



Dom Maklerski BDM S.A.

# PROGNOZY WYNIKÓW 3Q 2024 PRODUCENCI GIER WIDEO

11 BIT STUDIOS  
ARTIFEX MUNDI  
BIG CHEESE STUDIO  
BOOMBIT  
CD PROJEKT  
CI GAMES  
CREEPY JAR  
FOREVER ENTERTAINMENT  
HUUUGE GAMES  
PCF GROUP  
PLAYWAY  
TEN SQUARE GAMES

Analityk:  
Krzysztof Tkocz

25 PAŹDZIERNIKA 2024, 08:20 CEST

Dom Maklerski BDM S.A. • Wydział Analiz i Informacji • analizy@bdm.pl, tel.: 032 208 14 35 • ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice

*Opracowanie jest przeznaczone wyłącznie dla klientów BDM, którzy otrzymali je bezpośrednio od BDM. Raport nie jest przeznaczony do rozpowszechniania za pomocą środków masowego przekazu.*

*Opracowanie nie jest podstawą żadnej rekomendacji kupna bądź sprzedaży w rozumieniu obowiązującego prawa i nie powinien być tak interpretowany. BDM nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego raportu ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych.*

*Materiał ma charakter czysto informacyjny, a podmioty opisywane w opracowaniu są dobrane subiektywnie przez autora.*

*Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatniej stronie dokumentu.*

**SPIS TREŚCI:**

PODSUMOWANIE .....	3
11 BIT STUDIOS .....	6
ARTIFEX MUNDI .....	7
BIG CHEESE STUDIO .....	8
BOOMBIT .....	9
CD PROJEKT .....	10
CI GAMES .....	11
CREEPY JAR.....	12
FOREVER ENTERTAINMENT .....	13
HUUUGE GAMES.....	14
PCF GROUP.....	15
PLAYWAY.....	16
TEN SQUARE GAMES.....	17

## PODSUMOWANIE

- Pomimo że 3Q'24 był najlepszym kwartałem w historii **11 bit studios**, sprzedaż „FP2” oraz osiągnięte wyniki pozostawiają niedosyt. Zakładamy, że spółka wypracowała 63,2 mln PLN przychodów, 43,6 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 35,9 mln PLN zysku netto. Jednocześnie uważamy, że ostatni spadek kursu zdyskontował pozostawiającą wiele do życzenia premierę „FP2”, stąd **spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki dewelopera. Aktualnie najważniejsza jest poprawa ocen najnowszej produkcji 11b. Liczymy, że kolejne aktualizacje/ darmowe dodatki wraz z obniżką ceny przyczynią się do dalszej stopniowej poprawy ocen, co przyczyni się do stabilizacji sprzedaży.**
- Początek 3Q'24 dzięki normalizacji sytuacji na rynku reklamy pozwolił **Artifexowi** ponownie zwiększyć wydatki marketingowe do historycznie rekordowych poziomów. To z kolei pozwoliło na uwolnienie skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) i dynamiczny wzrost przychodów. Jednak w drugiej połowie września doszło do nieoczekiwanego wzrostu CPIs, co zmusiło spółkę do ponownego ograniczenia nakładów na UA. W rezultacie pokrzyżowało to perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla tej aplikacji „Unsolved”. Całościowo na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 7,7 mln PLN (-0,6% r/r) oraz 6,9 mln PLN skoryg. zysku netto (+49% r/r). **Neutralnie odbieramy miniony kwartał. Pierwsze tygodnie października przyniosły poprawę otoczenia, co prawdopodobnie pozwoliło spółce ponownie zwiększyć budżety reklamowe. Jednocześnie wchodzimy w okres sezonowo podwyższonych kosztów reklamy, co będzie utrudniało skalowanie gry. Na większe efekty poprawy LTV trzeba będzie poczekać prawdopodobnie do drugiej połowy grudnia.**
- Początek 3Q'24 przyniósł znaczące zmiany w **Big Cheese Studio**. W lipcu główny dotychczasowy akcjonariusz, PlayWay sprzedał większość swoich udziałów firmie Silk Road Games. W wyniku tych zmian na stanowisko prezesa powołano byłego CEO studia, Łukasza Dębskiego. Pod względem biznesowym brak nowych wydarzeń, które mogłyby pobudzić zainteresowanie kluczowym IP spółki przełożyło się spadek wyników. W całym 3Q'24 prognozujemy 3,2 mln PLN przychodów (-27% r/r), 1,1 mln PLN skoryg. EBITDA (-28% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto. **Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki BCS. Obecnie kluczowa dla studia będzie premiera gry „Cooking Simulator 2”. W związku ze wspomnianymi wyżej zmianami w spółce, które implikują wydłużenie procesów, oczekujemy premiery tego projektu dopiero w 3Q'25 (vs 1Q'25 poprzednio), a dodatku BBQ w 1Q'25.**
- Oczekujemy, że **BoomBit** w 3Q'24 wypracował 55,8 mln PLN przychodów, 8,7 mln PLN skoryg. EBITDA oraz 3,9 mln PLN skoryg. zysku netto n.j.d. **Pod względem wynikowym obieramy miniony okres pozytywnie. Progresja przychodów wraz z poprawą na poziomie marżowości (efekt redukcji zatrudnienia oraz dekonsolidacji ADC) przełoży się na najlepsze odczyty od blisko 3 lat (pomijając one-offy). Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą premier tytułów, które zadebiutowały w ostatnim czasie przyniosą dalszą progresję przychodów, co przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej powinno przełożyć się na poprawę wyników na poziomie EBITDA oraz zysku netto n.j.d.**
- Ze względu na premierę „CP Phantom Liberty” w 3Q'23, ubiegłoroczne wyniki **CD Projektu** stanowią wysoką bazę porównawczą dla tegorocznych rezultatów. Jednocześnie dzięki poprawie q/q ilości sprzedawanych egzemplarzy zarówno „Cyberpunka” i „Wiedźmina 3” oraz rozpoznaniu wpływów z PS Plus spółce udało się wypracować progresję wyników q/q. **Ten ostatni czynnik (PS Plus) zadecydował również, że wyniki tego okresy okazały się lepsze niż prognozowane przez nas w ostatniej rekomendacji. W związku z powyższym oceniamy lekko pozytywnie miniony kwartał.** W całym 3Q'24 prognozujemy 229,2 mln PLN przychodów (-48% r/r), 113,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-60% r/r) oraz 83,6 mln PLN zysku netto (-59% r/r). **Biorąc pod uwagę rozpoczęcie kapitalizacji „P.Orion” podwyższamy naszą roczną prognozę. Oczekujemy, że podczas konferencji spółka zakomunikuje o przejściu „P.Polaris” do fazy produkcji. Ponadto liczymy, że, na tegorocznym branżowym wydarzeniu TGA (13.12.2024), CDR zaprezentuje nowego „Wiedźmina”.**
- 3Q'24 dla **CI Games** stał pod dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”. Szacujemy, że w całym 3Q'24 sprzedaż „LotF” wyniosła ok. 110 tys. sztuk (-20% q/q), co przełożyło się na ok. 9 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołożył od siebie ok. 6 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 14,5 mln PLN (-61% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 3Q'23 CIG rozpoznał w przychodach 29,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży fizycznej „LotF” do dystrybutorów. W całym 3Q'24 prognozujemy 7,7 mln PLN EBITDA (vs -21 % r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. (vs -1,6 mln PLN w 3Q'23). **Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Po udanym 2Q'24, w którym spółka rozpoznała wpływy z Game Pass (ok. 20 mln PLN), wyniki 3Q'24 za sprawą spadającego zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” oraz topniejących przychodów z backcatalogue zaliczyły znaczący spadek q/q. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games CIG zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.**

