4,5	9,9	9,9	7,6
ULTIMATE GAMES	-	-	-	-	-	-	10,1	7,3	6,4
HUUUGE INC	8,9	9,9	11,1	2,3	2,0	2,1	3,8	4,3	4,6
BOOMBIT SA	9,2	7,0	6,7	2,3	2,2	2,3	5,3	4,4	4,2
ROVIO ENTERTAINMENT OY	22,6	20,1	18,4	2,8	2,5	2,2	11,8	11,0	10,6
<b>Średnia</b>	<b>13,6</b>	<b>12,7</b>	<b>11,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>8,2</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>
Mediana	11,4	11,8	10,9	2,5	2,4	2,3	9,9	7,3	6,4
Vivid Games	117,2	66,0	25,6	3,8	3,6	2,4	7,9	8,1	7,2
<b>Implikowana wycena (tys. PLN)</b>	<b>2 830</b>	<b>5 207</b>	<b>12 314</b>	<b>19 165</b>	<b>19 154</b>	<b>26 896</b>	<b>35 956</b>	<b>26 604</b>	<b>28 930</b>
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>	<b>0,61</b>								

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: 5,94%, w latach 2024-2026 spadek o 0,5 pp., (poprzednio: 6,0%)
- Koszt długu szacowany na podstawie oprocentowania wyemitowanych przez Spółkę obligacji: WIBOR3M + 6% (bez zmian)
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,47, obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie wrzesień 2016 - maj 2023 (poprzednio: 0,48)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 7,4% (bez zmian)
- 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	26 836	32 041	38 267	44 062	50 156	50 406
EBITDA	4 985	3 742	3 676	4 534	4 794	6 993	7 551
EBIT	1 113	423	357	1 215	1 475	3 674	3 692
CIT	1,01%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	1 101	338	289	984	1 195	2 976	2 991
Amortyzacja		3 319	3 319	3 319	3 319	3 319	3 319
CAPEX		-1 787	-1 856	-2 246	-2 597	-3 413	-3 413
Inwestycje w kapitał obrotowy		-1 243	-718	-100	428	-169	-169
FCFF		3 113	2 470	2 157	1 489	3 051	3 066
WACC		10,1%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%
DCFF		2 828	2 077	1 688	1 095	2 079	
<b>Suma DCF</b>	<b>9 766,8</b>						
Wartość rezydualna (TV)	40 938,9						
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)	25 814,8						
Udział zdyskontowanej TV w EV	72,6%						
<b>Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>35 581,7</b>						
Środki pieniężne na 05.06.2023	1 628,6						
Wartość zadłużenia odsetkowego na 05.06.2023	1 790,2						
Dług netto na 05.06.2023	161,6						
<b>Wartość kapitału dla akcjonariuszy</b>	<b>35 420,0</b>						
Liczba akcji (tys.)	32 285						
<b>Cena 1 akcji (PLN)</b>	<b>1,10</b>						
Przychody zmiana r/r	49,1%	-29,9%	19,4%	19,4%	15,1%	13,8%	
EBIT zmiana r/r	-107,6%	-62,0%	-15,6%	240,2%	21,4%	149,1%	
FCF zmiana r/r			-20,7%	-12,7%	-31,0%	104,9%	
Marża EBITDA	13,0%	13,9%	11,5%	11,8%	10,9%	13,9%	
Marża EBIT	2,9%	1,6%	1,1%	3,2%	3,3%	7,3%	
Marża NOPLAT	2,9%	1,3%	0,9%	2,6%	2,7%	5,9%	
CAPEX/Przychody	0,0%	6,7%	5,8%	5,9%	5,9%	6,8%	
CAPEX/Amortyzacja		53,9%	55,9%	67,7%	78,2%	102,8%	

