

4/2015/SR (86) 17 czerwca, 2015

Analyst: Tomasz Rodak, CFA

Vivid Games

Sektor: Gry video
 Cena akcji: 4,76 PLN
 12M min-max: 2,25-6,15 PLN
 Kapitalizacja rynkowa: 121,8 mln PLN
 Bloomberg code: VVD PW
 Średni dzienny obrót: 0,15 mln PLN
 Udział akcji w wolnym obrocie: 21,5%

Profil spółki

Vivid Games jest deweloperem gier notowanym na New Connect, specjalizującym się w segmencie gier *Free2Play* na urządzenia mobilne (*F2P*; gra dystrybuowana jest bezpłatnie, a monetyzacja odbywa się na zasadzie zakupu mikropłatności za dodatkowe funkcjonalności). Gry mobilne to najprężniej rozwijający się segment w branży gier z oczekiwaną (przez Newzoo) roczną dynamiką wzrostu (CAGR) na poziomie 19.1% w latach 2012-2017 (wobec 8.1% dla całego rynku gier). Vivid Games daje unikalną ekspozycję na segment *F2P* (który generuje około 90% przychodów z gier mobilnych), nieoferowaną przez żadną inną spółkę notowaną na polskim parkiecie. Spółka osiągnęła finansowy sukces dzięki swojej topowej produkcji *Real Boxing*, udowadniając wysokie kompetencje w branży. Gra *Real Boxing* osiągnęła ponad 22 mln pobrań i gwarantuje Spółce stabilnie rosnące przychody i zyski. Stabilność przychodów odróżnia *F2P* od segmentu premium, w przypadku którego deweloper osiąga wysokie wyniki w kwartale debiutu gry i mocno zniżkujące w kolejnych okresach. Dla odmiany, cykl życia gry *F2P* jest praktycznie nieograniczony. Ze względu na niższe wymagania techniczne produkcja gier mobilnych charakteryzuje się niższymi barierami wejścia i, tym samym, wyższą konkurencją.

Źródła przychodów

Głównym źródłem przychodów deweloperów działających w modelu *F2P* są przychody z mikropłatności (*IAP*; in-app purchase) oraz przychody z reklam (*Ads*). Przychody z mikropłatności to środki generowane ze sprzedaży dodatkowych funkcji/postaci/umiejętności/ulepszeń/przedmiotów możliwych do zakupienia z poziomu interfejsu gry. Przedmioty te często poprawiają stronę wizualną gry (dodatkowe stroje, wygląd bohaterów) lub też przyspieszają/utleniają rozgrywkę. Przychody z reklam generowane są przez reklamy wyświetlane podczas rozgrywki – często są to reklamy innych gier, dzięki którym zleceniodawcy starają się zdobyć użytkowników. Vivid Games osiąga nadal nieznaczne przychody z licencji, czyli sprzedaży gier w modelu premium (głównie na platformy PC oraz PS Vita). Niemniej będą one stopniowo wygaszane, a w związku ze zmianą modelu biznesowego, wszystkie przyszłe produkcje będą wykonywane jedynie w modelu *F2P*.

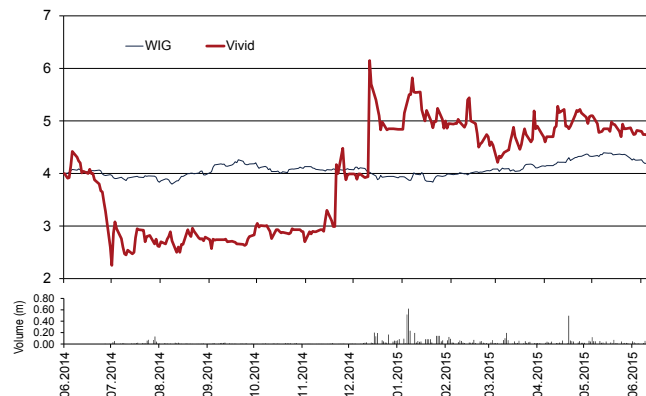
Aktualnie, Vivid Games generuje przychody głównie z gry *Real Boxing*, która trafiła do ponad 22 mln graczy na całym świecie. Druga gra - *Godfire: Rise of Prometheus*, pomimo równie dobrych recenzji (oceny ponad 4/5 na Google Play oraz Apple App Store) zdobyła niecały 1 milion użytkowników i dotychczas nie osiągnęła sukcesu komercyjnego. Niemniej, generowane przez nią przychody pokryły już koszty wytworzenia.