- Trzeci kwartał 2024 r. był dla **Creepy Jar** okresem, w którym spółka wydała nowy dodatek „Decorations” do gry „Green Hell” na PC, droższą wersję Anniversary Edition, a także edycję dedykowaną konsolom nowej generacji. Wspomniane działania wspierały zarówno sprzedaż ilościową, jak i przychód z każdej sprzedanej kopii (mimo umocnienia PLN). Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 460 tys. kopii tej produkcji. W całym w 3Q’24 prognozujemy 7,8 mln PLN przychodów (-14,3% r/r), 4,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-26,6% r/r) oraz 4,4 mln PLN skoryg. zysku netto (-31,1% r/r). **Oczekiwana poprawa q/q wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego. Mając na uwadze wyniki 3Q’24 jak i obecną sprzedaż, delikatnie podnosimy naszą całoroczną prognozę dla CRJ. Oczekując progresji q/q jak i utrzymania pozytywnego CF, liczymy na lekko pozytywny odbiór raportu za 3Q’24. Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q’25). Jeszcze w 4Q’24 CRJ zamierza udostępnić duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.**
- 3Q’24 dla **Forever Entertainment** był okresem bez większych wydarzeń, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na generowane przez spółkę wyniki. Pod koniec września wydano „Night Slashers: Remake” na konsole (NS, PS, Xbox) oraz PC, jednak zakładamy, że większy efekt wynikowy tego tytułu pojawi się dopiero w 4Q’24. Umocnienie PLN i panująca wysoka konkurencja na rynku nie pomagała w monetyzacji gier z backcatalogue. Postępujące prace nad dużymi tytułami (Donkey Kong, Care Bear) pozwoliły na utrzymanie stabilnych wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. W całym w 3Q’24 prognozujemy 7,0 mln PLN przychodów (-23% r/r), 1,1 mln PLN EBITDA (+2% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto (+11% r/r). **Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy neutralnie. Prognozowane przez nas wyniki implikują nieznaczny progresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich kwartalnikach, kluczowy dla tegorocznych wyników będzie 4Q’24, w którym oprócz debiutu „Care Bear” (24.10) liczymy, na premiery długo wyczekiwanych remaków (m.in. „THotD2” czy „FM3”).**
- Po stopniowym wzroście bazy użytkowników na przestrzeni 3Q’23-1Q’24 za sprawą zwiększania nakładów na akwizycję użytkowników, 2Q’24 wraz z wyhamowaniem dynamiki UA wykazał się spadkowym DAU flagowych tytułów **Huuuge Games**. Ograniczenie wydatków na kampanie marketingowe w 3Q’24 przełożyło się na dalszą erozję bazy użytkowników, co w połączeniu z brakiem poprawy innych kluczowych KPIs wpłynęło na regresję przychodów do poziomu 58,3 mln USD (-18% r/r; -8% q/q). W całym 3Q’23 prognozujemy 18,9 mln USD skoryg. EBITDA (-30% r/r) oraz 15,0 mln USD skoryg. zysku netto (-36% r/r). **Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Mimo znaczącego spadku przychodów, poprawa marżowości wynikająca z ograniczenia UA i utrzymania dyscypliny kosztowej pozwoliła na utrzymanie zbliżonych wyników q/q. Liczymy jednak, że planowane do wprowadzenia zmiany w 4Q’24 przełożą się na odczuwalną progresję przychodów.**
- Po ciężkim kwartale jakim był 2Q’24 dla **PCF Group**, 3Q’24 był mniej burzliwy i dzięki nowej umowie WFH z Krafonem na P.Echo przyniósł poprawę wyników i przepływów pieniężnych. Zakładamy, że w omawianym okresie spółce udało się wypracować 48,9 mln PLN przychodów (+15% r/r), 8,3 mln PLN EBITDA (+66% r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. **Mimo poprawy przepływów pieniężnych, oczekujemy neutralnego odbioru raportu za 3Q’24 przez inwestorów. Najważniejsze obecnie dla spółki jest pozyskanie finansowania, w celu zabezpieczenia dalszej produkcji (według zaktualizowanej strategii planuje pozyskać ok. 350 mln PLN). Aktualne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 2-3 kwartały produkcji.**
- 3Q’24 był dla grupy **PlayWay** okresem, w którym z sukcesem zadebiutowała gra „Crime Scene Cleaner”, osiągając sprzedaż na poziomie około 262 tys. egzemplarzy do końca kwartału. Ponadto na przestrzeni sierpnia portfel gier grupy uczestniczył w PlayWay Sale, co wspomagało jego monetyzację. W całym 3Q’24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 79,7 mln PLN przychodów (+12% r/r), 40,3 mln PLN EBIT (+34% r/r) oraz 33,2mln PLN zysk netto n.j.d. (+21% r/r). **Oczekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się lekko pozytywnego odbioru wyników za 3Q’24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie premiera trybu co-op do „HF2” (przełom 2024/25) oraz konsolowa wersja „Contraband Police” (4Q’24). Oczekujemy premiery kolejnej części CMS w 2025 r.**
- Również **Ten Square Games** podzielił się szacunkowymi przychodami za 3Q’24, które wyniosły 102,3 mln PLN, co stanowi wzrost q/q o 4,4%/ i jednocześnie spadek r/r o 2,5%. W związku z pojawianiem się na rynku konkurencyjnego projektu („Fishing Master”) do jednej z flagowych gier spółki, liczymy się ze wzrostem wzrostu kosztu UA do poziomu ok. 25,7 mln PLN (+33% q/q, +30% r/r). Zakładamy, że utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło m.in. zredukować koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży (pomijając UA). Na poziomie skoryg. EBITDA prognozujemy 25,7 mln PLN (-23,6% r/r; -6% q/q). **Liczymy się z negatywnym odbiorem raportu za 3Q’24. Pojawienie się konkurenta w kluczowym segmencie dla spółki, może w krótkim terminie wymusić na spółce zwiększenie poziomu UA (przy zwiększonym CPI – niższa rentowność pozyskiwanych kohort) w celu konkurencji o uwagę gracza, natomiast w średnim i długim może przyczynić się do głębszej regresji przychodów z „FC”.**

**Mnożniki rynkowe analizowanych podmiotów**

	Cena [PLN]	Mkt Cap [mln PLN]	EV/EBITDA		P/E		P/BV	
			2023	2024P	2023	2024P	2023	2024P
11 bit studios	256,5	623,6	57,6	-	-	-	2,7	-
Artifex Mundi*	18,3	218,9	6,9	-	9,2	-	2,9	-
Big Cheese Studio*	14,4	59,5	8,4	7,0	12,0	8,7	2,9	2,4
BoomBit*	9,88	134,8	5,0	-	21,8	-	1,8	-
CD Projekt	158,7	15 936	20,4	34,9	33,0	48,2	6,6	6,0
CI Games*	1,58	290,5	2,7	5,6	20,0	69,1	1,8	2,2
Creepy Jar*	364,0	254,6	8,2	11,3	11,2	15,0	2,6	2,5
Forever Entertainment	3,90	106,1	11,6	10,7	15,0	12,9	2,5	2,2
Huuuge Games*	16,8	1 012,5	1,6	-	3,5	-	1,8	-
PCF Group*	11,0	396,8	-	-	-	-	0,9	1,0
PlayWay*	275,0	1 831,5	13,0	8,3	14,4	11,0	3,8	3,6
Ten Square Games*	84,2	547,2	4,3	-	6,0	-	2,3	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;\*-adj.

**Zestawienie podsumowujące**

	Data publikacji	EBITDA [mln PLN]		zmiana r/r	EBIT [mln PLN]		zmiana r/r	Wynik netto [mln PLN]		zmiana r/r	Oczekiwana potencjalna reakcja na raport za 3Q
		3Q'23	3Q'24P		3Q'23	3Q'24P		3Q'23	3Q'24P		
11 bit studios*	14.lis.24	-0,7	43,6	-	-2,3	40,1	-	-2,7	35,9	-	neutralna
Artifex Mundi*	13.lis.24	7,8	7,7	-0,6%	6,4	6,4	-1,0%	4,6	6,9	48,9%	neutralna
Big Cheese Studio	29.lis.24	1,6	1,1	-28,2%	-0,7	1,0	-	-0,2	1,0	-	neutralna
BoomBit*	25.lis.24	6,7	8,7	29,8%	1,8	4,0	115,3%	3,2	3,9	21,3%	pozytywna
CD Projekt*	26.lis.24	283,4	113,2	-60,1%	186,2	83,1	-55,4%	202,9	83,6	-58,8%	lekko pozytywna
CI Games	29.lis.24	9,6	7,7	-20,5%	2,3	0,5	-76,7%	-1,6	0,1	-	lekko negatywna
Creepy Jar*	26.lis.24	5,8	4,2	-26,6%	5,5	3,9	-29,0%	6,3	4,4	-31,1%	lekko pozytywna
Forever Entertainment	14.lis.24	1,1	1,1	1,6%	1,0	1,0	2,6%	0,9	1,0	10,8%	neutralna
Huuuge Games***	21.lis.24	27,0	18,9	-30,0%	22,5	16,2	-28,2%	23,4	15,0	-36,0%	neutralna
PCF Group	26.lis.24	5,0	8,3	66,0%	-1,2	0,3	-	-1,9	0,1	-	neutralna
PlayWay	29.lis.24	30,5	40,9	33,8%	30,1	40,3	33,7%	27,4	33,2	21,2%	lekko pozytywna
Ten Square Games*	13.lis.24	33,7	25,7	-23,6%	25,0	20,9	-16,5%	22,1	18,0	-18,7%	negatywna

