

2021-10-18 08:45

### Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	1,23
Wycena DCF [PLN]	1,34
Wycena porównawcza [PLN]	1,08
Cena rynkowa [PLN]	1,39
Pot.wzrostu/spadku [%]	-11,5%
Kapitalizacja [mln PLN]	44,8
Free float	50,2%
Sektor	gry komputerowe
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

### Analizy:

#### Tomasz Czarnecki

Tel.: +48 (22) 53 95 542

#### Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

### Profil Spółki:

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

Źródło: www.gpw.pl

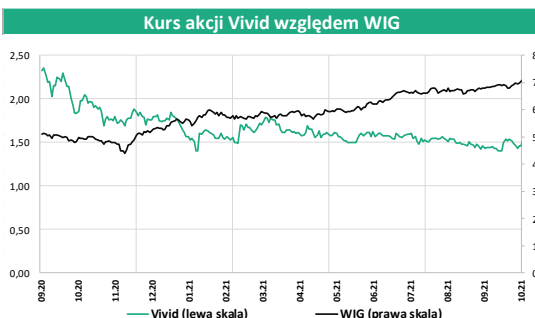
### Główni Akcjonariusze : [%]

Kościelny Remigiusz	22,23%
Wojczakowski Jarosław	22,23%
Sominka Paweł	5,32%
Vivid Games SA	0,34%

#### Czynniki wzrostu

rozwoj globalnego rynku gier  
wzrost ARPU głównych gier  
inwestycje w analitykę danych

#### Czynniki ryzyka

nieudane debiuty nowych gier  
wysoki koszt amortyzacji  
rosnące koszty UA


Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA

# Vivid Games SA

Raport aktualizujący

## Pogłębienie monetyzacji istniejących gier szansą na zatrzymanie spadkowego trendu przychodów

W II kwartale 2020 r. Vivid Games zanotował rekordowe w historii Spółki przychody na poziomie 10 068 tys. zł. Od tego czasu kwartalne przychody systematycznie malały (CAGR = -15,6%), by na koniec II kwartału 2021 osiągnąć wartość 5 048 tys. zł. Wprowadzenie nowych gier **nie przełożyło się na oczekiwane wzrosty przychodów**. Spółka rozwija kompetencje w zakresie analityki gospodarczej po to, by zwiększyć wartość kluczowego parametru ARPU, co miało miejsce w przypadku flagowego tytułu Real Boxing 2 (w okresie styczeń-sierpień 2021 wzrost ARPU wyniósł 59,6%).

**Wyniki finansowe po I półroczu wciąż pozostają niezadowolające** (Spółka zanotowała stratę w wysokości 1 764 tys. zł, wobec 1 886 tys. zł zysku netto w I półroczu 2020). Wpływ na wynik finansowy ma wysoka wartość amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych, głównie prac nad doskonaleniem istniejących gier oraz ukończeniem nowych.

**Pozytywnie** oceniamy działania Spółki w zakresie zwiększenia efektywności generowania przychodów przez istniejące gry, rozwój w obszarze analityki biznesowej oraz przedwczesną spłatę zobowiązań z tytułu wyemitowanych obligacji.

**Negatywnie** postrzegamy Spółkę w kontekście braku sukcesów sprzedażowych nowo wprowadzonych gier, wysokich kosztów amortyzacji prowadzonych i zakończonych prac rozwojowych oraz kosztów pozyskiwania użytkowników (UA).

Finalnie **obniżamy naszą wycenę do 1,23 zł** za 1 akcję na koniec 2021 r.

tys. PLN	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przychody</b>	30 458	24 107	24 696	25 337	27 334	28 588
<b>EBITDA</b>	7 389	4 800	4 303	4 179	5 161	5 333
<i>marża EBITDA</i>	24,3%	19,9%	17,4%	16,5%	18,9%	18,7%
<b>EBIT</b>	2 993	-700	-867	-681	593	1 039
<b>Zysk netto</b>	2 094	-1 623	-1 250	-900	481	841
<b>Kapitał własny</b>	21 480	19 810	18 560	17 660	18 140	18 982
<b>Dług</b>	4 110	681	-3 066	-4 689	-8 442	-12 326
<b>P/E</b>	22,3	-28,7	-37,3	-51,8	97,0	55,4
<b>P/BV</b>	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5
<b>EV/EBITDA</b>	5,8	9,6	11,5	12,3	10,7	11,1

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

## Spis treści

Ostatnie wydarzenia .....	3
Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka.....	4
Wycena .....	10
Aktualizacja prognoz finansowych.....	12
Wykaz stosowanych skrótów.....	14
Informacje i zastrzeżenia prawne .....	14