Podstawowe dane

MSSF		2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Przychody	mln PLN	2.4	5.1	8.1	14.9	24.1	39.4
EBITDA	mln PLN	0.6	0.8	1.2	3.9	10.8	22.9
EBIT	mln PLN	0.4	0.7	1.0	3.3	10.2	22.3
Zysk netto	mln PLN	0.2	0.4	0.7	2.6	8.3	18.1
EPS	PLN	0.01	0.02	0.03	0.10	0.30	0.65
EPS zmiana r/r	%		91%	65%	266%	191%	117%
Dług netto	mln PLN	-0.1	-0.2	0.4	-0.4	-	-
P/E	x	525.3	274.7	166.2	45.5	15.6	7.2
P/CE	x	277.2	198.2	119.5	37.7	-	-
EV/EBITDA	x	206.5	144.0	97.3	31.0	-	-
EV/EBIT	x	318.8	180.6	126.0	36.1	-	-
Stopa dywidendy	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DPS	PLN	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Liczba akcji (k.o.)	mln	25.6	25.6	25.6	25.6	27.6	27.6

Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

Kurs akcji i obroty



Źródło: Bloomberg

Harmonogram oferty publicznej

Budowa księgi popytu	od 24 do 25 VI
Ustalenie ceny emisyjnej	do 25 VI
Zapisy	od 26 VI do 2 VII
Przydział akcji serii D	3 VII

Źródło: Spółka

Najbliższe wydarzenia

1. Oferta Publiczna akcji serii D: czerwiec/lipiec 2015
2. Publikacja raportu za II kwartał 2015: 12 sierpnia 2015
3. Planowana data wydania *Real Boxing 2*: II poł. 2015
4. Przeniesienie notowań na rynek główny GPW: II poł. 2015
5. Publikacja raportu za III kwartał 2015: 12 listopada 2015
6. Publikacja raportu za IV kwartał 2015: 11 lutego 2016
7. Planowana data wydania *Street Fighting*: I poł. 2016
8. Uroczonienie platformy mobilnego e-sportu: 2016
9. Planowana data wydania *Real Casino*: II poł. 2016

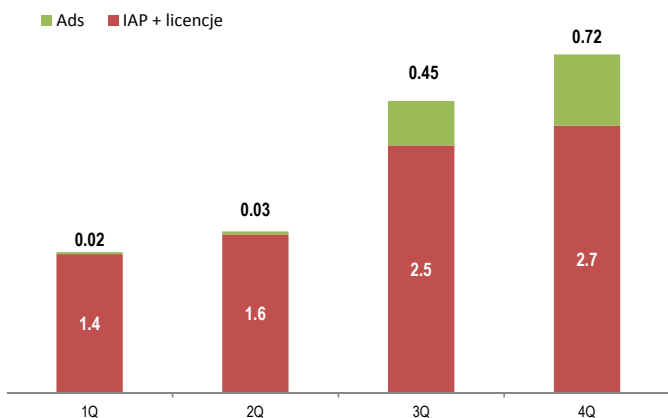
Katalizatory

1. Poprawa monetyzacji w modelu *F2P*
2. Prognozy mocnej poprawy wyników
3. Napływ informacji związanych z debiutem *Real Boxing 2*
4. Duże prawdopodobieństwo powtórzenia sukcesu *Real Boxing* przez *Real Boxing 2*
5. Rozpoczęcie działalności wydawniczej
6. Uroczonienie platformy e-sport
7. Przeniesienie notowań na rynek główny GPW
8. Dobry sentyment do deweloperów gier i perspektywy dla rynku *F2P*

Czynniki ryzyka

1. Brak oczekiwanego wzrostu monetyzacji
2. Potencjalna podaż akcji przez GPW
3. Ryzyko opóźnienia debiutów poszczególnych gier
4. Wysoka konkurencja w segmencie *F2P*
5. Niedojście do skutku emisji akcji serii D
6. Ryzyko niewielkich odpisów na zapasach

Fig. 1 Podział przychodów z Real Boxing w 2014 r. (mln PLN)



Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

W 2014 r. ponad 70% przychodów Vivid Games wygenerowane zostało przez grę *Real Boxing*, z tego niemal 90% przypadało na mikropłatności i licencje (Fig. 1-2)

Strategia rozwoju

W najbliższych latach Vivid Games chce się koncentrować na produkcji mobilnych gier w modelu *Free2Play* opartych na współzawodnictwie. Spółka planuje wydawać dwa własne tytuły rocznie, a także rozpocząć wydawanie gier wyprodukowanych przez innych deweloperów (Vivid już w tym momencie rozpatruje propozycje współpracy). Według ogólnie przyjętych praktyk, Spółka mogłaby otrzymywać około 30-60% przychodów generowanych przez daną grę. Vivid Games planuje wydawać rocznie od 2 do 4 gier deweloperów zewnętrznych. Gdyby Spółka spełniła założenia zawarte w swojej strategii, do roku 2020 baza gier rozrosłaby się do ponad 20.

