

2022-05-13 08:15

Dane podstawowe

Cena docelowa [PLN]	1,25
Wycena DCF [PLN]	1,45
Wycena porównawcza [PLN]	0,88
Cena rynkowa [PLN]	1,17
Pot.wzrostu/spadku [%]	6,8%
Kapitalizacja [mln PLN]	37,6
Free float [%]	50,3%
Sektor	gry mobilne
Kod GPW	VVD
Bloomberg	VVD PW

Raport aktualizujący

Vivid Games SA

Rosną przychody - czas na wzrost zysków

Wyniki za 2021 r. okazały się rozczarujące. Przychody Spółki spadły o 38,1% r/r, a strata netto wyniosła minus 14,9 mln zł. Tak wysoka strata netto wynikała z rekordowych odpisów z tytułu utraty wartości prac badawczo-rozwojowych i w konsekwencji porzucenia nieperspektywicznych projektów.

Niezadawalające wyniki skłoniły Spółkę do aktualizacji strategii na lata 2022-2025, która zakłada znaczące zwiększenie przychodów ze sprzedaży.

Po pierwszych 4 miesiącach 2022 Vivid Games powoli podąża za określonymi w strategii celami. Przychody wzrosły, a wynik netto, choć niewielki, okazał się dodatni.

Nasza wycena oparta jest o zaktualizowaną strategię Spółki, która zakłada wysokie wzrosty przychodów sprzedaży. Strategię oceniamy jako bardzo ambitną w kontekście dynamiki przychodów oraz utrzymania rentowności.

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 wysokich kosztów amortyzacji prowadzonych i zakończonych prac rozwojowych, kosztów pozyskiwania użytkowników (UA) oraz ogólnej niskiej rentowności.

Analitycy:
Łukasz Bryl

Tel.: 785 500 874

Tomasz Czarnecki

Tel.: +48 (22) 53 95 542

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 Rudolf	22,2%
Wojczakowski Jarosław	22,2%
Sominka Paweł	5,3%
Vivid Games SA	0,3%

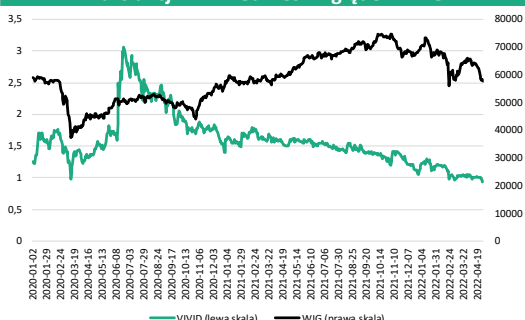
Czynniki wzrostu

rozwój globalnego rynku gier
aprecjacja dolara
inwestycje w analitykę danych

Czynniki ryzyka

wysoka amortyzacja
wysokie koszty UA
niska rentowność

Finalnie **podwyższamy naszą wycenę do 1,25 zł (z 1,23 zł)** za 1 akcję na koniec 2022 r.

Kurs akcji Vivid Games względem WIG


tys. PLN	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	25 689	35 479	41 234	48 791	57 857	62 405
EBITDA	-8 557	4 085	5 418	7 024	9 076	9 553
marża EBITDA	-33,3%	11,5%	13,1%	14,4%	15,7%	15,3%
EBIT	-14 570	1 199	1 505	3 111	5 164	5 641
Zysk netto	-14 857	580	1 171	2 586	4 249	4 635
Kapitał własny	6 623	7 204	8 374	10 960	15 209	19 844
Dług netto	-3 396	4 842	5 579	9 023	13 693	19 170
P/E	-2,53	64,79	32,12	14,54	8,85	8,11
P/BV	5,68	5,22	4,49	3,43	2,47	1,89
EV/EBITDA	-4,79	8,02	5,91	4,07	2,63	1,93
EPS	-0,46	0,02	0,04	0,08	0,13	0,14

Źródło: opracowanie DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wybrane ostatnie wydarzenia

- **29.10.2021 (ESPI RB 47/2021) Zarejestrowanie połączenia Spółek przez Sąd.** Zarząd Vivid Games S.A. (dalej: "Emitent", "Spółka") informuje o powzięciu informacji o dokonaniu przez Sąd Rejonowy w Bydgoszczy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego w dniu 28 października 2021 roku wpisu połączenia spółek Vivid Games S.A. i Quasu Sp.z o.o. O zamiarze połączenia spółek zależnych, Emitent informował w raporcie bieżącym nr 29/2021 z dnia 30 czerwca 2021 roku. (...)
- **29.11.2021 (ESPI RB 49/2021) Aktualizacja strategii rozwoju na lata 2022-2025.** Zarząd Spółki Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”, „Emitent”), informuje, że w dniu 29 listopada 2021 roku Zarząd Emitenta przyjął, a Rada Nadzorcza zatwierdziła zaktualizowaną strategię rozwoju spółki na lata 2022-2025. Przyjęta strategia odzwierciedla priorytety kluczowe dla rozwoju działalności operacyjnej Vivid Games. W okresie od 2022 do 2025 roku podstawowym przedmiotem działalności Emitenta pozostanie produkcja i wydawnictwo gier mobilnych free-to-play w modelu Game as a Service (GaaS - gra jako usługa). Dla osiągnięcia poniższych założeń Spółka podejmuje inwestycje w uczenie maszynowe, analitykę oraz płatne pozyskiwanie użytkowników, jako obszary kluczowe dla wspierania efektywnej monetyzacji gier. (...)
- **10.12.2021 (ESPI RB 52/2021) Otrzymanie wypowiedzeń umów wydawniczych dotyczących gier Knight Fights 2 i The Cash.** Zarząd Spółki Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”, „Emitent”), informuje, że w dniu 10 grudnia 2021 otrzymał od SG Mobile LLC, działającej pod nazwą handlową Shori Games (dalej jako: „Producent”, „Deweloper”, „Shori Games”), z siedzibą w Mińsku (Białoruś), wypowiedzenie zawartych 17 marca 2020 roku umów wydawniczych (o których Emitent informował raportem bieżącym ESPI 8/2020). Umowy te dotyczą wydania na platformach iOS i Android gier Knight Fights 2 (wydanej na platformie iOS w dniu 29 października 2020 oraz na platformie Android w dniu 30 października 2020) oraz The Cash (gra znajduje się nadal w produkcji). (...)
- **07.01.2022 (ESPI RB 2/2022) Powołanie członka Zarządu Spółki.** Zarząd Spółki Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”, „Emitent”), informuje, że w dniu 7 stycznia 2022 r. Rada Nadzorcza Spółki powołała Pana Piotra Gamracego na stanowisko Członka Zarządu. Powołanie następuje z dniem 7 stycznia 2022 r. na 5-letnią kadencję. Zgodnie ze złożonym oświadczeniem, powołany Członek Zarządu nie prowadzi działalności konkurencyjnej w stosunku do działalności Spółki oraz nie uczestniczy w spółce konkurencyjnej w stosunku do Spółki jako wspólnik spółki cywilnej, spółki osobowej lub jako członek organu spółki kapitałowej, ani nie uczestniczy w innej konkurencyjnej osobie prawnej jako członek jej organu. Powołany Członek Zarządu nie jest wpisany do Rejestru Dłużników Niewypłacalnych prowadzonego na podstawie ustawy o KRS. (...)
- **31.01.2022 (ESPI RB 4/2022) Wcześniejsza spłata VI raty układowej.** Zarząd Spółki Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”, „Emitent”), w nawiązaniu do raportu bieżącego ESPI nr 56/2020, niniejszym informuje, że w dniu 31 stycznia 2022 Emitent podjął decyzję o

dokonaniu przedterminowej spłaty szóstej raty wynikającej z zatwierzonego w dniu 5 listopada 2020 układu w przyspieszonym postępowaniu układowym dotyczącym Spółki. (...)