## Ostatnie wydarzenia

- **22.09.2021 (ESPI RB 43/2021) Rozwiązanie umowy wydawniczej z Amuzing Park Corp.** Spółka zdecydowała, że z uwagi na brak osiągnięcia oczekiwanych na etapie rozwoju projektu wskaźników gry Mythical Showdown, umowa wydawnicza z koreańskim partnerem, zakładająca wydanie gry na platformach iOS i Android, zostaje rozwiązana. W konsekwencji Zarząd Spółki postanowił o skierowaniu sił i środków zaangażowanych w projekt do gier o wyższym potencjale komercyjnym.
- **21.09.2021 (ESPI RB 42/2021) Ustalenie terminu premiery gry Mobbles Cards.** Spółka ustaliła, że globalna premiera gry Mobbles Cards na platformach iOS i Android będzie miała miejsce 24 listopada 2021.
- **1.09.2021 (ESPI RB 37/2021) Drugie zawiadomienie o zamiarze połączenia ze spółką zależną QUASU Sp. z o.o.** Spółka informuje, iż z uwagi na fakt, że Vivid SA jest jedynym wspólnikiem Quasu Sp. z o. o., posiadającym 100% udziału w kapitale zakładowym i w głosach na zgromadzeniu wspólników połączenie Spółek przeprowadzone zostanie w trybie uproszczonym i nastąpi poprzez przeniesienie całego majątku Quasu Sp. z o. o. na Vivid SA (łączenie się przez przejęcie).
- **21.06.2021 (ESPI RB 24/2021). Ustalenie nowego terminu publikacji gry Mythical Showdown.** Spółka ustaliła, że globalna premiera gry Mythical Showdown (wcześniejsza nazwa to Amusing Heroes) na platformach iOS i Android będzie miała miejsce w IV kwartale 2021 r.

### Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w I półroczu 2021 r.

- Spółka **kontynuuje spadkowy trend przychodów jaki ma miejsce od III kwartału 2020 r.** W II kwartale 2021 r. przychody zmniejszyły się o 11,5% k/k i wyniosły 5 048 tys. zł, co jest wartością o 49,9% niższą od przychodów w analogicznym okresie w roku 2020. Biorąc pod uwagę dynamiczne wzrosty globalnego rynku gier mobilnych, odnotowywane spadki przychodów przez Spółkę należy w naszej opinii ocenić negatywnie.
- W I półroczu 2021 r. nastąpił **spadek kosztów działalności operacyjnej o ponad 1,2 mln PLN** (zmniejszenie o 9% r/r). Na stan ten największy wpływ miały koszty:
  - Usług obcych (głównie koszty pozyskiwani użytkowników, które są skorelowane z osiąganymi przychodami),
  - Koszty świadczeń pracowniczych – spadek o 0,2 m PLN (o 9%). Koszty wynagrodzeń stanowią 18% kosztów działalności operacyjnej,
  - Koszty amortyzacji – wzrost o 1 m PLN (o 45%). Stanowią one 23% kosztów działalności operacyjnej

Na istotne zwiększenie kosztów amortyzacji wpłynęło głównie zakończenie projektów z zakresu nowych technologii, które częściowo finansowane były dotacjami z NCBiR, w tym programem GameINN. Na zmniejszenie o 47% kosztów finansowych wpłynęła w głównej

mierze przedterminowa spłata w 1 półroczu 2021 r. pięć rat układowych, skutkująca zmniejszeniem odsetek.

- Mimo ograniczenia kosztów Spółka zakończyła II kwartał 2021 r. stratą na poziomie 1 492 tys. zł, co oznacza pogłębienie negatywnego wyniku finansowego netto o 1 219 tys. zł w stosunku do I kwartału 2021 r. Całe I półrocze 2021 r. to strata w wysokości 1 795 tys. zł.

## Prognozy, mnożniki, czynniki ryzyka

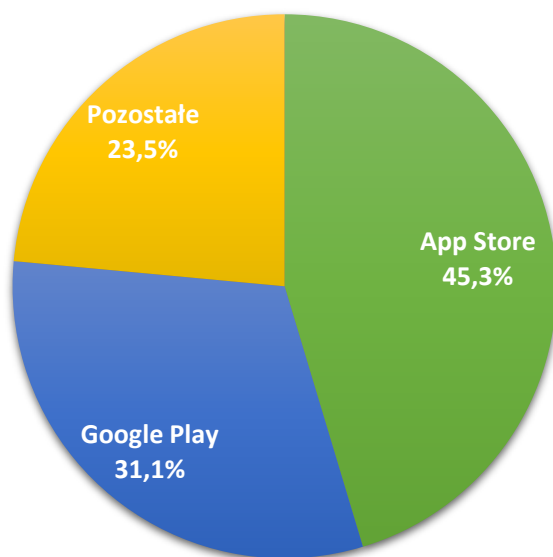
### Otoczenie rynkowe

Bez wątplenia VIVID Games działa na dynamicznym i perspektywicznym rynku gier mobilnych. Zauważamy, że globalny rynek gier mobilnych jest pozytywnie kształtowany przez trendy w zakresie rosnącej liczby użytkowników smartfonów oraz wartości samego rynku.

Według Newzoo w 2021 r. całkowita liczba użytkowników smartfonów wyniesie 3,9 mld na świecie, co oznacza wzrost o 6,1% w porównaniu z rokiem poprzednim. Regionem o największej liczbie użytkowników jest Azja i kraje Pacyfiku (56,2%). Prognozuje się, że w 2024 r. globalna liczba użytkowników smartfonów wzrośnie do 4,5 miliarda.

Wartość rynku gier mobilnych w 2021 r. (liczona jako tylko bezpośrednie wydatki konsumentów, z wyłączeniem reklam) szacowana jest na 90,7 mld USD. Największy udział w rynku mają platformy Apple Store (41,1 mld USD) oraz Google Play (28,2 mld USD).