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;\*-adj.;\*\*,- mln USD

**Wyniki i prognozy dla wybranych producentów gier wideo**

	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	1Q'24	2Q'24	3Q'24P
<b>Przychody</b>	<b>643,5</b>	<b>803,4</b>	<b>647,7</b>	<b>780,3</b>	<b>689,8</b>	<b>657,1</b>	<b>724,5</b>	<b>788,9</b>	<b>603,0</b>	<b>564,6</b>	<b>881,0</b>	<b>1078,4</b>	<b>680,1</b>	<b>603,8</b>	<b>696,1</b>
11 bit studios	14,9	21,0	13,6	21,0	17,8	28,0	13,8	14,6	14,8	10,0	9,5	18,0	15,3	15,4	63,2
Artifex Mundi	10,5	11,1	9,1	8,3	11,1	9,7	8,9	8,9	15,9	19,6	23,6	23,3	27,5	24,6	26,2
Big Cheese Studio*	4,3	3,2	3,3	7,7	5,9	5,8	8,5	5,6	4,3	4,7	4,3	3,4	5,3	3,6	3,2
BoomBit	42,9	70,7	57,6	67,8	66,2	81,9	73,6	72,3	65,4	62,8	55,3	62,0	60,5	51,7	55,8
CD Projekt	197,6	273,0	144,5	273,1	216,1	161,8	245,5	329,1	174,8	150,5	442,7	462,3	226,8	198,0	229,2
CI Games*	9,5	39,7	32,7	23,6	12,9	17,6	10,8	15,4	9,8	12,4	36,9	185,9	21,8	19,8	14,5
Creepy Jar	8,2	13,0	14,1	10,8	11,0	17,1	15,0	11,9	12,0	7,9	9,1	8,4	7,3	7,6	7,8
Forever Entertainment	7,7	5,5	7,7	5,2	6,0	17,9	11,8	9,5	10,1	7,7	9,1	9,9	7,1	10,2	7,0
Huuuge Games	95,7	97,5	92,0	88,5	84,0	79,4	77,5	77,7	71,7	69,2	71,2	71,3	67,0	63,4	58,3
PCF Group*	30,9	46,5	54,5	48,5	50,4	40,2	40,3	40,6	34,9	33,7	42,6	38,9	56,9	19,4	48,9
PlayWay*	47,1	57,4	70,8	78,6	58,1	73,6	85,9	72,0	71,8	81,3	71,1	86,6	84,6	92,1	79,7
Ten Square Games*	174,1	164,9	148,0	147,1	150,3	124,1	132,9	131,2	117,4	104,9	105,6	108,1	100,1	98,0	102,3
<b>EBIT</b>	<b>168,3</b>	<b>227,4</b>	<b>170,7</b>	<b>250,9</b>	<b>203,5</b>	<b>184,3</b>	<b>221,9</b>	<b>203,2</b>	<b>140,1</b>	<b>108,8</b>	<b>276,8</b>	<b>206,4</b>	<b>187,4</b>	<b>129,8</b>	<b>213,2</b>
11 bit studios	3,4	11,1	3,9	11,6	3,7	9,7	2,6	4,0	1,9	-1,3	-2,3	9,3	-1,0	-4,3	40,1
Artifex Mundi	4,2	4,0	4,1	3,0	3,1	2,5	2,5	1,8	4,1	5,7	6,4	7,7	8,2	7,1	6,4
Big Cheese Studio*	3,4	2,4	3,2	4,0	4,7	3,1	6,5	2,7	2,1	1,0	-0,7	0,3	3,3	1,5	1,0
BoomBit	5,0	7,0	4,1	6,3	2,9	2,5	5,7	-0,1	0,7	-0,6	1,8	1,9	2,9	7,9	4,0
CD Projekt	43,2	79,4	15,6	94,7	85,3	52,2	97,1	142,8	71,5	27,5	186,2	183,7	81,3	58,9	80,0
CI Games*	2,5	14,8	14,0	8,9	4,2	6,8	-4,7	1,6	-0,6	-3,4	2,3	33,2	-0,3	2,5	0,5
Creepy Jar	6,1	10,5	11,4	8,4	8,3	13,8	12,2	8,8	8,6	2,5	5,5	-0,9	2,9	2,3	2,6
Forever Entertainment	2,6	-1,6	1,8	-1,7	0,0	6,8	2,4	2,5	1,9	1,7	1,0	2,7	1,4	3,7	1,0
Huuuge Games	6,5	11,2	11,3	15,6	10,7	11,2	18,5	-1,8	24,5	24,4	22,5	22,6	18,1	16,5	16,2
PCF Group*	6,8	16,8	22,8	15,2	13,2	8,1	6,5	3,2	-1,5	-7,4	-1,2	-76,3	4,0	-39,8	0,3
PlayWay*	28,7	33,1	47,1	44,5	37,8	50,2	51,1	33,5	41,1	48,9	30,1	39,0	47,5	50,3	40,3
Ten Square Games*	55,9	38,7	31,2	40,4	29,4	17,4	21,6	4,2	-14,4	9,6	25,0	-16,7	19,1	23,3	20,9
<b>Zysk netto</b>	<b>156,5</b>	<b>196,9</b>	<b>178,8</b>	<b>246,5</b>	<b>189,0</b>	<b>169,0</b>	<b>233,0</b>	<b>280,4</b>	<b>163,7</b>	<b>92,9</b>	<b>292,0</b>	<b>242,4</b>	<b>192,7</b>	<b>149,1</b>	<b>199,6</b>
11 bit studios	3,6	9,7	4,1	11,3	3,8	11,3	4,9	2,9	2,5	1,5	-2,7	-0,8	-1,6	1,1	35,9
Artifex Mundi	3,6	3,1	3,7	3,8	5,1	1,4	1,9	7,4	4,4	5,6	4,5	10,6	7,4	6,9	6,7
Big Cheese Studio*	3,3	2,1	3,1	3,9	4,6	2,9	6,8	2,4	1,9	0,7	2,0	0,0	3,2	1,6	1,0
BoomBit	4,0	2,2	2,6	4,5	2,2	3,0	4,8	8,4	2,8	-1,0	5,0	1,0	2,0	6,3	3,4
CD Projekt	32,5	72,6	16,3	87,5	68,9	44,8	98,7	195,3	69,7	21,6	202,9	187,0	100,1	69,9	80,8
CI Games*	2,7	10,9	12,8	10,4	4,0	9,2	-3,8	-1,2	-0,7	-2,8	-1,6	18,2	0,0	2,0	0,1
Creepy Jar*	6,3	9,0	10,6	9,5	8,1	13,5	12,9	9,0	9,3	3,5	6,3	3,7	4,5	4,0	4,4
Forever Entertainment	2,1	-0,6	1,6	-1,6	0,2	6,0	1,8	1,6	1,3	1,6	0,9	2,1	1,0	3,0	1,0
Huuuge Games	4,2	11,4	11,4	14,0	10,0	8,6	18,4	27,7	23,0	22,6	23,4	20,6	17,9	15,8	15,0
PCF Group*	7,8	13,9	24,7	15,0	13,7	9,4	15,5	-20,0	-4,6	-8,9	-1,9	-61,4	-0,7	-32,5	0,1
PlayWay*	25,5	25,6	42,8	33,2	32,8	36,4	42,1	28,7	30,0	33,6	27,4	15,8	37,1	49,2	33,2
Ten Square Games*	60,9	36,8	45,1	55,0	35,6	22,4	29,0	18,2	24,2	14,8	25,8	45,6	21,8	21,7	18,2

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółki; \*-adj.

## 11 BIT STUDIOS

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	256,5	P/E adj.	27,1	-	-
MC [mln PLN]	623,6	EV/EBITDA adj.	18,7	57,6	-
		EV/EBIT	27,1	75,4	-
		P/BV	2,8	2,7	-

Najważniejszym wydarzeniem minionego kwartału dla 11 bit studios była premiera „Frostpunka 2”, która pozostawiła wiele do życzenia. Zakładamy, że sprzedaż tego tytułu w 3Q’24 wyniosła ok. 430 tys. kopii (netto), co wraz z wpływami z Game Pass (tylko część PC – ok. 2 mln USD) pozwoliło wygenerować przychody na poziomie ok. 45 mln PLN. W omawianym kwartale miała miejsce również mniej znacząca premiera – debiut wydawniczego projektu „Creature of Ava”. Liczymy, że sprzedaż wraz z wpływami z GP pozwoliły grze wypracować ok. 5 mln PLN przychodów. W 3Q’24 portfel gier spółki uczestniczył w licznych wyprzedażach. Oczekujemy, że „Frostpunk 1” wygenerował ok. 8 mln PLN, natomiast pozostałe gry z wydawnictwa (nie licząc wyżej wspomnianej „Avy”) dołożyły od siebie ok. 5 mln PLN. W całym 3Q’24 prognozujemy ok. 63,2 mln PLN przychodów (+563% r/r).

Zakładamy, że omawianym kwartale w efekcie premiery „Creature of Ava” amortyzacja urosła do ok. 2,3 mln PLN. Spodziewamy się natomiast, że amortyzacja „FP2” rozpocznie się z początkiem października (liniowo przez 5 lat). Mając na uwadze wspomniane premiery oczekujemy wzrostu usług obcych do ok. 12,5 mln PLN (wyższe koszty marketingowe oraz rozpoznanie prowizji dla Epic Games – ok. 3-4%).

W całym 3Q’24 zakładamy, że spółce udało się wypracować ok. 63,2 mln PLN przychodów (+563% r/r), 43,6 mln PLN skoryg. EBITDA (vs -0,7 mln PLN w 3Q’23). Mając na uwadze delikatny spadek q/q kursu akcji Starward Industries na przestrzeni omawianego kwartału szacujemy ok. 0,1 mln PLN kosztów finansowych z tego tytułu. Na poziomie wyniku netto oczekujemy ok. 35,9 mln PLN zysku (vs -2,7 mln PLN w 3Q’23).

**Pomimo że 3Q’24 był najlepszym kwartałem w historii spółki, sprzedaż „FP2” oraz osiągnięte wyniki pozostawiają niedosyt. Jednocześnie uważamy, że ostatni spadek kursu zdyskontował pozostawiającą wiele do życzenia premierę „FP2”, stąd spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki dewelopera. Aktualnie najważniejsza jest poprawa ocen najnowszej produkcji 11b. Liczymy, że kolejne aktualizacje/darmowe dodatki wraz z obniżką ceny przyczynią się do dalszej stopniowej poprawy ocen, co przyczyni się do stabilizacji sprzedaży.**

## Prognozy wyników na 3Q’2024 [mln PLN]

	3Q’23	3Q’24P	zmiana r/r
Przychody	9,5	63,2	562,5%
EBITDA	-1,3	42,4	-
EBITDA adj.	-0,7	43,6	-
EBIT	-2,3	40,1	-
Zysk/ strata netto	-2,7	35,9	-
Marża EBITDA	-13,4%	67,1%	
Marża EBITDA adj.	-7,1%	69,0%	
Marża EBIT	-24,1%	63,4%	
Marża zysku netto	-27,9%	56,8%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.; \*-adj. o wpływ PM

## Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

**ARTIFEX MUNDI****Akumuluj, TP 26,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 30 września 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	18,3	P/E adj.	17,2	9,2	-
MC [mln PLN]	218,9	EV/EBITDA adj.	13,0	6,9	-
		EV/EBIT	21,6	8,5	-
		P/BV	4,2	2,9	-

Początek 3Q'24 dzięki normalizacji sytuacji na rynku reklamy pozwolił spółce ponownie zwiększyć wydatki marketingowe do historycznie rekordowych poziomów (14,6 mln PLN; +14% r/r, +25% q/q). To z kolei pozwoliło na uwolnienie skumulowanego od początku roku potencjału LTV (poprawa o ok. 40%) i dynamiczny wzrost przychodów. Jednak w drugiej połowie września doszło do nieoczekiwanego wzrostu CPIs, co zmusiło spółkę do ponownego ograniczenia nakładów na UA. W rezultacie pokrzyżowało to perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla tej aplikacji „Unsolved” (24,3 mln PLN; +16%;+7% q/q).