Wydawane gry zintegrowane będą w ramach platformy mobilnego e-sportu, która połączy docelowo dziesiątki milionów graczy z segmentu mid-core zainteresowanych podobnymi, nastawionymi na rywalizację grami. Wdrożenie platformy planowane jest na 2016 rok. Będzie ona oferować wiele funkcjonalności, które angażować będą graczy nie tylko w obrębie jednej gry, ale również w całym ekosystemie (np. połączone rankingi, a także wspólny system płatności). Wpływie to korzystnie na poprawę monetyzacji oraz dodatkowo cross-promocję tytułów, a co za tym, idzie obniżenie kosztów związanych z pozyskaniem użytkowników. Vivid Games nie wyklucza również działalności akwizycyjnej.

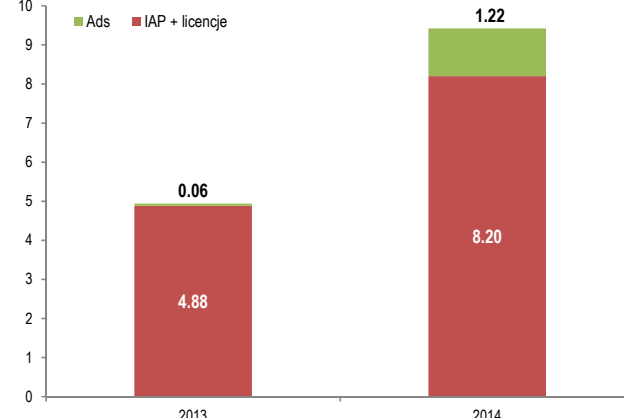
Plany wydawnicze

Vivid Games specjalizuje się w produkcji gier F2P. Najbliższe plany zakładają wydanie trzech nowych gier w następujących terminach:

- ▲ *Real Boxing 2* – w II poł. 2015 r. (zakładamy październik-listopad, 2015 r.)
- ▲ *Street Fighting* – w I poł. 2016 (zakładamy maj-czerwiec, 2016 r.)
- ▲ *Real Casino* – w II poł. 2016 r. (zakładamy październik-listopad 2016 r.).

Dodatkowo Spółka chce wydawać rocznie 2 - 4 gry deweloperów zewnętrznych.

Fig. 2 Podział przychodów z Real Boxing w latach 2013-2014 r. (mln PLN)



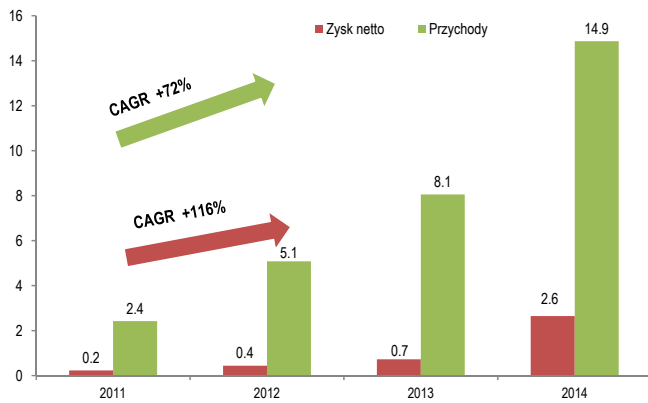
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ

Real Boxing 2 - krok milowy dla Spółki?

Real Boxing 2 będzie pierwszą grą Spółki zaprojektowaną ściśle dla segmentu *Free2Play*. Dotychczasowe gry Vivid Games powstawały pierwotnie jako produkcje płatne (model premium) i były jedynie dostosowywane do modelu *F2P*. W efekcie charakteryzowały się typową dla gier typu premium konstrukcją, która utrudniała monetyzację poprzez mikropłatności. Tym samym produkcje Spółki charakteryzowały się dotychczas dużo niższym tempem monetyzacji niż gry konkurencji przy podobnej bazie klientów. Przy okazji produkcji *Real Boxing 2*, Vivid Games wdraża własny system *CDN* (*Content Delivery Network*), który pozwoli na stałą analizę bazy klienckiej w celu ukierunkowanego dostarczania treści w podziale na grupy klientów (np. liczbę i wartość dokonanych zakupów, stopień zaawansowania w grze, itp.). Dodatkowo, Spółka będzie w stanie obniżyć rozmiar pliku instalacyjnego, co powinno wpłynąć pozytywnie na liczbę pobrań. Wdrażany system jest zbliżony do tych stosowanych przez innych światowych producentów gier *F2P* i powinien przyczynić się do wzrostu tempa monetyzacji. *Real Boxing 2* posiadać będzie znacznie szersze możliwości rozgrywki, większy wachlarz produktów do kupienia, a także autorski system multiplatformowej rozgrywki, dzięki któremu użytkownicy systemu Android oraz iOS będą mogli współzawodniczyć między sobą.