### Udział w sprzedaży z podziałem na platformy (2021)



Źródło: Newzoo

W latach 2019-2024 globalny rynek gier mobilnych ma rosnać średnio w tempie 11,2% CAGR, by w roku 2024 osiągnąć wartość 116,4 mld USD. Oznacza to wzrost o 25,7 mld USD (28,3%) w perspektywie

najbliższych trzech lat. Dominującymi trzema rynkami w 2021 r. były Chiny, Stany Zjednoczone oraz Japonia.

Miejsce	Rynek	Przychody (mln, USD)	App Store (mln, USD)	Google Play (mln, USD)	Pozostałe (mln, USD)
1	Chiny	31 368,7	11 400,0	-	19 968,7
2	Stany Zjednoczone	14 779,9	9 555,6	4 969,8	254,5
3	Japonia	12 385,3	8 862,0	3 329,9	193,2
4	Korea Południowa	4 207,5	1 339,4	2 766,0	102,1
5	Indie	2 249,1	224,0	1 968,6	56,6
6	Wielka Brytania	1 599,8	924,2	614,0	61,5
7	Niemcy	1 522,5	607,1	844,3	71,1
8	Indonezja	1 511,2	209,9	1 265,6	35,8
9	Kanada	1 342,5	790,3	513,7	38,5
10	Australia	1 097,8	703,8	362,7	31,3

Źródło: Newzoo

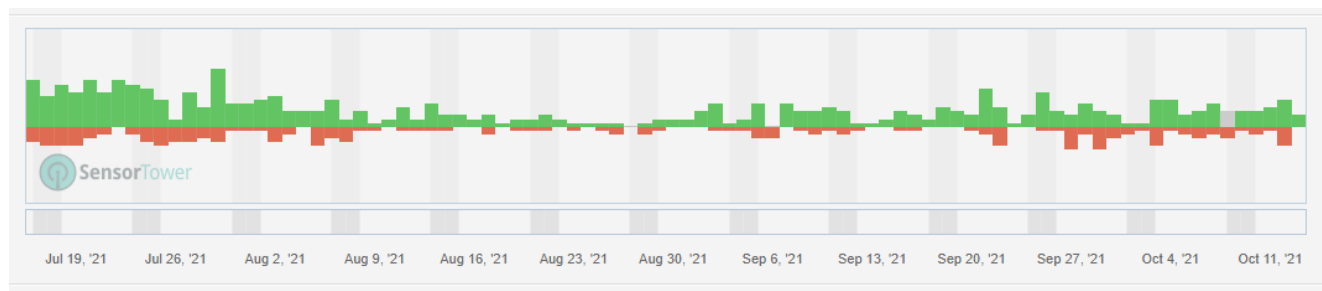
Z badania przeprowadzonego przez PocketGamer.biz wynika wysoki optymizm wśród producentów gier mobilnych na najbliższe 12 miesięcy. Ponad ¾ respondentów postrzega perspektywę rozwoju branży jako optymistyczne lub bardzo optymistyczne. Zaledwie ok. 10 proc. respondentów ocenia rynek negatywnie lub bardzo negatywnie. Do największych zagrożeń producenci zaliczają silną konkurencję oraz rosnące koszty: pozyskiwania użytkowników (UA) i marketingu.

### Prognozy finansowe dla Spółki

Po rekordowej sprzedaży w roku 2020 wynikającej z pandemii, zakładamy **mniejsze przychody w roku 2021**, co widać częściowo po wynikach za I półrocze 2021. **Podstawę prognozowanych przez nas przychodów** podobnie jak w 2020 r. stanowią będą mikropłatności z dwóch gier: **Real Boxing 2** i **Knights Fight 2** oraz wpływy z tytułu reklam w grze **Gravity Rider**. Zakładamy, że w II półroczu 2021 udział przychodów z tych trzech gier będzie kształtować się na poziomie podobnym jak w I półroczu 2021 (95%). Jednocześnie widzimy zagrożenia z dalszego pogłębienia monetyzacji głównie poprzez banery reklamowe i filmy video. Według badania PocketGamer.biz reklamy w formie przerywników gier negatywnie oddziałują na współczynnik retencji użytkowników i imersję graczy, przy czym negatywny wpływ uległ zwiększeniu w porównaniu do roku 2020.