- **14.02.2022 (ESPI RB 5/2022) Podjęcie decyzji o dokonaniu odpisów aktualizujących aktywów Spółki.** Zarząd Spółki Vivid Games S.A. (dalej jako: „Spółka”, „Emitent”), informuje o podjęciu przez Emitenta w dniu 14. Lutego 2022 decyzji o dokonaniu odpisów aktualizujących na dzień 31. grudnia 2021 na kwotę 12,29 mln PLN, wynikających z utraty wartości niektórych z projektów rozwojowych Spółki. Na kwotę odpisów składają się nakłady netto poniesione na gry w łącznej kwocie 8,2 mln PLN oraz na technologie w łącznej kwocie 4,1 mln PLN. (...)

Podsumowanie wyników finansowych osiągniętych w 2021 r.

- Przychody Spółki wyniosły 25,689 mln zł i były niższe od rekordowych wartości z roku poprzedniego. Pod względem struktury przychody zdominowane były przez cztery gry: Real Boxing (63%), Eroblast (8%), Kinights Fight 2 (16%) oraz Gravity Rider (9%). Udział pozostałych gier wyniósł 3%.
- Na poziomie EBITDA Spółka odnotowała wysoką stratę (minus 8,557 mln zł) wobec 7,389 mln zł zysku w 2020 r. EBIT również był ujemny i wyniósł minus 14,57 mln zł wobec plus 2,993 mln zł w 2020 r. Na tak wysoką stratę operacyjną wpływ miała amortyzacja (6,013 mln zł w 2021 r. wobec 4,396 mln zł rok wcześniej) oraz odpisy z tytułu utraty wartości prac badawczo-rozwojowych (łącznie Spółka dokonała odpisów na kwotę 12,658 mln zł). W wyniku tak dużego odpisu wartości niematerialne i prawne (najważniejszy składnik aktywów Spółki) wyniosły 15,015 mln zł na koniec 2021 r. i były o 52% niższe niż na koniec 2020 r. Spółka deklaruje, że dzięki dokonanym odpisom roczna kwota amortyzacji w 2022 r. zmniejszy się o ok. 2 mln zł, co będzie miało pozytywny wpływ na wyniki w bieżącym roku.
- Na poziomie kosztów największy udział (w przychodach) miały w 2021 r. usługi obce (68,5%) oraz wynagrodzenia (20,5%). Negatywnie postrzegamy ich kształtowanie się w czasie. Udział usług obcych wzrósł o 7,5 pp. r/r, podczas gdy wynagrodzeń o 5 pp. r/r.
- W 2021 r. Spółce udało się spłacić 5 rat z tytułu obligacji na łączną kwotę 4,912 mln zł. Na koniec roku Spółka posiadała 3,053 mln zł, podczas gdy rok wcześniej 7,991 mln 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 2022 r. całkowita liczba użytkowników smartfonów wyniesie 4,1 mld na świecie, co oznacza wzrost o 4,9% 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 2022 r. (liczona jako tylko bezpośrednie wydatki konsumentów, z wyłączeniem reklam) szacowana jest na 103,5 mld USD. Największy udział w rynku mają platformy Apple Store (41,1 mld USD) oraz Google Play (28,2 mld USD). Pod względem geograficznym najważniejszy jest rynek amerykański.

Prognozy finansowe dla Spółki

Spółka podała wstępne dane za cztery miesiące 2022 r. (RB 10/2022) Wynika z nich, że przychody ze sprzedaży wyniosły 10,68 mln zł, co jest jedną z najlepszych wartości w dotychczasowej historii Spółki. EBITDA wyniosła 1,4 mln zł, a zysk netto 0,16 mln zł. W samym kwietniu przychody wyniosły 3 mln zł, a zysk netto 0,1 mln zł. **W kontekście słabego 2021 r. wyniki za pierwsze cztery miesiące należy ocenić pozytywnie i mogą one zwiastować poprawę sytuacji finansowej Spółki.** Pozytywnym sygnałem jest powrót rentowności. Również na poziomie dwóch flagowych obecnie tytułów (Real Boxing 2 i Eroblast) Spółka może dostarczać powody do ostrożnego optymizmu. **W maju Vivid Games poinformował, że przychody miesięczne z tytułu Real Boxing 2 wyniosły 432 tys. USD (ok. 1,944 mln PLN), zaś Eroblast 131 tys. USD (ok. 589 tys. PLN).**

Naszą prognozę dla przychodów Spółki opieramy na zaktualizowanej przez Zarząd strategii w listopadzie 2021 (RB 49/2021), która zakłada:

I. Rozwój tytułów z obecnego portfolio

Cel 1: Wyskalowanie przychodów z Real Boxing 2 do poziomu ponad 1M USD miesięcznie do końca 2023.

Cel 2: Rozwój drugiego z tytułów z obecnego portfolio do poziomu ponad 1M USD miesięcznego przychodu do 2025.

Cel 3: Rozwój jednego z tytułów z obecnego portfolio do poziomu 0,3M USD miesięcznego przychodu w okresie do 2025.

II. Stworzenie nowej gry na bazie meta-gry Real Boxing 2

Cel: Wydanie w 2023 roku nowej gry własnej stworzonej na podstawie meta-gry Real Boxing 2.

III. Publishing nowych tytułów:

- w linii symulatory walki i gry sportowe:

Cel 1: Pozyskanie nowych tytułów w tej kategorii, w tym jednego, który do 2025 osiągnie poziom ponad 1M USD przychodu miesięcznie.

Cel 2: Pozycjonowanie się jako wydawcy gier w kategoriach symulatory walki i gry sportowe.