Całościowo na poziomie przychodów Artifex w omawianym kwartale wypracował 26,2 mln PLN (+11% r/r; +6% q/q), z czego za 93% odpowiadał segment F2P generując 24,5 mln PLN (+15% r/r, +7% q/q). Monetyzacja „Bladebound” kontynuowała trend spadkowy, a tytuł ten wygenerował ok. 0,1 mln PLN (-56% r/r, -17% q/q). Mniejsza ilość przepartowanych gier (1 vs 2 w 2Q'24) nie pomagała w hamowaniu skali regresji przychodów w segmencie gier HOPA, które w 3Q'24 wypracowały 1,7 mln PLN (6% całości; -27% r/r, -7% q/q). Obszar gier premium natomiast dołożył od siebie skromne 46 tys. PLN (o 25% mniej r/r).

W omawianym okresie, poprawa wyników generowanych przez „Unsolved” przełożyła się na wzrost poziomu wypłacanych przez spółkę tantiem. W związku z dalszym zwiększeniem zatrudnienia podwyższeniu uległ poziom nakładów na produkcję gier. Wspomniane znaczące zwiększenie nakładów na UA przyczyniło się do regresji q/q wyników na poziomie skoryg. EBITDA do 7,7 mln PLN. W obszarze działalności finansowej oczekujemy wpływu z odsetek w okolicach 0,5 mln PLN oraz ok. 0,7 mln PLN z różnic kursowych. W naszych prognozach, zakładamy, że spółce w 3Q'24 udało się wypracować 6,9 mln PLN skoryg. zysku netto (+49% r/r). Dodatkowo przypominamy, że kapitalizowane koszty przeprowadzki do innego biura obciążą CF w 3Q'24 o ok. 1,5 mln PLN.

**Neutralnie odbieramy miniony kwartał. Nieoczekiwany wzrost CPI w drugiej połowie września pokrzyżował perspektywę osiągnięcia najlepszego kwartału dla aplikacji „Unsolved”. Pierwsze tygodnie października przyniosły poprawę otoczenia, co prawdopodobnie pozwoliło spółce ponownie zwiększyć budżety reklamowe. Jednocześnie wchodzimy w okres sezonowo podwyższonych kosztów reklamy, co będzie utrudniało skalowanie gry. Na większe efekty poprawy LTV trzeba będzie poczekać prawdopodobnie do drugiej połowy grudnia.**

**Prowadzone projekty:**

- „Unsolved” – od początku roku urosło o ok. 40% (najważniejsze zmiany poprawiające KPis wyszły w okresie wakacji). Na 2H'24 zaplanowane 2 zmiany, które mają potencjał zwiększyć LTV o 5-30%.
- „Unsolved” metagra – ze względu na dłuższy niż zakładany dotychczas czas dochodzenia do oczekiwanej jakości projektu w dotychczas zrealizowanych kamieniach milowych harmonogram dalszego rozwoju projektu został zmodyfikowany. Zarząd ocenia, że zakończenie prac nad wersją MVP metagry nastąpi w 2H'25, co umożliwi przeprowadzenie testów z graczami do końca 2025 r.
- **Nowa gra RPG** – w wyniku rozszerzenia zakresu prac wchodząc w skład aktualnie trwającego kamienia milowego, przeprowadzenia testów z graczami zostało przełożone na początek 4Q'24. Po ich zakończeniu oraz ewaluacji zebranych danych podjęte zostaną decyzje ws. dalszego harmonogramu rozwoju projektu. Przy założeniu pozytywnej weryfikacji projektu reveal gry oraz start działań marketingowych planowane są na 1H'25.

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	23,6	26,2	10,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	21,2	23,2	9,4%
EBITDA	7,6	7,6	-0,6%
EBITDA skoryg.*	7,8	7,7	-0,6%
EBIT	6,4	6,4	-1,0%
Zysk netto	4,5	6,7	50,9%
Zysk netto skoryg.*	4,6	6,9	48,9%
Marża brutto na sprzedaży	89,6%	88,5%	
Marża EBITDA	32,2%	28,9%	
Marża EBITDA skoryg.*	33,0%	29,6%	
Marża EBIT	27,2%	24,3%	
Marża zysku netto	18,9%	25,7%	
Marża zysku netto skoryg.*	19,7%	26,4%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \*-skoryg. o koszty PM

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705



## BIG CHEESE STUDIO

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	14,4	P/E	3,7	12,0	8,7
MC [mln PLN]	59,5	EV/EBITDA	2,7	8,4	7,0
		EV/EBIT	2,7	17,8	7,4
		P/BV	2,0	2,9	2,4

Początek 3Q'24 przyniósł znaczące zmiany w spółce. W lipcu główny dotychczasowy akcjonariusz, PlayWay sprzedał większość swoich udziałów firmie Silk Road Games. W wyniku tych zmian na stanowisko prezesa powołano byłego CEO studia, Łukasza Dębskiego. Aktualnie spółka koncentruje się na wydaniu DLC BBQ i przyszłorocznej premierze „CS2”.

Ze względu na starzenie się flagowego produktu BCS oraz brak nowych wydarzeń, które mogłyby pobudzić zainteresowanie kluczowym IP spółki, spodziewamy się spadku przychodów w omawianym okresie. Dodatkowo, negatywny wpływ na monetyzację miało umocnienie PLN względem USD i EUR. Według naszych kalkulacji BCS w 3Q'24 wygenerował 2,0 mln PLN przychodów ze sprzedaży (-13% r/r). Mając na uwadze prace trwające nad DLC „Barbecue”, „CS2” oraz mobilną wersją CS oczekujemy wzrostu zmiany stanu produktów do poziomu ok. 1,1 mln PLN.

W całym 3Q'24 prognozujemy 3,2 mln PLN przychodów (-27% r/r), 1,1 mln PLN skoryg. EBITDA (-28% r/r) oraz 1,0 mln PLN zysku netto (vs -0,2 mln PLN w 3Q'23). Przypominamy, że porównywanym okresie 3Q'23 spółka dokonała odpisu w wysokości 2,1 mln PLN (dot. trzech projektów: B17, Pizz Empire, Underdose).

**Spadek wyników r/r jak i q/q to nieuchronnie efekt coraz bardziej starzejącego się flagowego produktu spółki. Spodziewamy się neutralnej reakcji na wyniki BCS. Obecnie kluczowa dla studia będzie premiera gry „Cooking Simulator 2”. W związku ze wspomnianymi wyżej zmianami w spółce, które implikują wydłużenie procesów, oczekujemy premiery tego projektu dopiero w 3Q'25 (vs 1Q'25 poprzednio), a dodatku BBQ w 1Q'25.**

„Cooking Simulator” – spółka pracuje nad kolejny DLC („Barbecue”) do flagowej gry. W naszym prognozach zakładamy, że pojawi się na rynku w 1Q'25.

**Dywidenda** – spółka w lipcu wypłaciła 6 mln PLN w formie dywidendy (DPS = 1,45 PLN). Spółka będzie pracowała nad nową polityką. W pierwszej kolejności planowane przeznaczenie środków na rozwój. Pozostałymi środkami planuje dzielić się z akcjonariuszami.

„Cooking Simulator 2” – ostatnie playtesty CS2 wypadły poprawnie. W kolejnej fali playtestów, chciałyby pozytywnie zaskoczyć graczy skalą zmian. Premiera CS2 planowana jest na 2025 r. W 1Q'25 spółka zamierza zaprezentować ten projekt. Planuje hands-on m.in. dla inwestorów.

**Plany na przyszłość** - spółka chce wrócić do ekspansji rynkowych i rozważyć przejęcie IP lub spółki gamingowej, wejście w VR, mobile, a także ponowne otwarcie na rynku azjatyckim.

W związku z przesunięciem premiery dodatku „BBQ” z 4Q'24 na 1Q'25 oraz umocnieniem PLN, rewidujemy w dół nasze założenia na 2024 r.

## Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	4,3	3,2	-26,8%	16,6	15,4	-7,5%
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	2,3	2,0	-12,7%	10,8	10,9	1,0%
Zmiana stanu produktów	2,0	1,1	-43,2%	5,8	4,5	-23,4%
EBITDA	-0,6	1,1	-	3,3	7,4	126,0%
EBITDA skoryg.	1,6	1,1	-28,2%	5,4	7,4	36,8%
EBIT	-0,7	1,0	-	2,8	7,0	149,9%
Zysk brutto	-0,6	1,1	-	2,0	7,2	252,6%
Zysk netto	-0,2	1,0	-	2,4	6,8	186,3%
Marża EBITDA	-12,9%	35,7%		19,7%	48,1%	
Marża EBITDA skoryg.	36,4%	35,7%		32,5%	48,1%	
Marża EBIT	-15,2%	32,3%		16,7%	45,2%	
Marża zysku netto	-3,9%	31,2%		14,3%	44,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Analityk:

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705



**BOOMBIT****Kupuj, TP 15,4/akcję**

Rekomendacja z dnia 18 lipca 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	9,88	P/E adj.	8,4	21,8	-
MC [mln PLN]	134,8	EV/EBITDA adj.	3,8	5,0	-
		EV/EBIT	8,7	26,0	-
		P/BV	1,9	1,8	-

Spółka podała szacunki przychodów za 3Q'24, które wyniosły 55,8 mln PLN (+8% q/q; +1% r/r). Za ok. 97,3% przychodów odpowiadał segment gier mobilnych generując 54,3 mln PLN (+6% q/q; +3% r/r), a za 1,5 mln PLN segment PAE (+114% q/q; -39% r/r).