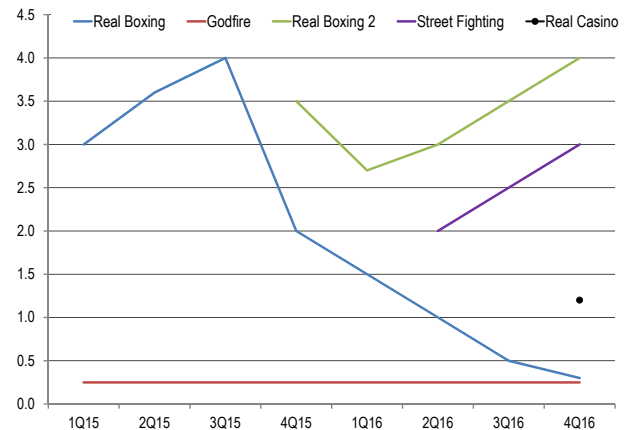
W związku z niewątpliwym sukcesem gry *Real Boxing* uważamy, że kolejne produkty Spółki (w tym *Real Boxing 2* oraz *Street Fighting*), ze względu na podobną tematykę i zasady rozgrywki, mają duże szanse co najmniej powtórzyć osiągnięcia *Real Boxing* w kwestii liczby pobrań. Należy zauważyć, że każda kolejna gra korzystać będzie ze zbudowanego już mechanizmu promocji, reklam, relacji biznesowych oraz technologii. Tym samym ryzyko niepowodzenia będzie maleć. Z kolei wdrożenie własnego systemu *CDN*, rozbudowana analityka graczy, retencyjne tryby gry oparte na rywalizacji oraz długi cykl życia powinny zdecydowanie zwiększyć przychód z jednego gracza i przyspieszyć monetyzację gier. *Real Casino* będzie pierwszym krokiem Spółki w stronę gier typu „social casino”.

Fig. 3 Vivid Games: Przychody i zyski netto w latach 2011-2014 (mln PLN)



Źródło: Spółka

Fig. 5 Vivid Games: Założenia poziomu MAU dla poszczególnych gier (mln)



Źródło: założenia DMBOŚ

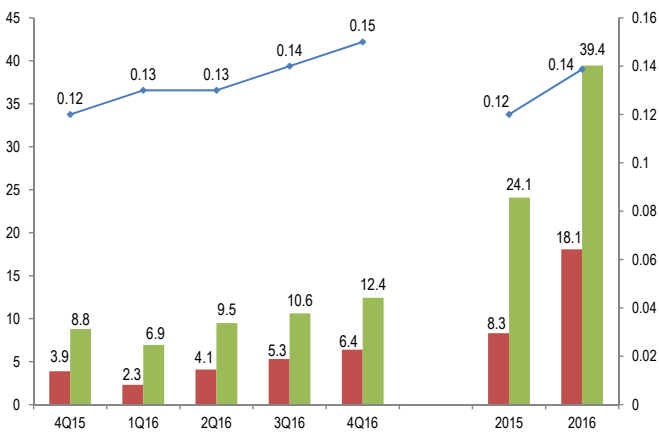
Wyniki finansowe

W ostatnich latach spółka Vivid Games rozwijała się bardzo dynamicznie osiągając w latach 2010-2014 średnioroczny wzrost zysku netto na poziomie CAGR = 116% r/r (Fig. 3). Dobre wyniki w latach 2011-2013 były pochodną efektywnej sprzedaży takich tytułów jak *Ski Jumping*, *Real Boxing* czy *Neon Mania*. W latach tych Spółka działała w modelu premium, a przychody z mikropłatności

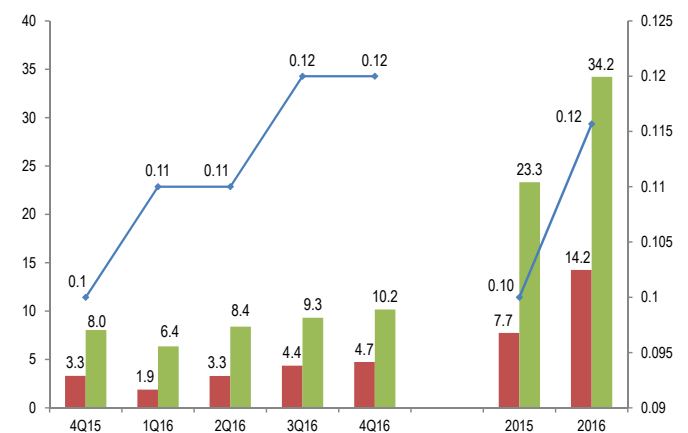
stanowiły nie więcej niż 20%. W roku 2014 Zarząd zdecydował o stopniowym przejściu z modelu premium na *Free2Play*. Od drugiej połowy 2014 gra *Real Boxing* dystrybuowana była w większości nieodpłatnie, wskutek czego liczba pobrań wzrosła skokowo (z ponad 1 mln na koniec 2H14 do ponad 22 mln obecnie). Transfer do modelu *F2P* okazał się trafną decyzją, ponieważ pociągnął za sobą dynamiczny wzrost przychodów w II poł. 2014 r. (Fig. 1).