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	6,0%	1,33	1,35	1,37	1,39	1,41	1,43	1,45
	6,5%	1,25	1,26	1,28	1,30	1,32	1,33	1,35
	7,0%	1,18	1,19	1,21	1,22	1,24	1,25	1,27
	7,5%	1,12	1,13	1,14	1,15	1,17	1,18	1,20
	8,0%	1,06	1,07	1,09	1,10	1,11	1,12	1,13
	8,5%	1,02	1,03	1,04	1,05	1,06	1,07	1,08
	9,0%	0,98	0,99	0,99	1,00	1,01	1,02	1,03
	9,5%	0,94	0,95	0,96	0,96	0,97	0,98	0,99
	10,0%	0,91	0,91	0,92	0,93	0,94	0,94	0,95

Źródło: DM Banku BPS SA

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	TV
WIBOR3M	6,95%	6,90%	6,40%	5,90%	5,40%	5,40%	5,40%
Premia kredytowa	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	12,95%	12,90%	12,40%	11,90%	11,40%	11,40%	11,40%
1-CIT (realny)	99,0%	80,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
<b>Efektywny koszt kapitału obcego</b>	<b>12,8%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>	<b>9,2%</b>
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,88%	5,94%	5,44%	4,94%	4,44%	4,44%	4,44%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47	0,47
Zalewarowana beta	0,65	0,55	0,48	0,48	0,48	0,48	0,48
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%	7,40%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>11,7%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>
Kapitał własny (tys. PLN)	7 314	7 561	8 001	11 840	17 190	24 192	17 190
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	2 730	1 081	181	181	181	181	181
<b>Razem</b>	<b>10 044</b>	<b>8 642</b>	<b>8 182</b>	<b>12 021</b>	<b>17 371</b>	<b>24 373</b>	<b>17 371</b>
D/E	0,37	0,14	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Udział Ke	0,73	0,87	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99
Udział Kd	0,27	0,13	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
Ważony koszt kapitału własnego	8,5%	8,8%	8,8%	8,4%	7,9%	7,9%	7,9%
Ważony koszt kapitału obcego	3,5%	1,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>WACC</b>	<b>12,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>9,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,0%</b>

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
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>38 295</b>	<b>26 836</b>	<b>32 041</b>	<b>38 267</b>	<b>44 062</b>	<b>50 156</b>
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	37 379	25 234	30 992	36 992	42 512	48 272
Pozostałe przychody z działalności podstawowej	917	1 602	1 049	1 275	1 549	1 883
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>-38 326</b>	<b>-27 273</b>	<b>-32 832</b>	<b>-38 200</b>	<b>-43 735</b>	<b>-47 629</b>
amortyzacja (koszt)	-3 873	-3 319	-3 319	-3 132	-3 132	-3 132
zużycie materiałów i energii	-77	-78	-102	-122	-141	-160
usługi obce	-27 321	-17 725	-23 258	-27 825	-33 340	-37 215
podatki i opłaty	-7	-4	-6	-7	-8	-9
wynagrodzenia	-6 923	-5 923	-5 923	-6 987	-6 987	-6 987
ubezpieczenia społeczne i inne	0	0	0	0	0	0
pozostałe koszty rodzajowe	-126	-224	-224	-127	-127	-127
wartość sprzedanych towarów i materiałów	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk/strata ze sprzedaży</b>	<b>-31</b>	<b>-437</b>	<b>-791</b>	<b>67</b>	<b>327</b>	<b>2 526</b>
Pozostałe przychody operacyjne	1 405	1 120	1 409	1 409	1 409	1 409
Pozostałe koszty operacyjne	-262	-261	-262	-262	-262	-262
Wynik na aktywach niefinansowych	0	0	0	0	0	0
<b>Zysk/strata z działalności operacyjnej</b>	<b>1 113</b>	<b>423</b>	<b>357</b>	<b>1 215</b>	<b>1 475</b>	<b>3 674</b>
Przychody finansowe	75	21	185	185	185	185
Koszty finansowe	-490	-134	0	0	0	0
<b>Zysk/strata brutto</b>	<b>698</b>	<b>309</b>	<b>543</b>	<b>1 400</b>	<b>1 660</b>	<b>3 859</b>
Podatek dochodowy	-7	-62	-103	-266	-315	-733
Podatek dochodowy (%)	1,01%	20,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Zysk/strata netto</b>	<b>690</b>	<b>247</b>	<b>439</b>	<b>1 134</b>	<b>1 345</b>	<b>3 126</b>
<b>Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej</b>	<b>690</b>	<b>247</b>	<b>439</b>	<b>1 134</b>	<b>1 345</b>	<b>3 126</b>