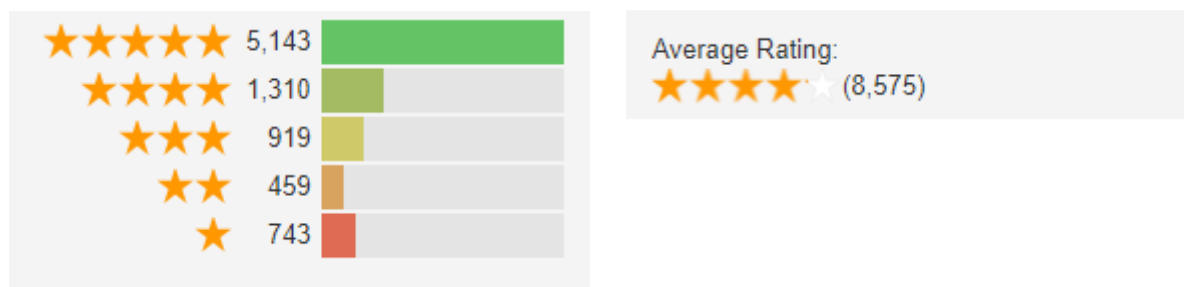
Z uwagi na specyfikę rynku gier mobilnych, odznaczającą się stopniową budową dojrzałości przychodowej nowe gry: **Eroblast** (debiut w czerwcu 2021) oraz **Mobbles Cards** (planowany debiut w listopadzie 2021) **nie zakładamy, że gry te będą generować istotne korzyści finansowe dla Spółki w roku 2021**. Na podstawie recenzji obecnych użytkowników widzimy jednak **potencjał w grze Eroblast**.

## Stosunek recenzji pozytywnych do negatywnych (lipiec-październik 2021)



Źródła: Sensortower

## Historyczne oceny użytkowników



Źródła: Sensortower

Zdecydowanie **przeważają recenzje pozytywne niż negatywne**, co oznacza, że gra spotkała się z dobrym odbiorem ze strony rynku. Natomiast, z uwagi na wprowadzenie gry całkiem niedawno (czerwiec 2021) jesteśmy **konserwatywni co do realnej monetyzacji tego tytułu**. Zakładamy, że w latach następnych Eroblast i Mobbles Cards będą w większym stopniu przyczyniać się do budowy stabilnej bazy przychodowej. **W perspektywie 5-letniej prognozujemy wzrost przychodów o ok. 18 proc. w stosunku do roku 2021.**

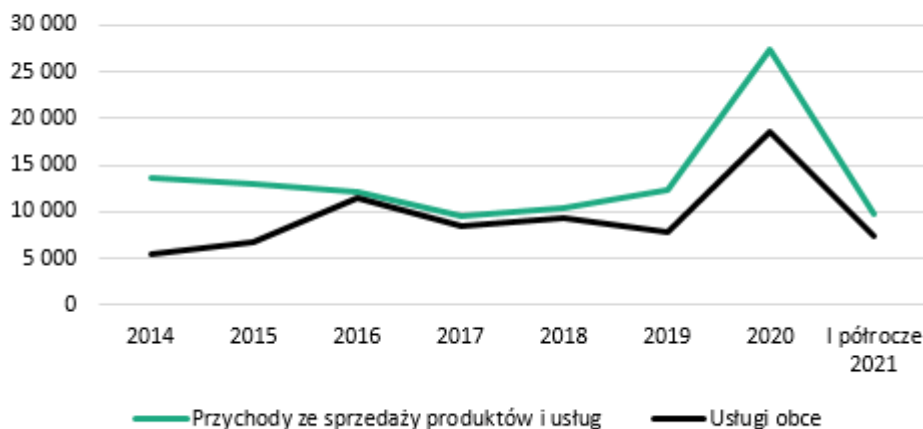
Vivid Games pracuje także nad **przeniesieniem gry Real Boxing 2 na Nintendo Switch** współpracując z Qubic Games. Ponieważ umowa z Qubic Games zakłada podział przychodów oraz fakt, że monetyzacja gier na Nintendo Switch jest mniej znanym obszarem działalności Spółki **jesteśmy ostrożni w szacowaniu przychodów z tytułu portowania Real Boxing 2 na Nintendo Switch** i nie zakładamy istotnej kontrybucji tego segmentu do przychodów ogółem.

## Koszty

Istotną **pozycję kosztową w Spółce stanowi amortyzacja**, której wartość zależy przede wszystkim od stopnia deprecjacji prowadzonych i zakończonych prac rozwojowych. Z uwagi na fakt, że Spółka pracuje nad kilkoma nowymi tytułami, udoskonala istniejące gry oraz rozwija kompetencje w obszarze analityki biznesowej przy wykorzystaniu machine learning zakładamy **stabilny poziom amortyzacji** w perspektywie pięcioletniej prognozy finansowej.

Inny kluczowy wskaźnik kosztowy to **usługi obce, które dotyczą kosztów pozyskiwania użytkowników (UA)**. W branży gier mobilnych pozycja ta często jest skorelowana z wielkością przychodów, co oznacza, że wzrost przychodów wynika z rosnących kosztów pozyskiwania użytkowników.

### Wpływ kosztów usług obcych na przychody (tys. PLN)



Źródło: DM Banku BPS SA

W przypadku Vivid Games widzimy wysoką zależność między kosztami usług obcych (głównie związanym z kosztami pozyskiwania użytkowników) a wartością przychodów. **Współczynnik korelacji w latach 2014-2021 wyniósł 0,83**, co oznacza silną dodatnią zależność. Stąd na potrzeby prognozy **zakładamy proporcjonalny wzrost kosztów usług obcych w stosunku do wzrostu przychodów**.

Spółka informuje, że I półroczu 2021 **zatrudniła nowy zespół projektowy**. Jednocześnie rosnąca inflacja w gospodarce krajowej powoduje zwiększoną presję na wzrost wynagrodzeń. Biorąc pod uwagę te dwa czynniki prognozujemy systematyczny **wzrost kosztów świadczeń pracowniczych** oparty o prognozowaną wg MFW wartość inflacji powiększoną o 2 pp.