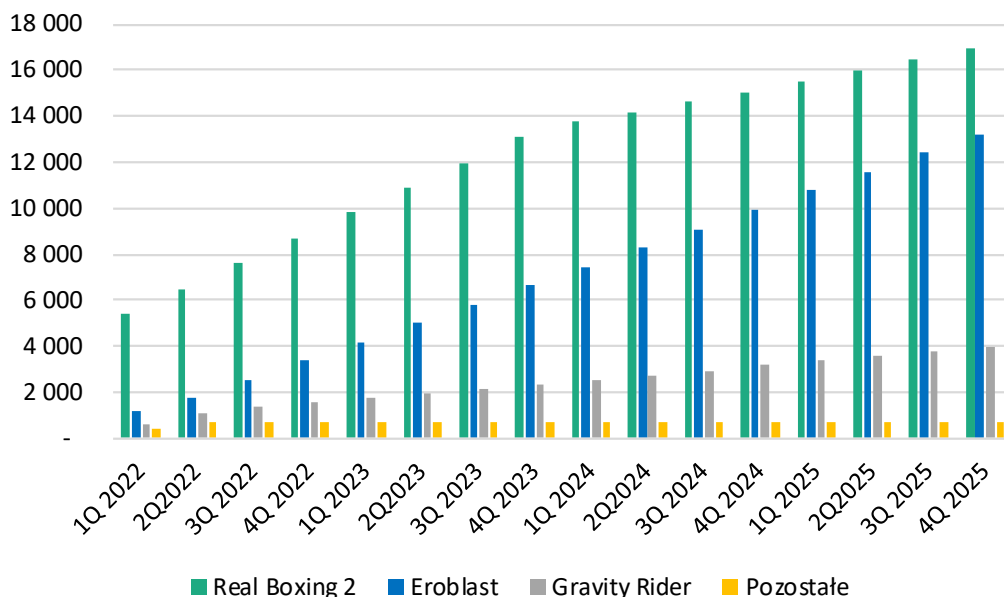
Cel 3: Wprowadzenie do portfolio do 2025 dwóch nowych gier na poziomie 0,3M USD przychodu miesięcznie i rozpoczęcie skalowania ich do poziomu 1M USD przychodu miesięcznie poprzez sprawnie działający UA.

Finalnie strategia zakłada, że w 2025 roku portfolio gier Spółki będzie składało się z:

- co najmniej 3 gier o miesięcznych przychodach powyżej 1M USD każda,
- co najmniej 3 gier o miesięcznych przychodach powyżej 0,3M USD każda.

Nasze prognozy zaczynamy od kwantyfikacji założeń w strategii Spółki. Do sporządzenia zestawienia wykorzystaliśmy miesięczne dane o przychodach głównych gier wraz z szacunkiem udziału każdej z nich. Założyliśmy linowy wzrost tak, by w roku docelowym (2023 dla Real Boxing 2 i 2025 dla pozostałych gier) osiągnąć założony w strategii poziom przychodów. Założyliśmy, że osiągnięcie celu przez Real Boxing 2 w 2023 roku spowoduje spadek dynamiki wzrostu i konserwatywnie do 2025 założyliśmy wzrost na poziomie 0,5%. W prognozie wykluczaliśmy monetyzację Knights Fight 2 z uwagi na problemy prawne związane z dystrybucją oraz nie prognozowaliśmy nowej gry stworzonej na podstawie meta-gry Real Boxing 2 (Cel w Filarze II Strategii). Założyliśmy kurs USD względem PLN na poziomie 4,5 w całym okresie prognozy.

W pierwszej kolejności oszacowaliśmy przewidywany przychód z istniejących gier (Cele: 1,2,3 w Filarze I Strategii). Szacunki wzrostu gier będących w obecnym portfolio Spółki pokazano poniżej.



Źródło: szacunki DM Banku BPS SA

Z analizy wynika, że **gdyby Spółce udało się w pełni zrealizować zakładaną strategię łączne przychody ze sprzedaży trzech głównych gier i pozostałych na koniec IV kwartału 2025 wyniosłyby 34,892 mln zł**, z czego największy udział miałby dotychczasowy tytuł – Real Boxing 2 (49,1%) oraz Eroblast (38,3%). Warto nadmienić, że szacowane łączne historyczne przychody za I kwartał 2022

wyniosły 7,6 mln zł. **Pełna realizacja strategii oznaczałaby więc ponad 4,5-krotny wzrost monetyzacji obecnych tytułów.**

Spółka zamierza także do 2025 r. wprowadzić trzy nowe gry w formie publishingu (cele w Filarze III) i osiągnąć z nich miesięczne przychody na poziomie 1 mln USD (1 tytuł) i 0,3 mln USD (2 tytuły). Stąd w tabeli poniżej przedstawiamy ścieżkę rozwojową przychodów istniejących (cele w Filarze I) i zakładanych nowych gier (cele w Filarze III).

Gra	udział	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023	2Q2023	3Q 2023	4Q 2023	1Q 2024	2Q2024	3Q 2024	4Q 2024	1Q 2025	2Q2025	3Q 2025	4Q 2025
Real Boxing 2	71%	5 403	6 516	7 610	8 704	9 798	10 892	11 986	13 098	13 772	14 189	14 619	15 062	15 518	15 989	16 473	16 972
Eroblast	16%	1 218	1 737	2 557	3 377	4 197	5 016	5 836	6 656	7 475	8 295	9 115	9 934	10 754	11 574	12 393	13 218
Gravity Rider	8%	609	1 119	1 323	1 527	1 731	1 936	2 140	2 344	2 548	2 752	2 956	3 161	3 365	3 569	3 773	3 979
Pozostałe	5%	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381
Nowa gra 1 (publishing)	-	-	-	-	-	-	1	273	678	1 082	1 487	1 892	2 296	2 701	3 106	3 510	3 915
Nowa gra 2 (publishing)	-	-	-	-	-	-	1	903	2 253	3 602	4 952	6 302	7 651	9 001	10 351	11 701	13 050
Nowa gra 3 (publishing)	-	-	-	-	-	-	-	273	678	1 082	1 487	1 892	2 296	2 701	3 106	3 510	3 915
Suma		7 610	9 753	11 870	13 988	16 106	18 226	21 518	25 408	28 860	32 056	35 264	38 485	41 720	44 968	48 231	51 515

Źródło: szacunki DM Banku BPS SA

Z analizy wynika, że po dodaniu trzech nowych gier wydanych w formie publishingu i materializacji zakładanej przez Spółkę sprzedaży, łączne przychody na koniec IV kwartału 2025 wyniosą 51,515 mln zł. To oznacza, że kontrybucja tytułów w formie publishingu będzie znacząca i wyniesie 20,881 mln zł kwartalnych przychodów.

Zakładając kurs USD względem PLN na poziomie 4,5 realizacja powyższej strategii oznaczać będzie wygenerowanie przychodów za IV kwartał 2025 na poziomie 51,515 mln zł (przy założeniu realizacji celu w każdym miesiącu IV kwartału 2025 r.). Na wynik ten składają się przychody z:

- Istniejących gier (cele w Filarze I):
 - Real Boxing 2 - 16,972 mln zł (szacunek DM BPS za I kwartał 2022 to 5,403 mln zł)
 - Eroblast – 13,218 mln zł (szacunek DM BPS za I kwartał 2022 to 1,218 mln zł)
 - Gravity Rider – 3,979 mln zł (szacunek DM BPS za I kwartał 2022 to 0,609 mln zł)
 - Pozostałych – 0,381 (konserwatywnie szacujemy utrzymanie sprzedaży na obecnych poziomach)
- Nowych gier wprowadzonych w formie publishingu (cele w Filarze III):
 - Jedna gra o przychodach 13,05 mln zł
 - Dwie gry o przychodach 3,915 mln zł każda

Materializacja strategii oznaczałaby zatem wygenerowanie rocznych przychodów na poziomie 210,6 mln zł (przy założeniu realizacji celu w każdym miesiącu 2025 r.).