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

### Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>AKTYWA</b>	<b>19 346</b>	<b>18 967</b>	<b>19 497</b>	<b>23 595</b>	<b>29 078</b>	<b>35 153</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>12 783</b>	<b>13 291</b>	<b>13 824</b>	<b>14 379</b>	<b>14 956</b>	<b>15 557</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	470	422	439	457	476	495
Wartości niematerialne i prawne	12 150	12 706	13 222	13 758	14 317	14 898
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	163	163	163	163	163	163
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>6 563</b>	<b>5 676</b>	<b>5 673</b>	<b>9 216</b>	<b>14 122</b>	<b>19 596</b>
Zapasy	-	-	-	-	-	-
Należności handlowe	2 775	1 891	2 296	2 737	3 148	2 851
Pożyczki i pozostałe należności	1 481	811	984	1 173	1 350	917
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 687	1 584	1 003	3 917	8 235	14 439
Rozliczenia międzyokresowe	619	1 389	1 389	1 389	1 389	1 389
<b>PASYWA</b>	<b>19 346</b>	<b>18 967</b>	<b>19 497</b>	<b>23 595</b>	<b>29 078</b>	<b>35 153</b>
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	7 314	7 561	8 001	11 840	17 190	24 192
Kapitał podstawowy	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229
Akcje/udziały własne	-	12	12	12	12	12
Kapitał zapasowy	3 406	4 284	4 728	7 650	12 606	19 193
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	690	60	56	973	1 368	1 782
<b>Zobowiązania długoterminowe</b>	<b>3 904</b>	<b>5 961</b>	<b>4 755</b>	<b>4 284</b>	<b>4 257</b>	<b>3 891</b>
Długoterminowe kredyty i pożyczki	-	900	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	51	7	7	7	7	7
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	47	47	47	47	47	47
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	3 806	5 007	4 701	4 230	4 203	3 837
<b>Zobowiązania krótkoterminowe</b>	<b>8 129</b>	<b>5 445</b>	<b>6 742</b>	<b>7 471</b>	<b>7 631</b>	<b>7 070</b>
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	2 506	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	174	174	174	174	174	174
Zobowiązania handlowe	2 816	2 506	3 802	4 532	4 692	4 131
Rezerwy	1 340	1 505	1 505	1 505	1 505	1 505
Pozostałe zobowiązania	1 293	1 261	1 261	1 261	1 261	1 261

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



## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>-891</b>	<b>3 458</b>	<b>1 953</b>	<b>5 088</b>	<b>6 843</b>	<b>9 536</b>
Wynik finansowy	690	247	439	3 839	5 350	7 001
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	3 873	3 319	3 319	3 319	3 319	3 319
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	412	108	0	0	0	0
Wynik na działalności inwestycyjnej	0	0	0	0	0	0
Podatek dochodowy zapłacony	0	-62	-103	-901	-1 255	-1 642
Zmiana stanu rezerw	412	165	0	0	0	0
Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu należności	-105	1 106	-405	-440	-411	297
Zmiana stanu zobowiązań	-1 736	-652	-1 297	-729	-160	561
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-134	-770	0	0	0	0
Pozostałe przepływy operacyjne	-4 302	-3	0	0	0	0
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>3 561</b>	<b>-1 743</b>	<b>-1 634</b>	<b>-2 174</b>	<b>-2 525</b>	<b>-3 331</b>
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-4 035</b>	<b>-1 818</b>	<b>-900</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Przepływy pieniężne netto</b>	<b>-1 365</b>	<b>-103</b>	<b>-581</b>	<b>2 914</b>	<b>4 318</b>	<b>6 205</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>1 687</b>	<b>1 584</b>	<b>1 003</b>	<b>3 917</b>	<b>8 235</b>	<b>14 439</b>