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

## 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 zakończonych prac rozwojowych, które stanowiły ponad 75% 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 znaczący istnieje ryzyko strat wynikających z odpisów na prace rozwojowe oraz pogorszenia się przyszłych wyników finansowych. Również przyszłe budżety na rozwój portfolio gier mogą ulec redukcji z uwagi na poniesione straty.

## Ryzyko zmiany *featuring'u*

Na sprzedaż gier Vivid Games S.A. istotny wpływ mają wyróżnienia oraz promocja produktów przez kluczowych dystrybutorów (Google Play i App Store) tzw. *featuring*. Proces jest konkurencyjny, ponieważ wszyscy producenci gier mobilnych rywalizują o wsparcie w tym procesie. Niemniej jednak nie można wykluczyć, że w przyszłości właściciele platform (tj. Alphabet Inc. oraz Apple Inc.) zmienią swoje reguły dotyczące *featuring'u*, w wyniku czego Grupa Vivid Games S.A. może osiągać mniejsze przychody. Tak się stało w przypadku Apple Inc. i nowej polityki prywatności wynikającej z wprowadzenia systemu iOS 14.0, który wymaga od aplikacji uzyskania zgody użytkownika na zebranie danych do śledzenia i kierowania reklam.

## Ryzyko nie osiągnięcia przez gry Spółki sukcesu rynkowego

Rynek gier komputerowych ma ograniczoną przewidywalność w związku z czym istnieje ryzyko, że nowe gry Spółki ze względu na trudne do przewidzenia czynniki nie zdobędą odpowiedniej liczby użytkowników i tym samym produkcja nie odniesie sukcesu rynkowego, który pozwoliłby na zwrot poniesionych kosztów na produkcję. Taka sytuacja może negatywnie wpłynąć na wynik finansowy Spółki.

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

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

wpływać na działalność w branży gier w szczególności w odniesieniu do modelu free-to-play i w konsekwencji niekorzystnie przekładać się na działalność Grupy i jej wyniki finansowe.

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

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

### Wycena

Do wyceny Vivid Games wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich i zagranicznych.

[PLN]	Waga	Cena
Wycena porównawcza	50%	1,08
Wycena DCF	50%	1,34
Cena wynikowa		1,21
<b>Cena docelowa na koniec roku 2021</b>		<b>1,23</b>

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena porównawcza

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

PRODUCENCI GIER	Kurs	Kapitalizacja mln	P/E			P/BV			EV/EBITDA		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
TEN SQUARE GAMES SA	396,60	2 887,1	14,3	11,9	11,2	9,8	6,9	5,4	12,2	9,9	9,1
PLAYWAY SA	465,60	3 051,8	25,4	20,3	17,9	7,2	6,4	5,9	17,9	14,6	12,9
HUGE GAMES SA	35,10	2 974,3	16,2	11,7	10,4	3,2	2,6	2,1	9,1	6,4	5,7
BOOMBIT SA	19,80	265,7	14,4	12,6	11,2	3,2	2,6	2,1	5,5	4,9	4,3
ROVIO ENTERTAINMENT OY	27,79	2 068,4	18,3	16,0	14,5	2,5	2,2	2,0	10,0	9,2	8,7
NEXT GAMES OY	6,81	209,3	-	-	21,4	2,3	2,4	2,1	87,0	10,4	6,0
<b>Mediana</b>	<b>-</b>	<b>2 477,7</b>	<b>16,2</b>	<b>12,6</b>	<b>12,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>11,1</b>	<b>9,6</b>	<b>7,4</b>
VIVID GAMES SA	1,38	44,6	-27,5	-35,7	-49,6	2,3	2,4	2,5	9,4	9,7	9,6
premia (dyskonto)						-30%	-8%	20%	-15%	1%	30%
Implikowana wycena (w mln zł)		46,6	Nd	Nd	Nd	63,4	48,3	37,1	52,5	44,1	34,3
dyskonto			25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
<b>Wycena 1 akcji (PLN)</b>			<b>1,08</b>								

Źródło: DM Banku BPS S.A., Bloomberg

### Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka szacowana na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. W pierwszym roku prognozy: 2,54%, następnie wzrost o 0,5 pp

- Koszt długu szacowany na podstawie oprocentowania wyemitowanych przez Spółkę obligacji: 6%
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,97 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano tygodniowe szeregi czasowe w okresie październik 2020- październik 2021)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,54% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 6%
- Brak wypłaty dywidendy
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na koniec roku

WYCENA metodą DCF [mln PLN]	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	30,5	24,1	24,7	25,3	27,3	28,6	30,3
EBITDA	7,4	4,8	4,3	4,2	5,2	5,3	5,7
EBIT	3,0	-0,7	-0,9	-0,7	0,6	1,0	1,1
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	2,4	-0,6	-0,7	-0,6	0,5	0,8	0,9
Amortyzacja	4,4	5,5	5,2	4,9	4,6	4,3	4,6
CAPEX	-6,7	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,4	-3,6
Inwestycje w kapitał obrotowy	10,2	-3,9	0,2	0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Free Cash Flow to Firm (FCFF)	23,7	-2,2	1,5	1,4	1,5	1,3	1,4
Współczynnik dyskontujący		0,98	0,90	0,83	0,77	0,71	0,71
DFCF		-2,1	1,4	1,1	1,1	0,9	
Stopa wzrostu po okresie prognozy		6,0%					
Wartość rezydualna (TV)		58,6					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		41,4					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		43,9					
Dług netto/(gotówka netto)		0,68					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		43,2					
Ilość akcji [w mln]		32,2					
Cena jednej akcji [PLN]		1,34					