Na przestrzeni omawianego kwartału wydatki na kampanie marketingowe utrzymywały się na zbliżonym poziomie q/q sięgając ok. 27,2 mln PLN (-4% r/r). Natomiast w związku z poprawą przychodów zwiększeniu q/q (+33%) uległ koszt prowizji platform do poziomu 5,6 mln PLN (-1% r/r) oraz wypłacany zewnętrznym studiom rev share.

W ostatnich miesiącach spółka optymalizowała zespoły, redukując zatrudnienie o ok. 9% (od początku roku skala zwolnień sięgnęła ok. 14%), stąd liczymy, że będzie to dostrzegalne na poziomie kosztów osobowych. Ponadto w 3Q'24 dokonano dekonsolidacji ADC, co miało wyraźny wpływ na wyniki segmentu PAE oraz całej grupy (spadek kosztów projektów blockchain).

Mając powyższe na uwadze prognozujemy, że w całym 3Q'24 BoomBit osiągnęła 8,7 mln PLN skoryg. EBITDA (z czego segment „Gier mobilnych” odpowiadał za 8,1 mln PLN a „PAE” za 0,5 mln PLN), co stanowi wzrost r/r o 30%. W omawianym okresie, szacujemy poziom skoryg. zysku netto na jednostkę dominującą na ok. 3,9 mln PLN (+21% r/r).

**Pod względem wyników wybieramy okres 3Q'24 pozytywnie. Progresja przychodów wraz z poprawą na poziomie marżowości (efekt redukcji zatrudnienia oraz dekonsolidacji ADC) przełoży się na najlepsze odczyty od blisko 3 lat (pomijając one-offy). Liczymy, że kolejne miesiące za sprawą premier tytułów, które zadebiutowały w ostatnim czasie przyniosą dalszą progresję przychodów, co przy utrzymaniu dyscypliny kosztowej powinno przełożyć się na poprawę wyników na poziomie EBITDA oraz zysku netto n.j.d.**

- **Gry mid-core/ casual** - spółka celuje w ok. 3 premiery gier mid-core/ casual + SL „Hunt Origin” w 4Q'24.
- **BoomLand** – przesunięcie IDO tokenu BOOM na 1Q'25 wynika ze strategii podążania za rynkiem. 1Q'25 dla kryptowalut wygląda na bezpieczniejszy okres. Aktualnie zebrano ok. 50% w kolejnej rundzie finansowania. Przy obecnej sytuacji na rynku krypto, inwestorzy podchodzą zachowawczo do inwestycji. Spółka liczy, że uda jej się domknąć finansowanie w okolicach 1Q'25.
- **ADC Games** - w kolejnych okresach sprawozdawczych przychody i koszty spółki nie będą już włączane do skonsolidowanego sprawozdania finansowego grupy. ADC wraz z jej spółkami zależnymi będzie wyceniana w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym spółki według metody praw własności

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	55,3	55,8	0,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	6,1	8,1	33,5%
EBITDA	4,9	8,3	68,2%
EBITDA skoryg.*	6,7	8,7	29,8%
Gry mobilne	7,2	8,1	12,3%
Gry „Play-and-Earn”	-0,6	0,5	-
EBIT	1,8	4,0	115,3%
Zysk netto	1,5	3,4	127,5%
Zysk netto n.j.d.	2,8	3,5	27,7%
Zysk netto n.j.d. skoryg.*	3,2	3,9	21,3%
Marża brutto na sprzedaży	11,0%	14,5%	
Marża EBITDA	8,9%	14,8%	
Marża EBITDA skoryg.*	12,1%	15,5%	
Marża EBIT	3,3%	7,1%	
Marża zysku netto n.j.d.	5,0%	6,3%	
Marża zysku netto n.j.d.*	5,9%	7,0%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. ;\*-skoryg. o koszty PM22-24

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705

**CD PROJEKT****Redukuj, TP 130/akcję**

Rekomendacja z dnia 5 sierpnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	158,7	P/E	46,1	33,0	48,2
MC [mln PLN]	15 936	EV/EBITDA	30,1	20,4	34,9
		EV/EBIT	39,5	31,0	49,3
		P/BV	7,9	6,6	6,0

Liczne wyprzedaże w minionym kwartale pomogły utrzymać zainteresowanie zarówno Cyberpunkiem, jak i Wiedźminem, co przełożyło się na nieznaczny wzrost sprzedaży ilościowej q/q. Ważnym elementem wspierającym wyniki spółki w tym okresie okazały się wpływy z uczestnictwa „W3” w PS Plus. Szacujemy, że na przestrzeni 3Q'24 sprzedaż dodatku i „CP” wyniosła odpowiednio 0,8/ 0,6 mln kopii (ok. +20% q/q; płasko q/q), a całe IP wygenerowało przychód na poziomie ok. 107 mln PLN (płasko q/q). Według naszych kalkulacji „W3” dzięki dużemu zainteresowaniu podczas Steam Summer Sale spowodowanemu najgłębszą obniżką dotychczas (90%) zanotował progresję sprzedaży q/q (+15%) do 1,5 mln, co wraz ze wspomnianymi wpływami z PS Plus pozwoliło wypracować ok. 55 mln PLN przychodów (+57% q/q). Jednocześnie pragniemy przypomnieć o wysokiej bazie porównawczej, wynikającą z premiery CP Phantom Liberty w 3Q'23.

3Q'24 był przedostatnim kwartałem, w którym stawka amortyzacji kosztu produkcji „Phantom Liberty” kształtowała się na poziomie 5% (ok. 23 mln PLN). Wraz z postępem prac nad nowymi grami (Orion, Canis Majoris, Hadar) dalszemu wzrostowi, choć znacznie mniej dynamicznemu uległy koszty badań i rozwoju (do ok. 27 mln PLN vs 25 mln PLN w 2Q'24). Mniejsza dynamika wynikała, z rozpoczęcia (w okolicach września) kapitalizacji nakładów na P.Orion (nie oznacza to, że projekt przeszedł do pre-produkcji). Spodziewamy się, że koszty sprzedaży w omawianym okresie sięgnęły ok. 31mln PLN i były delikatnie wyższe q/q. Zakładamy, że koszty związane z programem motywacyjnym wyniosły ok. 4 mln PLN.

W całym 3Q'24 prognozujemy 229,2 mln PLN przychodów (-48% r/r), z czego zakładamy, że CDR RED odpowiadał za 180 mln PLN, a GOG.com za 49 mln PLN. Na poziomie skoryg. EBITDA szacujemy 113,2 mln PLN (-60% r/r), EBIT równy 83,1 mln PLN (-55% r/r; GOG = -0,3 mln PLN) oraz zysk netto w okolicach 83,6 mln PLN (-59% r/r). W związku z dalszymi postępowaniami prac nad „P.Polaris” jak i rozpoczęciem kapitalizacji „P.Orion” zakładamy wzrost nakładów na nowe gry do poziomu ok. 64 mln PLN (vs 57 mln PLN w 2Q'24).

Ze względu na premiery „CP Phantom Liberty” w 3Q'23, ubiegłoroczne wyniki stanowią wysoką bazę porównawczą dla tegorocznych rezultatów. Jednocześnie dzięki poprawie q/q ilości sprzedawanych egzemplarzy zarówno „Cyberpunka” i „Wiedźmina 3” oraz rozpoznaniu wpływów z PS Plus spółce udało się wypracować progresję wyników q/q. Ten ostatni czynnik (PS Plus) zadecydował również, że wyniki tego okresu okazały się lepsze niż prognozowane przez nas w ostatniej rekomendacji. W związku z powyższym oceniamy lekko pozytywnie miniony kwartał. Jednocześnie biorąc pod uwagę rozpoczęcie kapitalizacji „P.Orion” podwyższamy naszą roczną prognozę. Oczekujemy, że podczas konferencji spółka zakomunikuje o przejściu „P.Polaris” do fazy produkcji. Ponadto liczymy, że, na tegorocznym branżowym wydarzeniu TGA (13.12.2024), CDR zaprezentuje nowego „Wiedźmina”.

**Cywilny pozew zbiorowy przeciwko CD Projekt**

Powód domaga się ustalenia na drodze sądowej, czy stosowanie przez spółkę zależną GOG określonych rozwiązań technicznych jest zgodne z United States Video Privacy Protection Act oraz wypłaty ewentualnego odszkodowania, gdyby sąd stwierdził wystąpienie naruszenia. Na obecnym etapie spółka weryfikuje zasadność roszczeń. Liczba potencjalnych powodów, która będzie uczestniczyć w sprawie, a tym samym łączna wartość roszczeń nie jest jeszcze znana.

**Nowe anime ze świata „Cyberpunka”**

Netflix i CD Projekt pracują nad kolejną animacją w świecie „Cyberpunka”.