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

## Analiza wskaźnikowa

DANE FINANSOWE	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
<b>Przychody (zmiana, r/r)</b>	49,1%	-29,9%	19,4%	19,4%	15,1%	13,8%
<b>EBITDA (zmiana, r/r)</b>	-158,3%	-24,9%	-1,8%	23,3%	5,7%	45,9%
<b>EBIT (zmiana, r/r)</b>	-107,6%	-62,0%	-15,6%	240,2%	21,4%	149,1%
<b>Zysk netto (zmiana, r/r)</b>	-104,6%	-64,2%	77,6%	158,1%	18,6%	132,5%
<b>Marża na sprzedaży</b>	0,1%	1,6%	2,5%	-0,2%	-0,7%	-5,0%
<b>Marża EBITDA</b>	13,0%	13,9%	11,5%	11,8%	10,9%	13,9%
<b>Marża EBIT</b>	2,9%	1,6%	1,1%	3,2%	3,3%	7,3%
<b>Marża brutto</b>	1,8%	1,2%	1,7%	3,7%	3,8%	7,7%
<b>Marża netto</b>	1,8%	0,9%	1,4%	3,0%	3,1%	6,2%
<b>COGS / Przychody</b>	-100,1%	-101,6%	-102,5%	-99,8%	-99,3%	-95,0%
<b>ROE</b>	9,4%	3,3%	5,5%	9,6%	7,8%	12,9%
<b>ROA</b>	3,6%	1,3%	2,3%	4,8%	4,6%	8,9%
<b>Dług (tys. PLN)</b>	2 730	1 081	181	181	181	181
<b>D/(D+E)</b>	0,27	0,13	0,02	0,02	0,01	0,01
<b>D/E</b>	0,37	0,14	0,02	0,02	0,01	0,01
<b>EV (tys. PLN)</b>	23 670	25 319	26 219	26 219	26 219	26 219
<b>Dług / EV</b>	0,12	0,04	0,01	0,01	0,01	0,01
<b>CAPEX / Przychody</b>	2,07%	6,66%	5,79%	5,87%	5,89%	6,80%
<b>CAPEX / Amortyzacja</b>	20,5%	53,9%	55,9%	67,7%	78,2%	102,8%
<b>Amortyzacja / Przychody</b>	10,1%	12,4%	10,4%	8,7%	7,5%	6,6%
<b>Zmiana KO / Przychody</b>	0,8%	-4,6%	-2,2%	-0,3%	1,0%	-0,3%