Biorąc pod uwagę dotychczasowe wyniki Spółki - największe w historii kwartalne przychody Spółka wypracowała w 2020 r. na poziomie 10,068 mln zł, z kolei największe roczne przychody wyniosły 30,458 mln zł, **proponowaną strategię postrzegamy jako bardzo ambitną i wymagającą zaangażowania znaczących środków przede wszystkim w obszarze UA (User Acquisition).** Co więcej, w prognozie nie uwzględniono gry Knights Fight 2, stanowiącej w 2021 r. 16% przychodów, której sprzedaż została zawieszona z uwagi na brak porozumienia z firmą współpracującą z Białorusi. Stąd prognozując przychody stosujemy podejście ostrożnościowe, zachowując jednocześnie daleko idący sceptycyzm wobec planowanych wartości przedstawianych przez Spółkę w strategii do roku 2025. W naszej prognozie założenia Spółki weryfikujemy w dół.

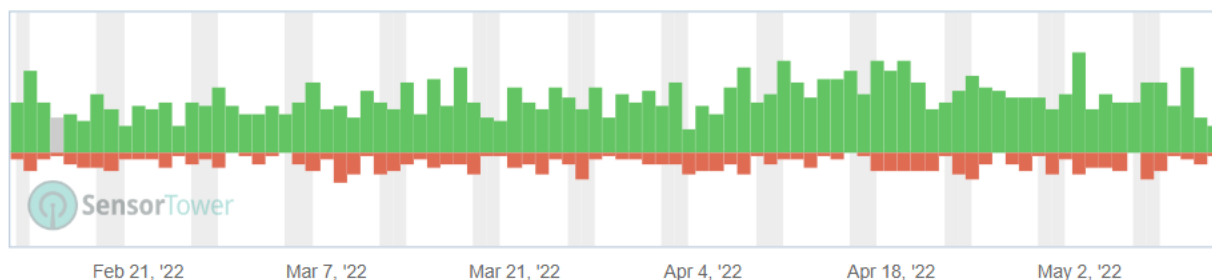
Gra	udział	1Q 2022	2Q2022	3Q 2022	4Q 2022	1Q 2023	2Q2023	3Q 2023	4Q 2023	1Q 2024	2Q2024	3Q 2024	4Q 2024	1Q 2025	2Q2025	3Q 2025	4Q 2025
Real Boxing 2	71%	5 403	5 728	5 888	6 055	6 241	6 403	6 574	6 671	6 704	6 738	6 772	6 806	6 840	6 874	6 908	6 943
Eroblast	16%	1 218	1 815	1 955	1 967	2 092	2 108	2 132	2 146	2 246	2 316	2 354	2 656	2 867	3 078	3 289	3 525
Gravity Rider	8%	609	714	756	769	787	805	848	906	961	1 011	1 057	1 099	1 104	1 065	1 088	1 110
Pozostałe	5%	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381	381
Nowa gra 1 (publishing)	-	-	-	-	-	-	-	27	136	216	297	378	459	540	621	702	783
Nowa gra 2 (publishing)	-	-	-	-	-	-	-	90	270	360	495	630	765	900	1 035	1 170	1 305
Nowa gra 3 (publishing)	-	-	-	-	-	-	-	27	136	216	297	378	459	540	621	702	783
Suma		7 610	8 638	8 979	9 171	9 500	9 695	10 080	10 645	11 085	11 535	11 950	12 625	13 171	13 674	14 241	14 830

Źródło: prognozy DM Banku BPS SA

Nasza prognoza przewiduje, że na koniec IV kwartału 2025 łączne kwartalne przychody wyniosą 14,83 mln zł, z czego sprzedaż istniejących gier wyniesie 11,959 mln zł, a nowych wydanych w formie publishingu 2,871 mln zł.

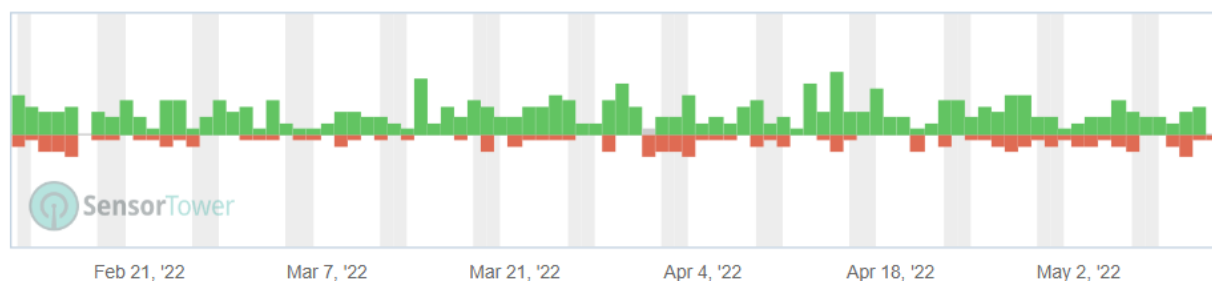
Podobnie jak Spółka **największy potencjał widzimy we flagowym tytule Real Boxing 2 oraz nowowprowadzonej grze Eroblast**. Obie gry mają wysokie recenzje i są rozpoznawalne przez graczy.

Real Boxing 2: Stosunek recenzji pozytywnych do negatywnych (luty-maj 2022)



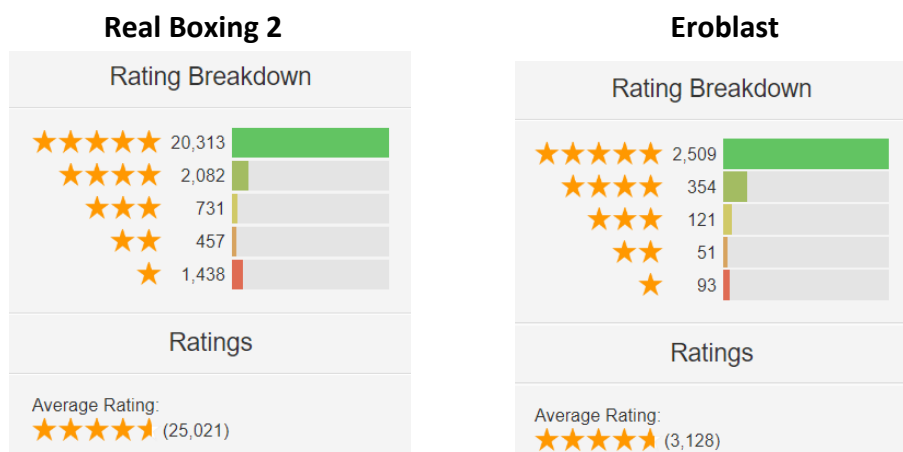
Źródło: SensorTower

Eroblast: Stosunek recenzji pozytywnych do negatywnych (luty-maj 2022)



Źródło: SensorTower

Historyczne oceny użytkowników



Źródła: SensorTower

Prognozujemy, że wciąż silny wkład w końcowy wynik będzie miał Real Boxing, którego jednak udział spadnie do 46,8% (z szacowanego 71% udziału w I kwartale 2022). W przypadku Eroblast zakładamy, że na koniec 2025 r. udział tego tytułu wzrośnie do 23,8% (z szacowanych 16% w I kwartale 2022).

Stworzona przez nas ścieżka rozwoju przychodów Spółki z podziałem na gry (z obecnego portfolio i nowe) ma pomóc w cyklicznym monitorowaniu wyników sprzedażowych w odniesieniu do zaktualizowanej strategii na lata 2022-2025. Stopień realizacji strategii będzie stanowił istotny czynnik kształtujący wartość Vivid Games.