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

Wycena akcji metodą DCF w znaczącym stopniu determinowana jest wartością rezydualną, której udział w wartości brutto przedsiębiorstwa (*Enterprise value*) wynosi 94,4%. Wartość rezydualna zależy z kolei w istotnej mierze od przyjętej stopy wzrostu po okresie prognozy na poziomie 6%.

### Wrażliwość modelu DCF

		wzrost/spadek współczynnika wzrostu po okresie prognozy								
		5,00%	5,25%	5,50%	5,75%	6,00%	6,25%	6,50%	6,75%	7,00%
wzrost/spadek premii za ryzyko	5,14%	1,09	1,18	1,30	1,44	1,61	1,84	2,14	2,56	3,19
	5,24%	1,05	1,14	1,25	1,38	1,54	1,74	2,01	2,37	2,91
	5,34%	1,02	1,10	1,20	1,32	1,47	1,65	1,89	2,21	2,67
	5,44%	0,98	1,06	1,16	1,27	1,40	1,57	1,78	2,07	2,46
	5,54%	0,95	1,03	1,11	1,22	1,34	1,50	1,69	1,94	2,29
	5,64%	0,93	1,00	1,08	1,17	1,29	1,43	1,60	1,83	2,13
	5,74%	0,90	0,96	1,04	1,13	1,24	1,37	1,53	1,73	2,00
	5,84%	0,87	0,94	1,01	1,09	1,19	1,31	1,46	1,64	1,88
	5,94%	0,85	0,91	0,98	1,05	1,15	1,26	1,39	1,56	1,78

Źródło: DM Banku BPS S.A.

## Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	TV
Stopa wolna od ryzyka	2,54%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%	3,04%
Premia za ryzyko	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%	5,54%
Beta	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Beta (zlewarowana)	1,62	1,39	1,31	1,19	1,12	0,97
Koszt kapitału własnego	11,53%	10,77%	10,29%	9,63%	9,27%	8,39%
Udział kapitału własnego	54,38%	64,62%	69,54%	77,76%	83,18%	100,00%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	4,86%	4,86%	4,86%	4,86%	4,86%	4,86%
Udział kapitału obcego	45,62%	35,38%	30,46%	22,24%	16,82%	0,00%
<b>WACC</b>	<b>8,49%</b>	<b>8,68%</b>	<b>8,64%</b>	<b>8,57%</b>	<b>8,53%</b>	<b>8,39%</b>

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

## Aktualizacja prognoz finansowych

### Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY I ZRÓWNANE Z NIMI</b>	<b>17 486,6</b>	<b>19 698,1</b>	<b>30 458,3</b>	<b>24 107,4</b>	<b>24 696,1</b>	<b>25 337,5</b>	<b>27 334,0</b>	<b>28 588,4</b>
Przychody ze sprzedaży	10 325,5	12 336,5	27 403,4	20 552,5	21 580,1	22 659,1	23 792,1	24 981,7
Koszt wytworzenia na własne potrzeby	7 161,1	7 361,6	3 054,9	3 054,9	3 116,0	3 178,3	3 241,9	3 306,7
<b>KOSZTY OPERACYJNE</b>	<b>22 426,1</b>	<b>18 597,6</b>	<b>27 851,0</b>	<b>24 659,4</b>	<b>25 260,8</b>	<b>25 706,8</b>	<b>26 404,3</b>	<b>27 187,8</b>
Amortyzacja	6 300,2	4 860,9	4 395,9	5 500,0	5 170,0	4 859,8	4 568,2	4 294,1
Zużycie surowców i materiałów	149,7	86,8	104,4	109,6	96,8	115,1	101,6	120,8
Usługi obce	9 330,8	7 917,2	18 565,7	13 975,7	14 674,5	15 181,6	15 940,7	16 737,7
Koszt świadczeń pracowniczych	6 600,3	5 600,2	4 730,7	5 010,7	5 249,8	5 475,0	5 711,5	5 945,7
Podatki i opłaty	4,1	6,4	10,3	8,3	9,3	8,8	9,1	9,0
Pozostałe	41,1	126,2	44,0	55,0	60,5	66,5	73,2	80,5
<b>WYNIK ZE SPRZEDAŻY</b>	<b>-4 939,6</b>	<b>1 100,5</b>	<b>2 607,2</b>	<b>-552,0</b>	<b>-564,7</b>	<b>-369,4</b>	<b>929,7</b>	<b>1 400,6</b>
Pozostałe przychody operacyjne	778,8	697,0	1 082,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe koszty operacyjne	266,2	37,3	696,6	147,6	302,3	311,5	336,5	361,9
<b>EBIT</b>	<b>-4 426,9</b>	<b>1 760,1</b>	<b>2 993,4</b>	<b>-699,6</b>	<b>-867,0</b>	<b>-680,9</b>	<b>593,2</b>	<b>1 038,7</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1 873,2</b>	<b>6 621,0</b>	<b>7 389,3</b>	<b>4 800,4</b>	<b>4 303,0</b>	<b>4 178,9</b>	<b>5 161,4</b>	<b>5 332,8</b>
Przychody finansowe	286,2	7,2	93,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Koszty finansowe	1 144,7	1 151,4	923,2	923,2	383,4	219,1	0,0	0,0
Udział w wyniku metodą praw własności	-102,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>WYNIK BRUTTO</b>	<b>-5 387,8</b>	<b>615,9</b>	<b>2 163,6</b>	<b>-1 622,8</b>	<b>-1 250,5</b>	<b>-900,0</b>	<b>593,2</b>	<b>1 038,7</b>
Podatek dochodowy	61,1	195,0	69,2	0,0	0,0	0,0	112,7	197,4
<b>WYNIK NETTO</b>	<b>-5 448,9</b>	<b>421,0</b>	<b>2 094,4</b>	<b>-1 622,8</b>	<b>-1 250,5</b>	<b>-900,0</b>	<b>480,5</b>	<b>841,4</b>