Fig. 4 Vivid Games: Szacunek przychodów i zysków netto Spółki przy danych założeniach ARPMAU (dla Real Boxing 2, Street Fighting oraz Real Casino)

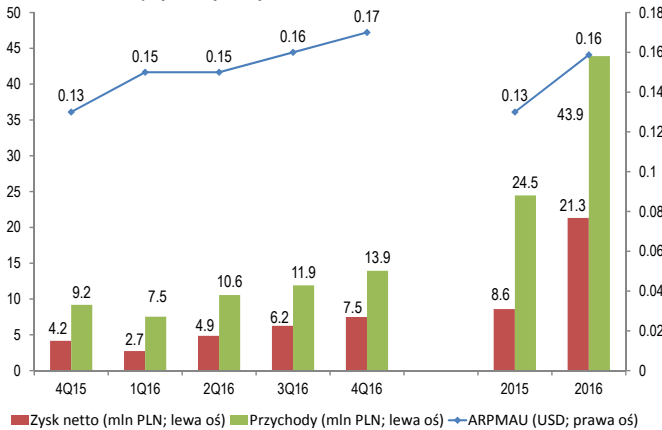
Scenariusz podstawowy



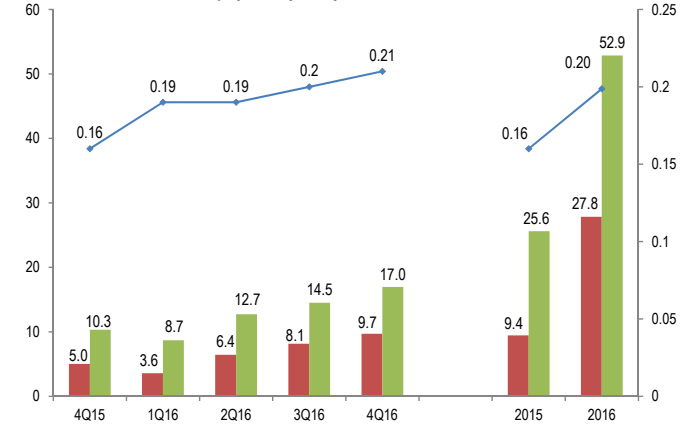
Scenariusz pesymistyczny



Scenariusz optymistyczny



Scenariusz bardzo optymistyczny



Źródło: obliczenia własne DMBOŚ

Projekcje finansowe DM BOŚ na lata 2015-2016

Podstawą kalkulacji przychodów spółek działających w branży *Free2Play* jest znajomość miesięcznej liczby aktywnych użytkowników (*MAU – monthly active users*) oraz średniego miesięcznego przychodu z aktywnego użytkownika (*ARPMU – average revenue per monthly active user*). Średni miesięczny przychód z mikropłatności (*IAP*) otrzymujemy poprzez pomnożenie *MAU* przez *ARPMU*. Po uwzględnieniu ewentualnych przychodów z reklam (*Ads*) wychodzimy na średnie miesięczne przychody z danej gry.

Według naszych szacunków średni poziom *MAU* dla gry *Real Boxing* wyniósł około 3,6 mln w 4Q14 przy *ARPMU* na poziomie około 0,06 USD. *MAU* w grudniu 2014 r. wyniosło około 4,5 mln użytkowników. Osiągany przez Spółkę poziom *ARPMU* nie jest wartością zadowalającą, zważywszy na fakt, że mediana *ARPMU* dla zbadanej przez Spółkę grupy najbardziej dochodowych gier *F2P* waha się w przedziale 0,5-0,75 USD. Niski poziom *ARPMU* wynika z faktu, że gra *Real Boxing* zaprojektowana była jako pełnoprawna gra segmentu premium i jej konstrukcja nie była w pełni przystosowana do monetyzacji (ramach segmentu *F2P*), a jedynie do niej zaadoptowana. Obecnie produkowane gry (w tym *Real Boxing 2* oraz *Street Fighting*) powstają jako pełnoprawne gry segmentu *Free2Play*, wobec czego ich konstrukcja jest dostosowana do jego wymogów, ułatwiając tym samym monetyzację. Dodatkowo, uruchamiany właśnie system *CDN* pozwoli na dalsze zwiększenie przychodów

(w tym wskaźnika *ARPMU*), co można już zaobserwować w roku bieżącym. W naszej ocenie, gra *Real Boxing 2* będzie w stanie stopniowo zwiększać liczbę *ARPMU* dążąc w dłuższym terminie do średniej rynkowej. W naszym bazowym scenariuszu zakładamy średnie *ARPMU* dla gry *Real Boxing 2* na poziomie 0,12 USD w 2015 r. (około 2 miesiące sprzedaży) oraz 0,14 USD w 2016. W naszej opinii, pozwoli to na wygenerowanie odpowiednio 8,3 mln PLN oraz 18,0 mln zysku netto w roku 2015 i 2016 (wskaźnik P/E na poziomie odpowiednio 15,6x oraz 7,2x).