Koszty

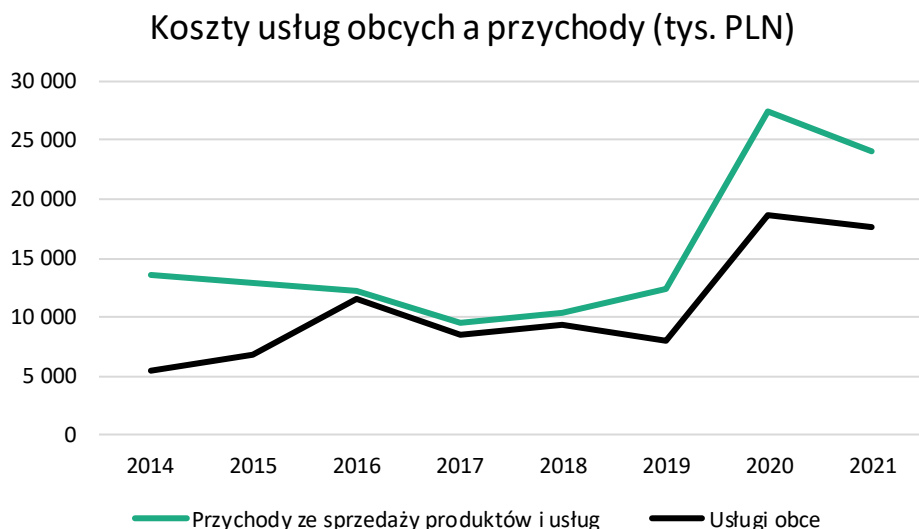
Trzy najbardziej istotne pozycje kosztowe w Spółce stanowią: **amortyzacja, usługi obce** oraz **wynagrodzenia** i to od nich w głównej mierze zależy rentowność Spółki.

Wartość **amortyzacji** kształtowana jest przede wszystkim przez stopień deprecjacji prowadzonych i zakończonych prac rozwojowych wchodzących w skład wartości niematerialnych i prawnych (WNiP). Wysoka wartość WNiP może potencjalnie oznaczać wysokie odpisy amortyzacyjne. W 2021 r. Spółka dokonała opisów na rekordową kwotę 12,658 mln zł (pozostałe koszty operacyjne w RZiS), wskazując jednocześnie (RB 5/2022), że tak wysoki odpis spowoduje spadek amortyzacji w 2022 r. o 2 mln zł. Stąd w naszych prognozach na 2022 r. zakładamy amortyzację na poziomie 3,386 mln zł. W latach następnych przewidujemy wzrost amortyzacji do 4,816 mln zł.

Oprócz amortyzacji przewidujemy także kwartalne odpisy z tytułu utraty wartości prac badawczo-rozwojowych w toku i zakończonych księgowanych jako **pozostałe koszty operacyjne**. Spodziewamy się odpisów głównie na zakończenie danego roku obrotowego, czyli w IV kwartałach prognozowanych lat. Nie zakładamy jednak ich poziomu porównywalnego z ostatnim odpisem z grudnia 2021.

Drugi 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.



Źródło: DM Banku BPS SA

W przypadku Vivid Games widać wysoką zależność między kosztami usług obcych (głównie związanymi z kosztami pozyskiwania użytkowników) a wartością przychodów. **Współczynnik korelacji w latach 2014-2021 utrzymuje się na wysokim poziomie i wyniósł 0,87**, co oznacza silną dodatnią zależność.

Stąd na potrzeby prognozy **zakładamy kształtowanie się kosztów usług obcych na podstawie historycznych udziałów w przychodach**. Jednocześnie, zauważamy, że w 2021 r. Spółka rozwinęła zespół Big Data, co oznacza, że część zadań będzie realizowana wewnątrz, a tym samym zmniejszy się zależność od usług zewnętrznych agencji. Zmniejszenie zależności kwantyfikujemy w postaci cokwartalnego spadku udziału usług obcych w przychodach. Finalnie prognozujemy spadek o 3,8 pp. do końca IV kwartału 2026.

Zatrudnienie w 2021 r. nowego zespołu projektowego to oprócz korzyści operacyjnych także wyższe koszty zatrudnienia, co widoczne już było w 2021 r. w kwartalnych wzrostach wynagrodzeń. Jednocześnie rosnąca inflacja w gospodarce krajowej i na świecie powoduje zwiększoną presję na ich wzrost. Mimo, że część zatrudnionych pracuje całkowicie online prognozujemy systematyczny, kwartalny **wzrost kosztów zatrudnienia** oparty o prognozowaną wg MFV wartość inflacji (plus 3,5 pp.). Wzrost wynagrodzeń wynika także z ilościowego zwiększenia zatrudnienia i postrzegamy go jako warunek konieczny do realizacji zakładanej strategii rozwoju Spółki.

W perspektywie dwóch najbliższych lat 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 wartości niematerialne i prawne, które stanowiły ponad 63% sumy bilansowej na koniec 2021 r. Gdyby wystąpiła konieczność dokonania odpisów z uwagi na trwałą utratę ich wartości miałyby to istotne znaczenie dla skonsolidowanego wyniku finansowego. Zagadnienie to jest kluczowe również ze względu na element subiektywnego osądu kierownictwa jednostki dominującej zarówno, co do konieczności jego przeprowadzenia, jak i co do przyjętych założeń będący podstawą takiej decyzji.

Ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej

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

Ryzyko konkurencji

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

Ryzyko walutowe

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

Ryzyko związane z personelem

Dla Vivid Games S.A. istotne znaczenie mają kompetencje oraz doświadczenie kluczowych pracowników, w szczególności *game designer'ów* oraz osób stanowiących kadrę zarządzającą. W przypadku odejścia lub częstej rotacji kluczowych pracowników istnieje ryzyko pogorszenia się jakości procesu produkcji oraz wzrostu kosztów prowadzonej działalności.

Ryzyko opóźnień produkcji gier

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

Ryzyko kanibalizacji produktów

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

Ryzyko niepowodzenia kolejnych gier

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

Ryzyko zmiany *featuring'u*

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

Ryzyko nie osiągnięcia przez gry Spółki sukcesu rynkowego

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

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

Historycznie Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje z organami krajowymi odpowiedzialnymi za egzekwowanie prawa i z największymi firmami technologicznymi z branży gier. W celu zapobiegania problemom konsumentów z grami w modelu *free-to-play*. W związku z powyższym Komisja Europejska podjęła działania mające na celu doprowadzenie do tego, aby gry *free-to-play* nie były nazywane darmowymi grami. W wyniku współpracy z Komisją Europejską, Google Play zabroniło twórcom aplikacji opartych na mikropłatnościach nazywania ich darmowymi,

nakazując umieszczanie informacji „zakupy w aplikacji”. Następnie podobną politykę wprowadził App Store. Ochrona prawna konsumentów podjęta przez Komisję Europejską może negatywnie wpływać na działalność w branży gier w szczególności w odniesieniu do modelu free-to-play i w konsekwencji niekorzystnie przekładać się na działalność Grupy i jej wyniki finansowe.