**Prowadzone projekty:**

- Polaris – zespół w zasadzie kompletny, może delikatnie wzrosnąć ale niewiele więcej niż obecnie. W tworzeniu historii spółka bazuje na swojej znajomości tego uniwersum.
- Orion – projekt blisko przejścia z fazy badawczej do fazy rozwojowej. W 2025 r. zespół podwoi swoją liczebność.
- Sirius – na przestrzeni 2025 r. zespół będzie również zwiększany jednak nie tak dynamicznie jak w przypadku Oriona.

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	442,7	229,2	-48,2%	1 230,2	885,0	-28,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	299,5	165,7	-44,7%	849,6	634,4	-25,3%
EBITDA	283,4	113,2	-60,1%	714,1	421,8	-40,9%
EBIT	186,2	83,1	-55,4%	469,0	301,8	-35,7%
Zysk brutto	233,7	94,9	-59,4%	538,5	364,3	-32,3%
Zysk netto	202,9	83,6	-58,8%	481,1	336,9	-30,0%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	67,7%	72,3%		69,1%	71,7%	
Marża EBITDA	64,0%	49,4%		58,0%	47,7%	
Marża EBIT	42,1%	36,3%		38,1%	34,1%	
Marża zysku netto	45,8%	36,5%		39,1%	38,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705

## CI GAMES

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	1,58	P/E	35,3	20,0	69,1
MC [mln PLN]	290,5	EV/EBITDA	17,6	2,7	5,6
		EV/EBIT	36,1	8,2	49,7
		P/BV	2,0	1,8	2,2

Pod koniec 3Q'24 spółka zaktualizowała swoją strategię na lata 2025-2028, zakładając premierę gry „P3” (next LOTF) w 2026 r. oraz po jednej premierze w latach 2027 i 2028 – odpowiednio „Projekt SGW Evolved” i „Projekt H”. Ponadto, spółka planuje wydawać 1-3 wysokiej jakości tytułów rocznie pod marką United Label. „Projekt SGW Evolved” będzie oparty na dotychczasowych pracach nad „SGW Next” i „Projekt Survive”. Strategia przewiduje finansowanie własnych projektów z generowanych przepływów operacyjnych, partnerstwa z Epic oraz potencjalnych innych partnerstw, a także poprzez zadłużenie.

Pod kątem biznesowym 3Q'24 cechował się dalszym spadkiem zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen”. Nie pomagał również coraz bardziej starzejący się portfel gier oraz umacniający się PLN względem USD i EUR. Szacujemy, że w całym 3Q'24 sprzedaż „LotF” wyniosła ok. 110 tys. sztuk (-20% q/q; przypominamy, że w 2Q'24 spółka rozpoznała wpływy z Game Pass = ok. 20 mln PLN), co przełożyło się na ok. 9 mln PLN przychodów. Zakładamy, że backcatalogue dołożył od siebie ok. 6 mln PLN. Tym samym łącznie na poziomie przychodów prognozujemy 14,5 mln PLN (-61% r/r). Zwracamy uwagę na wysoką bazę porównawczą – w 3Q'23 CIG rozpoznał w przychodach 29,1 mln PLN przychodów ze sprzedaży fizycznej „LotF” do dystrybutorów.

Oczekujemy spadku COGS do ok. 7 mln PLN, utrzymania kosztów SG&A na zbliżonym poziomie q/q, czyli ok. 7 mln PLN. Przypominamy, że w porównywalnym okresie 3Q'23 trwała intensywna kampania marketingowa „LOTF”, a łączne wydatki marketingowe sięgnęły ponad 11 mln PLN. Mając powyższe na uwadze szacujemy, że w 3Q'24 spółka wypracowała 7,7 mln PLN EBITDA (vs -21 % r/r) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d. (vs -1,6 mln PLN w 3Q'23).

Oceniamy miniony kwartał lekko negatywnie. Po udanym 2Q'24, w którym spółka rozpoznała wpływy z Game Pass (ok. 20 mln PLN), wyniki 3Q'24 za sprawą spadającego zainteresowania najnowszą produkcją spółki „Lords of the Fallen” oraz topniejących przychodów z backcatalogue zaliczyły znaczący spadek q/q. Dzięki podpisanej umowie z Epic Games CIG zabezpieczył finansowanie aktualnych produkcji na kolejne kwartały. Biorąc pod uwagę budżet ostatniej gry spółki (281 mln PLN), mimo zapowiedzi niższych nakładów oraz zwiększenia zadłużenia do ok. 70 mln PLN, uważamy, że środki te mogą okazać się niewystarczające do ukończenia projektów zapowiedzianych w strategii.

## Najważniejsze założenia zaktualizowanej strategii 2025-28

- CIG zakłada premierę gry „P3” (next LOTF) w 2026 r. oraz po jednej premierze w latach 2027 i 2028 – odpowiednio „Projekt SGW Evolved” i „Projekt H”.
- Zamierza wydawać 1-3 tytuły rocznie pod marką United Label.
- Strategia przewiduje finansowanie własnych projektów z generowanych przepływów operacyjnych, partnerstwa z Epic oraz potencjalnych innych partnerstw, a także poprzez zadłużenie.
- Nowa strategia i model działania mają umożliwić obniżenie kosztów produkcji do czasu premiery.
- Nacisk na jakość i przewidywalność w procesie produkcji.
- Koncentracja na gracz, model biznesowy zapewniający efektywność oraz zwiększenie atrakcyjności dla graczy.
- Nacisk na jakość i przewidywalność w procesie produkcji.

Zmiana vs nasze ostatnie prognozy wynika z rozpoznania w wynikach 2Q'24 wpływów z Game Pass oraz oczekiwanej gorszej sprzedaży gry „Lords of the Fallen w 2H'24.

## Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	36,9	14,5	-60,6%	245,0	89,0	-63,7%
EBITDA	9,6	7,7	-20,5%	97,6	55,3	-43,3%
EBIT	2,3	0,5	-76,7%	31,5	6,3	-80,1%
Zysk/ strata netto	-1,2	0,3	-	14,5	5,0	-65,3%
Zysk/ strata netto n.j.d.	-1,6	0,1	-	13,0	4,5	-65,5%
Marża EBITDA	26,1%	52,8%		39,8%	62,2%	
Marża EBIT	6,3%	3,7%		12,9%	7,0%	
Marża zysku netto	-3,3%	1,8%		5,9%	5,6%	
Marża zysku netto n.j.d.	-4,2%	0,4%		5,3%	5,1%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Analityk:

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705

**CREEPY JAR****Kupuj, TP 621/akcję**

Rekomendacja z dnia 9 września 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	364,0	P/E adj.	5,7	11,2	15,0
MC [mln PLN]	254,6	EV/EBITDA adj.	2,0	8,2	11,3
		EV/EBIT adj.	2,0	8,7	12,3
		P/BV	2,5	2,6	2,5

Trzeci kwartał 2024 r. był dla CRJ okresem, w którym spółka wydała nowy dodatek „Decorations” do gry „Green Hell” na PC, droższą wersję Anniversary Edition, a także edycję dedykowaną konsolom nowej generacji. Wspomniane działania wspierały zarówno sprzedaż ilościową, jak i przychód z każdej sprzedanej kopii (mimo umocnienia PLN). Szacujemy, że w minionym okresie spółce udało się sprzedać ok. 460 tys. kopii tej produkcji (brutto), z czego 87% stanowiła wersja PC – ok. 400 tys. (płasko q/q)/ 11% - ok. 50 tys. wersja konsolowa (Xbox i PS)/ 2% - ok. 10 tys. wersja VR. Mając powyższe na uwadze prognozujemy przychody spółki w 3Q'24 na poziomie 7,8 mln PLN (-14,3% r/r).

W związku z premierą wersji „GH” na nowe konsole delikatnemu zwiększeniu q/q uległy usługi obce. Z drugiej strony, brak dodatkowych wydatków związanych z wydarzeniami, takimi jak targi Digital Dragons w 2Q'24, powinien przełożyć się na spadek pozostałych kosztów. Mając na uwadze brak większych zmian w zatrudnieniu, oczekujemy stabilnego q/q poziomu wynagrodzeń (ok. 2,2 mln PLN, z czego 1,3 mln PLN dotyczy programu motywacyjnego) oraz nakładów inwestycyjnych. Sumarycznie oczekujemy, że koszty działalności operacyjnej utrzymały się na zbliżonym poziomie q/q sięgając ok. 5,2 mln PLN (+55% r/r – taki wzrost wynika z braku uwzględniania kosztu programu motywacyjnego w 3Q'23).

Oczekujemy, że w omawianym okresie przychody finansowe z tyt. odsetek oscylowały w okolicach 0,8 mln PLN (spadek q/q wynikający z wypłaty dywidendy). W całym w 3Q'24 prognozujemy 4,2 mln PLN skoryg. EBITDA (-26,6% r/r) oraz 4,4 mln PLN skoryg. zysku netto (-31,1% r/r).

Oczekiwana poprawa q/q wyników jest kolejnym dowodem na wysokie kompetencje spółki w wydłużaniu ogona sprzedażowego. Mając na uwadze wyniki 3Q'24 jak i obecną sprzedaż, delikatnie podnosimy naszą całoroczną prognozę dla CRJ. Oczekując progresji q/q jak i utrzymania pozytywnego CF, liczymy na lekko pozytywny odbiór raportu za 3Q'24. Najważniejsza obecnie dla spółki pozostaje premiera „StarRupture” (zakładamy 1Q'25). Jeszcze w 4Q'24 CRJ zamierza udostępnić duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry, co będzie kluczowym momentem w ocenie potencjału komercyjnego tego projektu.