Na str. 3 przedstawiamy nasze szacunki wyników Spółki w zależności od przyjętego scenariusza wzrostu *ARPMU* (Fig. 4). Przy obliczeniach zysku netto i przychodów na lata 2015-2016 nie uwzględniliśmy działalności wydawniczej, która powinna się rozpocząć w roku 2016, równoległe z wdrożeniem platformy e-sport. Figura 5 przedstawia nasze założenia dla poziomu *MAU* dla poszczególnych gier.

Oferta publiczna

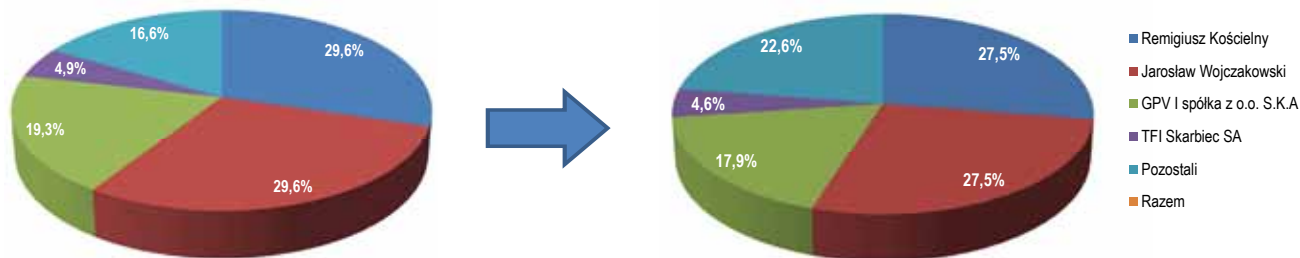
W dniu 11.06.2015 WZA Vivid Games przegłosowało emisję publiczną od 1.2 do 2.0 mln akcji serii D z wyłączeniem prawa poboru. Przy założeniu objęcia przez inwestorów 2,0 mln akcji serii D rozwodnienie wyniesie 7.8%. Spółka planuje pozyskać do 2,5 mln EUR (ok 10,4 mln zł), które będą przeznaczone głównie na produkcję gier *Street Fighting* i *Real Casino* (Fig. 6). Do końca bieżącego roku Spółka planuje przenieść się na rynek główny GPW.

Fig. 6 Vivid Games; Podsumowanie celów emisyjnych

Cele emisji	% przeznaczonych środków
Produkcja gier Street Fighting i Real Casino	40%
Rozwój autorskich technologii	20%
Promocja gier	20%
Inwestycje w IP oraz akwizycje	20%

Źródło: Spółka

Fig. 7 Vivid Games: Struktura akcjonariatu przed i po emisji akcji serii D (przy założeniu emisji maksymalnej liczby akcji)



Źródło: Spółka

Fig. 8 Vivid Games: Bilans

(mln PLN) skonsolidowane	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2012	2013	2014
Przychody	2,76	2,79	3,95	5,37	3,95	5,08	8,05	14,86
Koszty	2,31	2,28	3,07	3,52	2,58	4,41	6,97	11,19
Amortyzacja	0,09	0,13	0,18	0,14	0,14	0,17	0,28	0,55
Materiały i energia	0,02	0,03	0,03	0,01	0,02	0,05	0,04	0,09
Usługi obce	1,23	1,39	1,98	2,49	1,48	1,25	3,23	7,08
Podatki i opłaty	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,00	0,02
Wynagrodzenia	0,87	0,67	0,77	0,77	0,83	2,33	2,91	3,08
Ubezpieczenia społeczne itp.	0,06	0,04	0,07	0,07	0,07	0,10	0,20	0,24
Pozostałe	0,04	0,02	0,04	0,02	0,03	0,51	0,31	0,12
Zysk ze sprzedaży	0,45	0,51	0,87	1,85	1,37	0,67	1,09	3,68
Pozostałe przychody operacyjne	0,00	0,07	0,20	0,03	0,06	0,00	0,08	0,31
Pozostałe koszty operacyjne	0,04	0,03	0,23	0,38	0,01	0,01	0,21	0,67
EBIT	0,41	0,55	0,85	1,51	1,43	0,67	0,96	3,32
EBITDA	0,51	0,68	1,03	1,65	1,57	0,83	1,24	3,87
Przychody finansowe	0,00	0,00	0,01	0,05	0,03	0,02	0,00	0,05
Koszty finansowe	0,02	0,04	0,01	0,01	0,01	0,08	0,05	0,07
Zysk brutto	0,40	0,51	0,85	1,55	1,45	0,60	0,91	3,31
Podatek	0,03	0,03	0,03	0,58	0,28	0,16	0,66	0,66
Zysk netto	0,37	0,49	0,82	0,97	1,16	0,44	0,72	2,65