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

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

Wycena

Do wyceny Vivid Games wykorzystaliśmy dwie metody: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) oraz metodę porównawczą na podstawie wskaźników: P/E, P/BV i EV/EBITDA dla polskich i zagranicznych spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. **Cena docelowa na koniec 2022 oszacowana została na 1,25 za akcję.**

(PLN)	Waga	Cena
Wycena DCF	0,5	1,45
Wycena Porównawcza	0,5	0,88
Cena wynikowa na dzień 13.05		1,17
Cena docelowa na koniec 2022		1,25

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		
	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P	2022	2023P	2024P
PLAYWAY SA	12,8	10,6	10,4	3,7	3,4	3,4	8,7	7,3	7,2
HUGE GAMES SA	9,6	9,2	7,3	1,5	1,2	1,2	3,0	2,8	2,5
BOOMBIT SA	10,0	7,9	7,1	2,0	1,6	1,3	3,6	2,8	2,6
ROVIO ENTERTAINMENT OY	20,1	16,9	15,2	3,0	2,7	2,3	9,7	8,7	8,4
NEXT GAMES OY	-	-	-	4,5	5,0	-	40,7	13,3	12,3
Średnia	13,1	11,1	10,0	2,9	2,8	2,1	13,1	7,0	6,6
Mediana	11,4	9,9	8,9	3,0	2,7	1,8	8,7	7,3	7,2
Vivid Games	64,8	32,1	14,5	5,2	4,5	3,4	-2,8	6,3	5,3
Implikowana wycena (tys. PLN)	7 608	13 042	25 902	24 680	30 270	31 361	61 602	28 909	32 550
Wycena 1 akcji (PLN)	0,88								

Źródło: Bloomberg, DM Banku BPS SA, P - prognozy

Wycena DCF

Do wyceny DCF przyjęto następujące założenia:

- Stopa wolna od ryzyka szacowana na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych. W pierwszym roku prognozy: 6,96%, w latach 2023-2024 wzrost o 0,5 pp., następnie proporcjonalny spadek
- Koszt długu szacowany na podstawie oprocentowania wyemitowanych przez Spółkę obligacji: WIBOR6M + 6%
- Współczynnik beta stały w całym okresie i równy: 0,59 (obliczony na podstawie historycznych stóp zwrotu akcji Spółki i indeksu WIG – do obliczeń wykorzystano dzienne szeregi czasowe w okresie wrzesień 2016- kwiecień 2022)
- Premia za ryzyko stała w całym okresie i równa: 5,08% (Damodaran)
- Nominalna stopa wzrostu po okresie szczegółowej prognozy: 0,5%
- Brak wypłaty dywidendy
- Przyszłe przepływy pieniężne dyskontowane na dzień wyceny
- Dług netto szacowany na dzień wyceny

WYCENA DCF (tys. PLN)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
Przychody	25 689	35 479	41 234	48 791	57 857	62 405	62 717
EBITDA	-14 570	4 085	5 418	7 024	9 076	9 553	5 697
EBIT	-14 570	1 199	1 505	3 111	5 164	5 641	5 669
CIT	-0,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
NOPLAT	0	971	1 219	2 520	4 183	4 569	4 592
Amortyzacja		2 886	3 913	3 913	3 913	3 913	3 913
CAPEX		-2 104	-1 913	-1 955	-1 937	-1 940	-1 940
Inwestycje w kapitał obrotowy		352	240	321	358	63	63
FCFF		1 401	2 979	4 157	5 800	6 479	6 479
WACC		12,4%	12,8%	12,4%	11,1%	9,6%	9,6%
DCFF		1 247	2 343	2 927	3 804	4 099	
Suma DCF		14 420,0					
Wartość rezydualna (TV)		71 286,5					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV TV)		41 154,6					
Udział zdyskontowanej TV w EV		74,1%					
Wartość brutto przedsiębiorstwa (EV)		55 574,6					
Środki pieniężne na 13.05.2022		4 420,0					
Wartość zadłużenia odsetkowego na 13.05.2022		13 063,3					
Dług netto na 13.05.2022		8 643,3					
Wartość kapitału dla akcjonariuszy		46 931,2					
Liczba akcji (tys.)		32 285					
Cena 1 akcji (PLN)		1,45					
Przychody zmiana r/r		38,1%	16,2%	18,3%	18,6%	7,9%	
EBIT zmiana r/r		-108,2%	25,5%	106,7%	66,0%	9,2%	
FCF zmiana r/r			112,6%	39,5%	39,5%	11,7%	
Marża EBITDA		11,5%	13,1%	14,4%	15,7%	15,3%	
Marża EBIT		3,4%	3,6%	6,4%	8,9%	9,0%	
Marża NOPLAT		2,7%	3,0%	5,2%	7,2%	7,3%	
CAPEX/Przychody		5,9%	4,6%	4,0%	3,3%	3,1%	
CAPEX/Amortyzacja		72,9%	48,9%	50,0%	49,5%	49,6%	

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	7,6%	1,74	1,77	1,79	1,81	1,83	1,86	1,88
	8,1%	1,65	1,66	1,68	1,70	1,72	1,74	1,77
	8,6%	1,56	1,57	1,59	1,61	1,63	1,65	1,66
	9,1%	1,48	1,50	1,51	1,53	1,54	1,56	1,57
	9,6%	1,41	1,42	1,44	1,45	1,47	1,48	1,50
	10,1%	1,35	1,36	1,37	1,39	1,40	1,41	1,42
	10,6%	1,29	1,30	1,31	1,33	1,34	1,35	1,36
	11,1%	1,24	1,25	1,26	1,27	1,28	1,29	1,30
	11,6%	1,20	1,20	1,21	1,22	1,23	1,24	1,25

Źródło: DM Banku BPS SA

Kalkulacja WACC

Kalkulacja WACC	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	TV
WIBOR6M	6,62%	7,12%	7,12%	6,62%	6,12%	6,12%
Premia kredytowa	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Koszt kapitału obcego	12,62%	13,12%	13,12%	12,62%	12,12%	12,12%
1-CIT (realny)	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Efektywny koszt kapitału obcego	10,2%	10,6%	10,6%	10,2%	9,8%	9,8%
Stopa wolna od ryzyka (rentowność 10-letnich obligacji SP)	6,96%	7,46%	7,46%	6,96%	6,46%	6,46%
Beta (oszacowana względem WIG)	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59	0,59
Zalewarowana beta	1,76	1,70	1,34	0,89	0,61	0,61
Premia za ryzyko rynkowe (Damodaran)	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%
Koszt kapitału własnego	15,9%	16,1%	14,3%	11,5%	9,6%	9,6%
Kapitał własny (tys. PLN)	7 204	8 374	10 960	15 209	19 844	19 844
Zobowiązania oprocentowane (tys. PLN)	11 811	13 091	11 544	6 449	554	554
Razem	19 015	21 465	22 504	21 658	20 398	20 398
Udział Ke	0,38	0,39	0,49	0,70	0,97	0,97
Udział Kd	0,62	0,61	0,51	0,30	0,03	0,03
WACC	12,4%	12,8%	12,4%	11,1%	9,6%	9,6%