„StarRupture” – zamknięto kolejny milestone, a kolejnym dużym celem jest dowieszenie wersji beta w tym roku, czyli produktu niemal gotowego do wydania. Duży trailer pokazujący najważniejsze aspekty gry ostatecznie udostępniony w tym roku. Spółka planuje przeprowadzić testy „StarRupture” z graczami.

„Green Hell 2” – zakończono ważny etap koncepcyjny. Spółka nie zamierza eksperymentować z gatunkiem. Ma zamiar oprzeć się na „fantazji” z GH1, czyli realistycznego survivalu. Planuje dopracować i ulepszyć wszystko to co było w pierwszej części. Zamierza poszerzyć grę o dodanie głębi świata. Następnym etapem będą prace koncepcyjne nad poszczególnymi funkcjonalnościami.

**Dywidenda** – deweloper na początku lipca wypłacił dywidendę w wysokości 13,1 PLN za akcję.

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	9,1	7,8	-14,3%	37,5	30,1	-19,8%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	5,7	2,6	-54,9%	16,5	10,0	-39,7%
EBITDA	5,8	2,9	-49,1%	17,1	11,5	-32,9%
EBITDA adj.	5,8	4,2	-26,6%	19,7	16,5	-16,3%
EBIT	5,5	2,6	-52,7%	15,8	10,1	-36,1%
EBIT adj.	5,5	3,9	-29,0%	18,4	15,1	-17,9%
Zysk brutto	7,2	3,4	-53,7%	20,7	13,6	-34,6%
Zysk netto	6,3	3,1	-51,7%	18,3	12,0	-34,6%
Zysk netto adj.	6,3	4,4	-31,1%	20,9	17,0	-18,8%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	63,1%	33,2%		44,0%	33,1%	
Marża EBITDA	63,5%	37,7%		45,5%	38,1%	
Marża EBITDA adj.	63,5%	54,4%		52,4%	54,7%	
Marża EBIT	60,2%	33,2%		42,0%	33,5%	
Marża EBIT adj.	60,2%	49,9%		48,9%	50,1%	
Marża zysku netto	69,3%	39,1%		48,9%	39,9%	
Marża zysku netto adj.	69,3%	55,8%		55,8%	56,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

## FOREVER ENTERTAINMENT

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	3,9	P/E adj.	8,9	15,0	12,9
MC [mln PLN]	106,1	EV/EBITDA adj.	6,8	11,6	10,7
		EV/EBIT	7,1	14,6	11,0
		P/BV	2,7	2,5	2,2

3Q'24 dla Forever Entertainment był okresem bez większych wydarzeń, które mogłyby pozytywnie wpłynąć na generowane przez spółkę wyniki. Pod koniec września wydano „Night Slashers: Remake” na konsole (NS, PS, Xbox) oraz PC, jednak zakładamy, że większy efekt wynikowy tego tytułu pojawi się dopiero w 4Q'24. Umocnienie PLN i panująca wysoka konkurencja na rynku nie pomagała w monetyzacji gier z backcatalogue. Postępujące prace nad dużymi tytułami (Donkey Kong, Care Bear) pozwoliły na utrzymanie stabilnych wpływów z segmentu produkcji gier na zlecenie. Mając powyższe na uwadze oczekujemy regresji przychodów ze sprzedaży zarówno r/r (-15%) jak i q/q (-32%) do 6,3 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów szacujemy, że w 3Q'24 spółce udało się wypracować 7,0 mln PLN (-23% r/r, z czego ok. 0,7 mln PLN to zmiana stanu produktów).

Mając na uwadze regresję przychodów oczekujemy, że obniżeniu uległ poziom wypacanych tantiem dla deweloperów i właścicieli IP, co przełożyło się na spadek usług obcych. Spodziewamy się również niższych q/q kosztów wynagrodzeń. Na poziomie wyniku EBITDA prognozujemy 1,1 mln PLN (+2% r/r). Według naszych kalkulacji przychody finansowe z odsetek sięgną ok. 0,2 mln PLN. Szacujemy, że zysk netto w omawianym okresie wyniósł ok. 1,0 mln PLN (+11% r/r).

**Miniony kwartał w wykonaniu Forever Entertainment odbieramy neutralnie. Prognozowane przez nas wyniki implikują nieznaczny progresję r/r na poziomie EBITDA oraz zysku netto. Tak jak wskazywaliśmy w naszych poprzednich kwartalnikach, kluczowy dla tegorocznych wyników będzie 4Q'24, w którym oprócz debiutu „Care Bear” (24.10) liczymy, na premiery długo wyczekiwanych remaków (m.in. „THotD2” czy „FM3”).**

**„Donkey Kong Country Returns HD”**

- Podczas czerwcowej konferencji Nintendo Direct, zaprezentowany został pierwszy materiał marketingowy zapowiadający premierę gry "Donkey Kong Country Returns HD".
- Gra jest produkowana przez Forever Entertainment na zlecenie Nintendo Co. Ltd. i zostanie wydana przez Nintendo.
- "Donkey Kong Country Returns HD" to oficjalna nazwa gry o kryptonimie "Tytuł 1".
- Warunki finansowe umowy zawartej przez spółkę z Nintendo w zakresie produkcji gry nie odbiegają od standardów rynkowych stosowanych w tego typu umowach.
- Premiera gry będzie miała miejsce 16.01.2025.

**„Care Bear: To The Rescue”**

- Premiera gry będzie miała miejsce 24.10.2024 r. na platformach NS i PC.
- Wersje na konsole PlayStation i Xbox zostaną wydane później w tym roku.
- Cena gry = 14,99 USD/ EUR.

**Dywidenda** – na przestrzeni września spółka wypłaciła 1,6 mln PLN zysku za 2023 r. w formie dywidendy (DPS = 0,06 PLN).

W związku z oczekiwanym przesunięciem kilku premier na 2025 r. (m.in. „Panzer Dragon 2” czy „Thief Simulator 2”), obniżamy nasze prognozy na 2024 r.

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	9,1	7,0	-22,7%	36,7	40,0	9,0%
Zysk brutto ze sprzedaży	2,6	1,1	-57,8%	8,8	9,8	11,3%
EBITDA	1,1	1,1	1,6%	7,5	10,0	33,3%
EBITDA adj.	1,1	1,1	1,6%	9,1	10,0	10,4%
EBIT	1,0	1,0	2,6%	7,2	9,7	34,5%
Zysk netto	0,9	1,0	10,8%	5,9	8,2	39,6%
Zysk netto adj.	0,9	1,0	10,8%	7,1	9,4	32,9%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	28,2%	15,4%		24,0%	24,5%	
Marża EBITDA	11,9%	15,6%		20,5%	25,1%	
Marża EBITDA adj.	11,9%	15,6%		24,7%	25,1%	
Marża EBIT	11,1%	14,7%		19,7%	24,3%	
Marża zysku netto adj.	10,1%	14,5%		16,0%	20,5%	
Marża zysku netto	10,1%	14,5%		19,3%	23,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analityk:**

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705

**HUUUGE GAMES****Kupuj, TP 35,2/akcję**

Rekomendacja z dnia 8 kwietnia 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	16,8	P/E adj.	6,0	3,5	-
MC [mln PLN]	1 012,5	EV/EBITDA adj.	2,2	1,6	-
		EV/EBIT	4,7	1,8	-
		P/BV	1,6	1,8	-

Po stopniowym wzroście bazy użytkowników na przestrzeni 3Q'23-1Q'24 za sprawą zwiększania nakładów na akwizycję użytkowników, 2Q'24 wraz z wyhamowaniem dynamiki UA wykazał się spadkowym DAU flagowych tytułów spółki. Ograniczenie wydatków na kampanie marketingowe 3Q'24 przełożyło się na dalszą erozję bazy użytkowników, co w połączeniu z brakiem poprawy innych kluczowych KPIs wpłynęło na regresję przychodów do poziomu 58,3 mln USD (bez uwzględnienia wpływu rozpoznawania przychodów w czasie, -18% r/r i -8% q/q). Analizując dane z portalu Sensor Tower można było oczekiwać takiej skali regresji płatności, stąd szacunkowy odczyt przedstawiony przez spółkę na początku października nie stanowi dla nas zaskoczenia. Według naszych kalkulacji przychody z flagowych gier HUUUGE wyniosły 57,1 mln USD w 3Q'24, co oznacza spadek o 17% r/r i 8% q/q. Pozostałe gry wraz z „Traffic Puzzle” wygenerowały strumień płatności na poziomie ok. 0,9 mln USD (-47% r/r). Zakładamy, że udział kanału DTC (Webshop) w tym okresie wzrósł z ok. 12% w 2Q'24 do ok. 12,7%.

Po sukcesywnym podnoszeniu wydatków na marketing od początku 2023 r., oczekujemy, że 3Q'24 przyniesie znaczący spadek w tym obszarze. Redukcja nakładów na UA wynika z przesunięcia harmonogramu wdrożenia nowych funkcjonalności do flagowych produktów z przełomu 2/3Q'24 na 4Q'24. Spodziewamy się, że poziom wydatków reklamowych sięgnął ok. 8,8 mln USD (-19% r/r), co w relacji do przychodów stanowi ok. 15%.