Źródło: DM Banku BPS SA

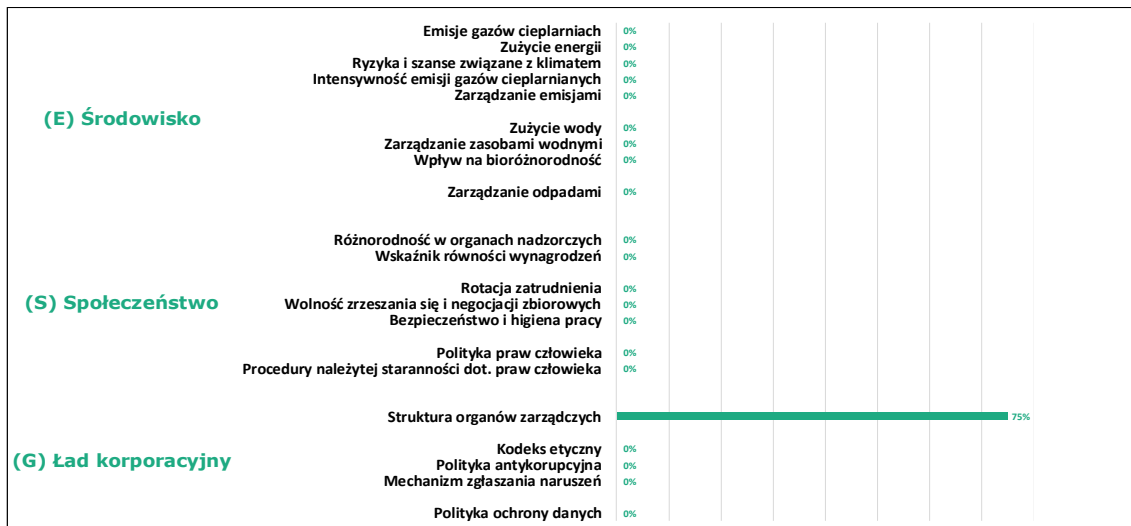
## ESG

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. Badanie przeprowadzamy raz w roku, a poprzedni scoring dokonany został w maju 2023 r. i bazował na danych za 2022 r. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane przez Vivid Games oceniamy jako niedostateczne. **DM BPS ESG Score wyniósł 1,04 pkt (na 21 pkt możliwych), co oznacza najniższą ocenę E.**

DM BPS ESG SCORE	<b>E</b>
------------------	----------

L. PUNKTÓW	<b>1,04</b>
------------	-------------

<b>ESG score</b>	<b>1,04</b>
(E) Środowisko	0,00
(S) Społeczeństwo	0,00
(G) Ład korporacyjny	1,04



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
<b>A</b>	19-21
<b>B</b>	14-18
<b>C</b>	9-13
<b>D</b>	4-8
<b>E</b>	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: <a href="http://www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne">www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne</a>

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

## Wykaz stosowanych skrótów

**ARPU** (*ang. average revenue per user*) - średni przychód na użytkownika.

**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.

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

**NCBiR** – Narodowe Centrum Badań i Rozwoju

**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.

**UA** (*ang. user acquisition*) – pozyskiwanie użytkowników.

**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. otrzyma z tego tytułu wynagrodzenie.

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 5 czerwca 2023 roku, 8:30

Pierwsze udostępnienie opracowania: 5 czerwca 2023 roku, 8:45

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 zleciodawców.

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. złożył 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
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	1,05	0,82	Raport Aktualizujący	05.05.2023	Łukasz Bryl
UNIBEP	nd	13,30	10,40	Raport Aktualizujący	09.05.2023	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	7,84	5,34	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Łukasz Bryl
PROTEKTOR	nd	2,70	2,30	Raport Aktualizujący	12.05.2023	Artur Wizner
PROCHEM	nd	30,00	31,00	Raport Aktualizujący	17.05.2023	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	0,90	0,90	Raport Aktualizujący	05.06.2023	Łukasz Bryl

<b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b>  ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,  tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 <a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a> <a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a>	
<b>Departament Analiz</b>	
<b>Tomasz Czarnecki, MPW</b> Dyrektor Departamentu Analiz <a href="mailto:tomasz.czarnecki@dmbps.pl">tomasz.czarnecki@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 542 <b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548 <b>Dr Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874	<b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: +48 (22) 53 95 084	<b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559 <b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522 <b>Tomasz Kublik, MPW</b> <a href="mailto:tomasz.kublik@dmbps.pl">tomasz.kublik@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 511 <b>Tomasz Wojna</b> <a href="mailto:tomasz.wojna@dmbps.pl">tomasz.wojna@dmbps.pl</a> tel.: + 48 (22) 53 95 541
<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>	