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

Aktualizacja prognoz finansowych

Prognoza rachunku zysków i strat

RACHUNEK WYNIKÓW (tys. PLN)	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody ze sprzedaży	19 698	30 458	25 689	35 479	41 234	48 791	57 857	62 405
Przychody ze sprzedaży produktów i usług	12 336	27 403	24 117	34 398	39 921	47 195	55 916	60 046
Pozostałe przychody z działalności podstawowej	7 362	3 055	1 572	1 081	1 314	1 597	1 941	2 359
Koszty działalności operacyjnej	-18 598	-27 851	-29 056	-35 386	-40 109	-46 060	-53 073	-57 143
amortyzacja (koszt)	-4 861	-4 396	-6 013	-3 864	-3 913	-3 913	-3 913	-3 913
zużycie materiałów i energii	-87	-104	-96	-113	-132	-156	-185	-199
usługi obce	-7 917	-18 566	-17 594	-24 546	-28 200	-32 978	-38 643	-41 186
podatki i opłaty	-6	-10	-6	-6	-7	-8	-10	-11
wynagrodzenia	-5 600	-4 731	-5 273	-6 782	-7 783	-8 931	-10 249	-11 761
ubezpieczenia społeczne i inne				0	0	0	0	0
pozostałe koszty rodzajowe	-126	-44	-74	-74	-74	-74	-74	-74
wartość sprzedanych towarów i materiałów				0	0	0	0	0
Zysk/strata ze sprzedaży	1 100	2 607	-3 367	93	1 126	2 732	4 784	5 262
Pozostałe przychody operacyjne	697	1 083	1 455	1 443	716	716	716	716
Pozostałe koszty operacyjne	-37	-697	-12 658	-337	-337	-337	-337	-337
Wynik na aktywach niefinansowych				0	0	0	0	0
Zysk/strata z działalności operacyjnej	1 760	2 993	-14 570	1 199	1 505	3 111	5 164	5 641
Przychody finansowe	7	93	34	81	81	81	81	81
Koszty finansowe	-1 141	-923	-454	-564	-141	0	0	0
Udział w wyniku jednostek stowarzyszonych i wspólnych przedsięwzięć								
Zysk/strata brutto	626	2 164	-14 990	716	1 445	3 192	5 245	5 722
Podatek dochodowy	-195	-69	133	-136	-275	-607	-997	-1 087
Podatek dochodowy (%)	31,1%	3,2%	0,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Zysk/strata netto udziałowców jednostki dominującej	431	2 094	-14 857	580	1 171	2 586	4 249	4 635

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

Prognoza bilansu

BILANS (tys. pln)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
AKTYWA	34 686	39 337	43 454	23 567	26 071	27 911	32 844	39 124
Aktywa trwałe	31 203	33 178	32 133	15 878	16 515	17 179	17 869	18 587
Rzeczowe aktywa trwałe	265	575	699	683	711	740	770	801
Wartości niematerialne i prawne	30 524	32 278	31 291	15 015	15 624	16 259	16 919	17 606
Inwestycje w jednostki powiązane	97	5	-	-	-	-	-	-
Długoterminowe pożyczki i należności	62	62	-	-	-	-	-	-
Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	255	258	143	180	180	180	180	180
Aktywa obrotowe	3 483	5 238	11 321	7 689	9 555	10 733	14 975	20 537
Zapasy	-	-	-	-	-	-	-	-
Należności handlowe	902	2 278	2 266	3 088	2 571	2 989	3 547	4 172
Pożyczki i pozostałe należności	272	112	629	1 063	1 102	1 281	1 521	1 788
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	1 813	2 640	7 991	3 053	5 397	5 977	9 422	14 091
Rozliczenia międzyokresowe	495	208	434	485	485	485	485	485
PASYWA	34 686	39 337	43 454	23 567	26 071	27 911	32 844	39 124
Kapitał własny udziałowców podmiotu dominującego	15 693	16 395	21 480	6 623	7 204	8 374	10 960	15 209
Kapitał podstawowy	2 974	2 974	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229	3 229
Akcje/udziały własne	-	10	11	12	12	12	12	12
Kapitał zapasowy	20 432	10 885	16 216	18 263	3 893	4 853	7 074	10 901
Zyski zatrzymane / niepokryte straty	-	7 704	2 547	14 856	94	304	670	1 091
Zobowiązania długoterminowe	15 258	9 681	12 788	7 635	5 168	5 168	5 168	5 168
Długoterminowe kredyty i pożyczki	10 299	2 030	6 038	2 468	-	-	-	-
Długoterminowe zobowiązania z tytułu leasingu	-	251	369	224	224	224	224	224
Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1	199	153	56	56	56	56	56
Długoterminowe rezerwy	328	-	-	-	-	-	-	-
Pozostałe zobowiązania długoterminowe	4 629	7 201	6 229	4 887	4 887	4 887	4 887	4 887
Zobowiązania krótkoterminowe	3 736	13 261	9 186	9 309	13 699	14 369	16 716	18 747
Zobowiązania finansowe (kredyty i pożyczki)	1 191	10 570	4 855	3 584	156	-	-	-
Zobowiązania z tytułu leasingu	321	240	282	174	174	174	174	174
Zobowiązania handlowe	964	1 299	2 311	3 027	2 198	2 555	3 032	3 566
Świadczenia pracownicze	-	-	11	-	-	-	-	-
Zobowiązania z tytułu bieżącego podatku	221	-	-	-	-	-	-	-
Rezerwy	392	610	218	935	935	935	935	935
Pozostałe zobowiązania	647	543	1 509	1 589	1 589	1 589	1 589	1 589

Źródło: DM Banku BPS SA

Prognoza rachunku przepływów pieniężnych

RACHUNEK PRZEPŁYWÓW (tys. pln)	2022P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy operacyjne	2 038	8 307	4 547	5 333	6 540	7 351
Wynik finansowy	-14 856	580	1 171	2 586	4 249	4 635
Amortyzacja (przepływy operacyjne)	6 014	2 886	3 913	3 913	3 913	3 913
Różnice kursowe z działalności operacyjnej	0	0	0	0	0	0
Odsetki i dywidendy z działalności operacyjnej	840	0	0	0	0	0
Wynik na działalności inwestycyjnej	0	0	0	0	0	0
Podatek dochodowy zapłacony	0	-82	-275	-607	-997	-1 087
	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu rezerw	585	0	0	0	0	0
Zmiana stanu zapasów	0	0	0	0	0	0
Zmiana stanu należności	-1 259	517	-418	-559	-624	-110
Zmiana stanu zobowiązań	-1 190	3 428	156	0	0	0
Zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych	-51	0	0	0	0	0
Pozostałe przepływy operacyjne	11 956	0	0	0	0	0
Przepływy inwestycyjne	-1 675	-2 031	-1 845	-1 889	-1 871	-1 874
Przepływy finansowe	-5 303	-3 930	-2 121	0	0	0
Przepływy pieniężne netto	-4 940	2 346	581	3 444	4 669	5 477
Środki pieniężne na koniec okresu	3 053	5 397	5 977	9 422	14 091	19 568

Źródło: DM Banku BPS SA, P - prognozy

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.