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

## Prognoza bilansu

BILANS (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>AKTYWA</b>	<b>34 686,4</b>	<b>39 337,4</b>	<b>43 454,3</b>	<b>39 037,6</b>	<b>37 616,4</b>	<b>36 096,3</b>	<b>38 971,0</b>	<b>42 352,0</b>
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>31 203,3</b>	<b>34 099,8</b>	<b>32 133,5</b>	<b>29 772,6</b>	<b>27 811,2</b>	<b>26 231,7</b>	<b>25 017,4</b>	<b>24 153,4</b>
Wartości niematerialne i prace rozwojowe	30 524,5	32 277,6	31 291,2	28 846,1	26 792,0	25 110,6	23 784,2	22 796,8
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	-	-	-	-	-	-
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>3 483,1</b>	<b>5 237,6</b>	<b>11 320,8</b>	<b>9 265,0</b>	<b>9 805,2</b>	<b>9 864,7</b>	<b>13 953,5</b>	<b>18 198,6</b>
Należności krótkoterminowe	1 174,5	2 389,5	2 895,6	2 830,1	2 971,6	3 120,2	3 276,2	3 440,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 813,2	2 640,3	7 991,3	5 979,3	6 355,1	6 242,1	10 149,9	14 204,7
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	495,5	207,8	434,0	455,7	478,5	502,4	527,5	553,9
<b>PASYWA</b>	<b>34 686,4</b>	<b>39 327,3</b>	<b>49 683,2</b>	<b>39 037,6</b>	<b>37 616,4</b>	<b>36 096,3</b>	<b>38 971,0</b>	<b>42 352,0</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>15 692,6</b>	<b>16 384,7</b>	<b>21 480,2</b>	<b>19 810,2</b>	<b>18 559,7</b>	<b>17 659,7</b>	<b>18 140,2</b>	<b>18 981,6</b>
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	2 047,2	424,4	-826,0	-1 726,1	-1 245,5
Zysk (-strata) netto	-5 448,9	421,0	2 094,4	-1 622,8	-1 250,5	-900,0	480,5	841,4
<b>Zobowiązania</b>	<b>18 993,9</b>	<b>22 942,6</b>	<b>28 203,0</b>	<b>19 227,4</b>	<b>19 056,7</b>	<b>18 436,6</b>	<b>20 830,7</b>	<b>23 370,4</b>
Zobowiązania długoterminowe	12 442,6	9 482,2	12 788,3	1 283,3	1 411,7	1 552,8	1 708,1	1 878,9
Zobowiązania długoterminowe niefinansowe	2 815,2	199,0	6 228,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	3 736,1	13 261,4	9 185,8	17 944,1	17 645,1	16 883,8	19 122,6	21 491,5

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

## Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (w tys. zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Przepływy operacyjne</b>	<b>4 612,4</b>	<b>4 261,8</b>	<b>6 310,9</b>	<b>6 165,8</b>	<b>6 474,0</b>	<b>6 797,7</b>	<b>7 137,6</b>	<b>7 494,5</b>
<b>Przepływy inwestycyjne</b>	<b>-9 706,0</b>	<b>-6 679,9</b>	<b>-1 967,1</b>	<b>-3 145,4</b>	<b>-3 089,8</b>	<b>-3 191,7</b>	<b>-3 229,9</b>	<b>-3 439,6</b>
Wydatki na nabycie WNI	-9 350,6	-6 759,9	-2 962,3	-3 054,9	-3 116,0	-3 178,3	-3 241,9	-3 306,7
Wydatki 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 WNI	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
<b>Przepływy finansowe</b>	<b>-1 293,7</b>	<b>3 245,2</b>	<b>1 007,2</b>	<b>-5 032,3</b>	<b>-3 008,4</b>	<b>-3 719,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Wpływy z emisji akcji	-	-	1 000,0	0,0	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
Splaty pożyczek*	-2 739,8	-1 070,4	0,0	-4 375,0	-2 625,0	-3 500,0	0,0	0,0
Splaty z tytułu leasingu finansowego	-409,8	-321,1	-	-	-	-	-	-
Otrzymane dotacje	2 815,2	3 540,0	471,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Odsetki zapłacone	-955,1	-901,9	-464,1	-657,3	-383,4	-219,1	0,0	0,0
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>-6 387,3</b>	<b>827,1</b>	<b>5 350,9</b>	<b>-2 012,0</b>	<b>375,9</b>	<b>-113,0</b>	<b>3 907,7</b>	<b>4 054,9</b>
<b>Środki pieniężne na koniec okresu</b>	<b>1 813,2</b>	<b>2 640,3</b>	<b>7 991,3</b>	<b>5 979,3</b>	<b>6 355,1</b>	<b>6 242,1</b>	<b>10 149,9</b>	<b>14 204,7</b>