Źródło: Spółka, opracowanie DM BOŚ

Fig. 9 Vivid Games: Rachunek wyników

(mln PLN) skonsolidowane	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2012	2013	2014
Aktywa trwałe	1,7	2,2	2,8	3,3	4,0	0,7	1,3	3,3
Wartości niematerialne i prawne	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Rzeczowe aktywa trwałe	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4
Należności długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Inwestycje długoterminowe	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,0	0,6	0,6
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,6	1,2	1,8	2,5	0,0	0,0	1,8
Aktywa obrotowe	5,7	7,4	7,9	9,4	11,0	5,0	5,4	9,4
Zapasy	4,1	4,4	5,0	5,2	5,8	2,8	3,9	5,2
Należności krótkoterminowe	1,5	2,0	1,9	2,5	2,1	2,0	1,0	2,5
Inwestycje krótkoterminowe	0,0	1,0	1,0	1,7	3,0	0,2	0,4	1,7
Środki pieniężne	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	2,9	b.d.	0,4	1,6
Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktywa ogółem	7,4	9,6	10,7	12,7	15,0	5,7	6,6	12,7
Kapitał własny	6,1	6,5	7,3	8,3	9,5	5,1	5,7	8,3
Kapitał podstawowy	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Kapitał zapasowy	2,5	2,5	2,5	3,2	3,2	2,1	2,5	3,2
Zysk z lat ubiegłych	0,7	0,6	0,6	-0,1	2,5	0,0	-0,1	-0,1
Zysk netto	0,4	0,9	1,7	2,6	1,2	0,4	0,7	2,6
Rezerwy na zobowiązania	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2
Zobowiązania długoterminowe	0,2	0,2	0,2	0,6	0,7	0,0	0,1	0,6
Z tytułu dostaw i usług	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,0	0,0	0,0	0,0
Kredyty i pożyczki	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,5	0,0	0,0	0,5
Inne finansowe zob. długoterminowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,2	0,0	0,1	0,1
Inne zobowiązania długoterminowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,7	1,9	2,0	2,1	2,8	0,6	0,9	2,1
Z tytułu dostaw i usług	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,0	0,2	0,4	0,8
Kredyty i pożyczki	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,3	0,0	0,0	0,3
Inne finansowe zob. krótkoterminowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	0,1	0,0	0,2	0,1
Inne zobowiązania krótkoterminowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,4	0,4	0,3	0,9
Rozliczenia międzyokresowe	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	1,8	0,0	0,0	1,4

Źródło: Spółka, opracowanie DM BOŚ

PODSTAWOWE POJĘCIA

Rotacja należności w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły 365/ (przychody ze sprzedaży/ średni stan należności w danym okresie).

Rotacja zapasów w dniach – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły 365/ (koszt sprzedanych towarów/ średni stan zapasów w danym okresie).

Rotacja zobowiązań handlowych w dniach – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły 365/ (koszt wytworzenia sprzedaży/ średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie).

Płynność bieżąca – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Płynność szybka – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

Wskaźnik pokrycia odsetek – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

Marża brutto na sprzedaży – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBITDA – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża EBIT – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku przed opodatkowaniem – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

Marża zysku netto – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

EV – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe plynne papiery dłużne).

EPS – Zysk netto przypadający na jedną akcję wymielowaną przez spółkę.

CE – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

Stopa dywidendy brutto – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

Sprzedaż kasowa – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

Kasowe koszty operacyjne – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonych.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dany przypadek.

SYSTEM REKOMENDACYJNY

Kupuj – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Trzymaj – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

Sprzedaj – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

Przeważ – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Neutralnie – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

Niedoważ – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

Distribution of DM BOŚ's current recommendations

	Buy	Hold	Sell	Suspended	Under revision
Numbers	31	41	12	5	0
Percentage	35%	46%	13%	6%	0%

Distribution of DM BOŚ's current market relative recommended weightings

	Overweight	Neutral	Underweight	Suspended	Under revision
Numbers	32	39	13	5	0
Percentage	36%	44%	15%	6%	0%

Banki

Marża odsetkowa netto – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

Skorygowana marża odsetkowa netto – Marża odsetkowa netto, w której wynik netto z odsetek został skorygowany o wynik z wyceny punktów SWAP.

Dochody pozaodsetkowe – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

Spread odsetkowy – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

Koszty/Dochody – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji i pozostałych kosztów operacyjnych do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne.

ROE – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

ROA – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

Kredyty nieregularne – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „poniżej standardu”, „wątpliwe”, lub „stracone”.

Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami celowymi.

Rezerwy celowe – Rezerwy utworzone przez bank na pokrycie ryzyka związanego z działalnością kredytową.