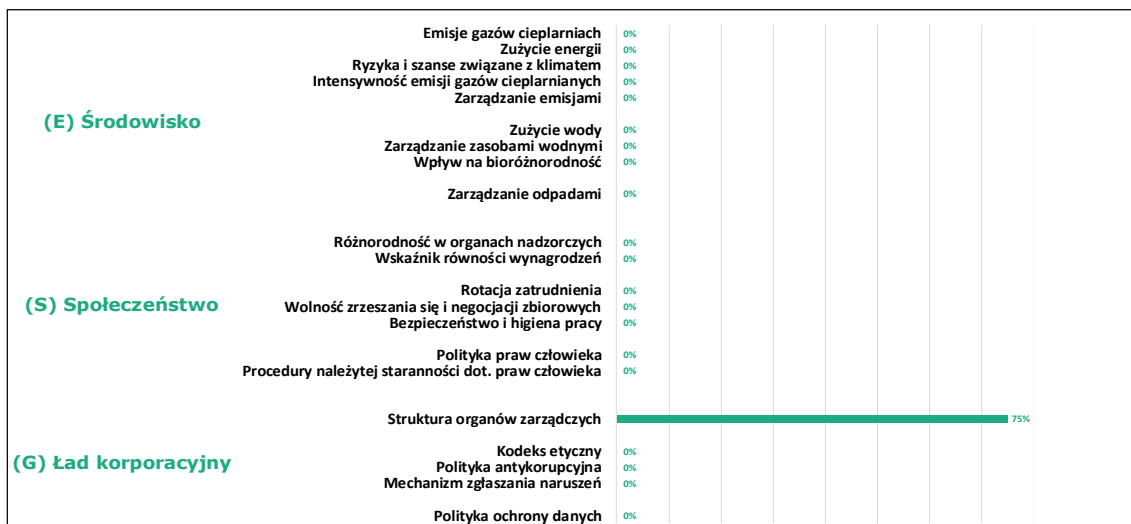
Vivid Games nie sporządza dedykowanych raportów poświęconych informacjom niefinansowym (w tym ESG), stąd informacji o działaniach społecznie odpowiedzialnych poszukujemy w raportach rocznych, sprawozdaniach Zarządu z działalności oraz na stronach internetowych Spółki. Raportowanie w obszarze ESG dokonywane 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	E
------------------	----------

L. PUNKTÓW	1,04
------------	-------------

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



DM BPS ESG SCORE	Przedział punktowy
A	19-21
B	14-18
C	9-13
D	4-8
E	0-3

Źródło: opracowanie DM BPS

ZRÓDŁA DANYCH
Sprawozdanie Zarządu z Działalności
Raport roczny
strony internetowe Spółki

METODOLOGIA
Badanie DM BPS w zakresie ESG ma na celu przejrzysty i obiektywny pomiar raportowania przez spółki w obszarze działań społecznie odpowiedzialnych (ESG) na podstawie 21 kategorii. Szczegółowy opis zastosowanej metodologii znajduje się w dokumencie: „Ocena raportowania korporacyjnego w zakresie ESG” dostępnym na stronie: www.dmbps.pl/wsparcieanalizyczne

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

Wykaz stosowanych skrótów

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

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

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

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

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

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

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

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

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

GPW – Giełda Papierów Wartościowych.

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

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

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

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

RB – raport bieżący.

RN – rada nadzorcza.

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

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

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

Informacje i zastrzeżenia prawne

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

Zakończenie prac nad niniejszym opracowaniem nastąpiło: 13 maja 2022 roku, 8:15

Pierwsze udostępnienie opracowania: 13 maja 2021 roku, 8:30

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Wykaz rekomendacji wydanych w ciągu ostatnich 12 miesięcy.

Spółka	Zalecenie	Cena docelowa	Cena przy wydaniu	Typ rekomendacji	Data wydania	Sporządził
PROCHEM	nd	31,00	24,80	Raport Aktualizujący	2021-05-17	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,59	1,61	Raport Aktualizujący	2021-05-19	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
ML SYSTEM	TRZYMAJ	126,00	118,00	Raport Inicjujący	2021-06-30	Tomasz Czarniecki, Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,98	Raport Inicjujący	2021-09-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
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 Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,60	Raport Inicjujący	2021-09-07	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,00	Raport Inicjujący	2021-10-06	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,80	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,90	Analiza wyników	2021-10-01	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,40	Analiza wyników	2021-10-08	Artur Wizner, Tomasz Czarniecki
VIVID GAMES	nd	1,23	1,39	Raport Aktualizujący	2021-10-18	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROCHEM	nd	31,00	25,40	Analiza wyników	2021-11-17	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,37	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,04	Prognoza finansowa	2021-11-24	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
UNIBEP	nd	14,00	10,35	Raport Aktualizujący	2021-11-24	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,23	1,34	Analiza wyników	2021-12-02	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
NTT SYSTEM	nd	8,30	5,16	Analiza wyników	2021-12-03	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
MONNARI TRADE	nd	5,30	2,57	Analiza wyników	2021-12-10	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki
PROTEKTOR	nd	4,60	3,17	Raport Aktualizujący	2021-12-10	Artur Wizner
INTERFERIE	SPRZEDAJ	6,73	7,50	Raport Inicjujący	2021-12-30	Łukasz Bryl
JSW	KUPUJ	45,00	34,87	Raport Aktualizujący	2021-12-30	Artur Wizner
JSW	KUPUJ	46,40	35,40	Raport Aktualizujący	2022-01-04	Artur Wizner
SNIEZKA	TRZYMAJ	84,00	79,80	Raport Aktualizujący	2022-03-24	Artur Wizner
UNIBEP	nd	11,00	9,00	Raport Aktualizujący	2022-04-21	Artur Wizner
NTT SYSTEM	nd	7,94	5,00	Raport Aktualizujący	2022-05-04	Tomasz Czarniecki, Łukasz Bryl
PROCHEM	nd	37,00	32,80	Raport Aktualizujący	2022-05-10	Artur Wizner
VIVID GAMES	nd	1,25	1,17	Raport Aktualizujący	2022-05-13	Łukasz Bryl, Tomasz Czarniecki

Dom Maklerski Banku BPS S.A. ul. Grzybowska 81, 00-844 Warszawa, tel.: +48 22 53 95 555, fax.: +48 22 53 95 556 www.dmbps.pl dm@dmbps.pl	
Departament Analiz	
Tomasz Czarnecki, MPW Dyrektor Departamentu Analiz tomasz.czarnecki@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 542 Artur Wizner, MPW Analityk artur.wizner@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 548 Łukasz Bryl lukasz.bryl@dmbps.pl Tel.: 785 500 874	Jacek Borawski Analityk techniczny
Departament Sprzedaży	
Dariusz Stasiak, MPW Dyrektor Departamentu Sprzedaży dariusz.stasiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 541	Krzysztof Jeż, MPW krzysztof.jez@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 559 Lech Kucharski, MPW lech.kucharski@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 522 Marcin Jakubiak, MPW marcin.jakubiak@dmbps.pl tel.: (22) 53 95 560 Tomasz Kublik, MPW tomasz.kublik@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 511 Tomasz Wojna tomasz.wojna@dmbps.pl tel.: + 48 (22) 53 95 541
	<small>WYKAZ STOSOWANYCH SKRÓTÓW: DI – licencjonowany Doradca Inwestycyjny, MPW – licencjonowany Makler Papierów Wartościowych</small>