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

## Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**GPW** – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

**RB** – raport bieżący.

**RN** – rada nadzorcza.

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

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

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

## Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 18 października 2021 roku, 8:45

Pierwsze udostępnienie opracowania: 18 października 2021 roku, 9:00

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

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

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

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

Raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Niniejsze opracowanie stanowi badanie inwestycyjne nie realizowane w ramach usługi doradztwa inwestycyjnego lub zarządzania portfelami w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Opracowanie jest przeznaczone do rozpowszechniania wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i nie może być rozpowszechniane lub przekazywane, bezpośrednio ani pośrednio, do Stanów Zjednoczonych Ameryki, Kanady, Japonii lub Australii, ani obszaru żadnej innej jurysdykcji, gdzie rozpowszechnianie takie stanowiłoby naruszenie odpowiednich przepisów danej jurysdykcji lub wymagało zarejestrowania w tej jurysdykcji.

Opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, oraz na podstawie informacji dostępnych publicznie w dniu publikacji opracowania takich jak: sprawozdania finansowe, raporty bieżące i okresowe, publikacje branżowe, prasowe lub pozyskane ze źródeł wiarygodnych dla Domu Maklerskiego Banku BPS S.A.

Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie gwarantuje kompletności, prawdziwości lub dokładności danych źródłowych. Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie ponosi odpowiedzialności za ewentualne decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za ewentualne szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych. Opracowanie nie może być traktowane jako zapewnienie lub gwarancja uniknięcia strat, lub osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych rezultatów, w szczególności zysków lub innych korzyści z transakcji realizowanych na jego podstawie, lub w związku z powstrzymaniem się od realizacji takich transakcji.

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

Dom Maklerski Banku BPS S.A. oraz jego akcjonariusz lub pracownicy mogą posiadać akcje Emitenta, będące przedmiotem niniejszego opracowania.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających wydanie opracowania Dom Maklerski Banku BPS S.A. nie oferował w obrocie pierwotnym ani w pierwszej ofercie publicznej instrumentów finansowych Emitenta.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania, lub jego części, oraz wykorzystywanie materiału do własnych opracowań celem publikacji, bez pisemnej zgody Domu Maklerskiego Banku BPS S.A. jest zabronione. Niniejsze opracowanie jest prawnie chronione zgodnie z Ustawą z 4 lutego 1994 r. o prawie autorskim i prawach pokrewnych. Prawa autorskie do opracowania przysługują Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

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

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 m-cy w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego 3.0



Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
UNIBEP	nd	17,00	12,90	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,80	Raport Inicjujący	2021-09-07	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarnecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport aktualizujący	2021-10-06	Artur Wizner
PROTEKTOR	nd	4,60	3,38	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarnecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarnecki

<p><b>Dom Maklerski Banku BPS S.A.</b></p> <p>ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa,</p> <p>tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556</p> <p><a href="http://www.dmbps.pl">www.dmbps.pl</a></p> <p><a href="mailto:dm@dmbps.pl">dm@dmbps.pl</a></p>	
<b>Departament Analiz</b>	
<p><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</p> <p><b>Artur Wizner, MPW</b> Analityk <a href="mailto:artur.wizner@dmbps.pl">artur.wizner@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 548</p> <p><b>Łukasz Bryl</b> <a href="mailto:lukasz.bryl@dmbps.pl">lukasz.bryl@dmbps.pl</a> Tel.: 785 500 874</p>	<p><b>Wojciech Białek</b> Analityk</p> <p><b>Jacek Borawski</b> Analityk techniczny</p>
<b>Departament Sprzedaży</b>	
<p><b>Dariusz Stasiak, MPW</b> Dyrektor Departamentu Sprzedaży <a href="mailto:dariusz.stasiak@dmbps.pl">dariusz.stasiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 541</p>	<p><b>Krzysztof Jeż, MPW</b> <a href="mailto:krzysztof.jez@dmbps.pl">krzysztof.jez@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 559</p> <p><b>Lech Kucharski, MPW</b> <a href="mailto:lech.kucharski@dmbps.pl">lech.kucharski@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 522</p> <p><b>Marcin Jakubiak, MPW</b> <a href="mailto:marcin.jakubiak@dmbps.pl">marcin.jakubiak@dmbps.pl</a> tel.: (22) 53 95 560</p> <p><small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small></p>