Rezerwa na ryzyko ogólne – Rezerwa, jaką mogą tworzyć banki na pokrycie ryzyk nie objętych rezerwami celowymi.

Odписы na rezerwy netto – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendacje, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.

Distribution of DM BOŚ's current recommendations for companies that were within the last 12 months DM BOŚ's or IDM's customers in investment banking

	Buy	Hold	Sell	Suspended	Under revision
Numbers	5	5	0	1	0
Percentage	45%	45%	0%	9%	0%

Distribution of DM BOŚ's current market relative recommended weightings for the companies that were within the last 12 months DM BOŚ's or IDM's customers in investment banking

	Overweight	Neutral	Underweight	Suspended	Under revision
Numbers	5	4	1	1	0
Percentage	45%	36%	9%	9%	0%

Maklerzy

Piotr Kalbarczyk
tel.: +48 (22) 504 32 43
p.kalbarczyk@bossa.pl

Damian Januszczak
tel.: +48 (22) 504 31 78
d.januszczak@bossa.pl

Niniejszy raport został sporządzony w **Wydziale Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A.** z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ SA) w celu informacyjnym. Żadne informacje ani opinie wyrażone w raporcie nie stanowią zaproszenia ani oferty kupna lub sprzedaży papierów wartościowych, o których mowa w niniejszym dokumencie. Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ na dzień jego wydania. DM BOŚ SA ostrzega, iż niniejszy raport nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu przepisów dotyczących obrotu instrumentami finansowymi, a także nie stanowi oferty zbycia lub nabycia wymienionych w niej instrumentów finansowych i nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania. Informacje za-warte w niniejszym raporcie oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które DM BOŚ SA, działając w dobrej wierze i z należytą starannością, uważa za wiarygodne. DM BOŚ SA nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności oraz trafności tych informacji. DM BOŚ SA, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania Inwestora podjęte na podstawie niniejszego raportu, nie ponoszą odpowiedzialności za straty lub utracone korzyści Inwestora, ani za wszelkie szkody, poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych Inwestora oraz skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego raportu lub zawartych w nim informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym raporcie stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu bez pisemnej zgody DM BOŚ SA. Klient wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym raporcie na własne ryzyko i odpowiedzialność. Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

Informacje, o których mowa w par. 5-10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19.10.2005 r. (Dz. U. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców:

Powyższy raport został sporządzony w związku z ofertą publiczną akcji serii D spółki Vivid Games S.A.

Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ S.A. oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

Wybrane fragmenty niezawierające treści zalecenia lub ceny docelowej niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji zgodności działania DM BOŚ S.A. z jej zobowiązaniami prawnymi.

DM BOŚ SA dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszego raportu.

DM BOŚ SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych, podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.

Spółka Vivid Games była dotychczas przedmiotem wydawanych przez DM BOŚ raportów analitycznych. Ostatni z nich został wydany w dniu 09.06.2015 r.

Nadzór nad DM BOŚ sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia raportu jest: 17.06.2015 r.

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 18.06.2015 r.

Źródła informacji: Raporty bieżące, materiały Spółki, prospekt emisyjny, sprawozdania finansowe Vivid Games S.A., GPW oraz serwisy informacyjne: ESPI, Notoria Services, PAP. Wymienione źródła informacji DM BOŚ uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności.

Według dostępnych informacji:

- 1) DM BOŚ SA nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka – dalej zwana Emitentem,
- 2) DM BOŚ SA pełni funkcję oferującego i sporządza memorandum informacyjne w ofercie publicznej akcji serii D Emitenta
- 3) DM BOŚ SA nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Emitenta będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego,
- 4) Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych z Emitentem, po stronie osoby przygotowującej rekomendację, lub osoby bliskiej,
- 5) Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Emitenta ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Emitenta,
- 6) Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską a Emitentem papierów wartościowych.

Wydział Analiz i Rekomendacji

Sobiesław Pająk, CFA
(Strategia, TMT)

Sylwia Jaśkiewicz, CFA
(Materiały budowlane,
Dobra podstawowe i konsumenckie,
ochrona zdrowia)

Maciej Wewiórski
(Surowce, deweloperzy mieszkaniowi
i nieruchomości)

Michał Sobolewski, CFA
(Banki i finanse specjalne)

Jakub Viscardi
(Telekomunikacja, Dobra podstawowe
i konsumenckie,
dystrybutorzy IT)

Łukasz Prokopiuk, CFA
(Chemia, górnictwo, paliwa)

Tomasz Rodak, CFA
(Dobra konsumenckie, gry video)

Michał Stalmach
(Budownictwo, energetyka)

Wojciech Romanowski
(Asystent analityka)

Copyright © 2015 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony
Środowiska Spółka Akcyjna**
ul. Marszałkowska 78/80
00-517 Warszawa
www.bossa.pl
Informacja: (+48) 0 801 104 104