Liczymy również, na utrzymanie dyscypliny kosztowej w innych obszarach, w tym w szczególności wynagrodzeń. Mając powyższe na uwadze, jak i dalszy wzrost płatności przechodzących przez kanał DTC, zakładamy delikatną poprawę q/q marżowości mobilnego dewelopera. W całym 3Q'23 prognozujemy spadek skoryg. EBITDA do ok. 18,9 mln USD (-30% r/r, -3% q/q). Na poziomie działalności finansowej oczekujemy ok. 1,3 mln PLN zysku. Liczymy, że spółce uda się w 3Q'24 wypracować ok. 15,0 mln USD skoryg. zysku netto (-36% r/r).

**Miniony kwartał oceniamy neutralnie. Mimo znaczącego spadku przychodów, poprawa marżowości wynikająca z ograniczenia UA i utrzymania dyscypliny kosztowej pozwoliła na utrzymanie zbliżonych wyników q/q. Liczymy jednak, że planowane do wprowadzenia zmiany w 4Q'24 przełożą się na odczuwalną regresję przychodów.**

**Nowa inwestycja** – w sierpniu'24 HUUUGE zainwestował (do 1,5 mln USD płatne w transzach, aktualnie dokonano płatności pierwszej transzy = 0,5 mln USD) w Empire Games ([LINK](#)), małe studio, które będzie funkcjonować jako nowy zewnętrzny zespół, wspierając działania na rzecz organicznego rozwoju.

**Google Privacy Sandbox** – prawdopodobnie zostanie wprowadzone w 4Q'24 bądź w 2025 r.

**Akt o Rynkach Cyfrowych UE** - w 2Q'24 spółka zaakceptowała nowe warunki i prowizji App Store dla rynków UE. Oczekuje, że dzięki temu wygeneruje nieznaczne oszczędności kosztowe na opłatach prowizyjnych.

**Podsy** - dwie testowe premiery (MVP / tech launch) planowane są na 2H'24.

**M&A** - obecnie M&A ma wyższy priorytet niż kolejny buy-back. Spółka uważa, że obecnie jest dobry okres dla M&A, wyceny są niskie, co może pozwolić na znalezienie interesującego podmiotu do przejęcia.

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln USD]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	71,2	58,3	-18,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	50,6	42,3	-16,3%
EBITDA	24,7	18,1	-26,5%
EBITDA skoryg.	27,0	18,9	-30,0%
EBIT	22,5	16,2	-28,2%
Zysk brutto	22,9	17,5	-23,7%
Zysk netto	18,7	14,2	-24,0%
Zysk netto skoryg.	23,4	15,0	-36,0%
Marża EBITDA	34,7%	31,1%	
Marża EBITDA skoryg.	38,0%	32,4%	
Marża EBIT	31,7%	27,8%	
Marża zysku netto	26,2%	24,3%	
Marża zysku netto skoryg.	32,8%	25,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.pl

tel.: (+48) 516 086 705



## PCF GROUP

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	11,0	P/E	18,0	-	-
MC [mln PLN]	396,8	EV/EBITDA	12,1	-	-
		EV/EBIT	19,1	-	-
		P/BV	1,5	0,9	1,0

Po ciężkim kwartale jakim był 2Q'24 (ujemne przychody z P. Gemini – efekt korekty marżowości od początku realizacji tego projektu; odpis P. Red), 3Q'24 był mniej burzliwy i dzięki nowej umowie WFH z Kraftonem na P.Echo przyniósł poprawę przepływów pieniężnych. Nie zmienił on jednak znacząco sytuacji finansowej spółki, której aktualne zasoby gotówkowe wystarczają na ok. 2-3 kwartały produkcji.

Szacujemy, że w omawianym okresie wpływy z segmentu produkcji gier na zlecenie sięgnęły ok. 47,7 mln PLN (+30,4% r/r), z czego za blisko 50% odpowiadał „Maverick”. Oczekujemy przychodów z self-publishingu w okolicach 0,5 mln PLN (-91% r/r). Pozostałą część stanowią prawa autorskie, które według naszych szacunków dodały od siebie ok. 0,7 mln PLN. Całościowo na poziomie przychodów zakładamy 48,9 mln PLN (+15% r/r).

W naszych kalkulacjach zakładamy delikatny spadek SG&A do ok. 48,6 mln PLN (-5% q/q). Spodziewamy się zbliżonych q/q nakładów na produkcję gier (ok. 31 mln PLN). Mając powyższe na uwadze szacujemy wynik EBITDA w 3Q'24 na poziomie ok. 8,3 mln PLN (+66% r/r), EBIT równy 0,3 mln PLN (vs -1,2 w 3Q'23) oraz 0,1 mln PLN zysku netto n.j.d.

**Mimo poprawy przepływów pieniężnych, oczekujemy neutralnego odbioru raportu za 3Q'24 przez inwestorów. Najważniejsze obecnie dla spółki jest pozyskanie finansowania, w celu zabezpieczenia dalszej produkcji (według zaktualizowanej strategii planuje pozyskać ok. 350 mln PLN). Aktualne zasoby gotówkowe wystarczą spółce na ok. 2-3 kwartały produkcji.**

#### Najważniejsze założenia zaktualizowanej strategii:

- Spółka w ramach zaktualizowanej strategii przewiduje 3,3 mld PLN przychodów w latach 2024-2028 (vs 3 mld PLN w latach 2023-2027 wcześniej).
- 5 % przychodów ma być osiągniętych w 2025 r., 27% w 2026 r., 29% w 2027 r. i 33% w 2028 r.
- Premiera projektów Bifrost i Victoria przewidziana jest na 2026 w formule EA.
- Planowane utrzymanie zaangażowanie w projektach WFH w okresie 2024-28 na poziomie 370 osób.
- Kluczowe dla dalszej realizacji strategii pozyskanie nowego finansowania w wysokości około 350 mln PLN. W przypadku niepowodzenia uzyskania odpowiedniego poziomu finansowania spółka rozważa wydanie projektów Bifrost i Victoria w modelu WFH.
- W latach 2025-26 zarząd PCF nie przewiduje rekomendowania wypłaty dywidendy, może to nastąpić nie wcześniej niż w z wypracowanego zysku za rok obrotowy 2026.

#### „P.Echo”:

- Na przestrzeni września spółka zawarła umowę z Krafton Inc. na produkcję nowego trybu do istniejącej gry wideo wydawcy.
- Umowa przewiduje, że prace będą prowadzone w modelu work-for-hire.

#### „P.Red”:

- We wrześniu spółka podjęła decyzję o zaniechaniu dalszych prac nad Projektem Red, który grupa zamierzała wydać w modelu z zewnętrznym wydawcą albo w modelu self-publishing.
- Dotychczasowy zespół Projektu Red będzie pracował na Projektem Echo.
- Odpis na kwotę 7,7 mln PLN pojawił się w wynikach 2Q'24.

W związku z zawarciem umowy na produkcję „P.Echo” podwyższamy naszą całoroczną prognozę przychodów. Jednocześnie w związku z gorszymi wynikami spółki w 2Q'24 rewidujemy w dół nasze estymacje na niższych poziomach wynikowych.

#### Prognozy wyników na 3Q'2024

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	42,6	48,9	14,8%	150,1	175,5	16,9%
EBITDA	5,0	8,3	66,0%	-66,8	-0,4	-
EBIT	-1,2	0,3	-	-86,5	-33,9	-
Zysk/ strata netto	-0,4	0,2	-	-75,6	-31,7	-
Zysk/ strata netto n.j.d.	-1,9	0,1	-	-76,7	-32,0	-
Marża EBITDA	11,8%	17,0%		-44,5%	-0,2%	
Marża EBIT	-2,9%	0,6%		-57,6%	-19,3%	
Marża zysku netto	-0,9%	0,3%		-50,3%	-18,1%	
Marża zysku netto n.j.d.	-4,5%	0,1%		-51,1%	-18,2%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

#### Analitik:

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705



## PLAYWAY

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	275,0	P/E	14,2	14,4	11,0
MC [mln PLN]	1 831,5	EV/EBITDA	9,6	13,0	8,3
		EV/EBIT	9,7	13,1	8,4
		P/BV	3,6	3,8	3,6

3Q'24 był dla grupy PLW okresem, w którym z sukcesem zadebiutowała gra „Crime Scene Cleaner”, osiągając sprzedaż na poziomie około 262 tys. egzemplarzy do końca kwartału. Ponadto na przestrzeni sierpnia portfel gier grupy uczestniczył w PlayWay Sale, co wspomagało jego monetyzację. W omawianym kwartale sprzedaż na PC takich gier jak „House Flipper 2”, „Contraband Police” oraz „Thief Simulator 2” wyniosła odpowiednio 52tys. (-30% q/q)/ 73 tys. (-16% q/q)/ 39 tys. (-22% q/q). Cały czas też istotnie kontrybuował segment mobile, chociaż w znacznie niższym stopniu niż to miło miejsce w 2Q'24. W całym 3Q'24 spodziewamy się, że spółce udało się wygenerować 79,7 mln PLN przychodów (z czego ok. 9 mln PLN stanowiła zmiana stanu produktów).

Oczekujemy spadku q/q nakładów na marketing (w 2Q'24 – konsolowa wersja „HF2” i skalowanie nowych gier na mobile). Tym samym spodziewamy się spadku kosztów operacyjnych do okolic 39 mln PLN (z 42 mln PLN w 2Q'24). Mając powyższe na uwadze, w naszych analizach zakładamy EBIT w 3Q'24 w okolicach 40,3 mln PLN (+34% r/r) oraz zysk netto n.j.d. sięgający 33,2 mln PLN (+21% r/r).

Oczekując poprawy wyników r/r, spodziewamy się lekko pozytywnego odbioru wyników za 3Q'24. Ważnym wydarzeniem w kontekście kształtowania się przyszłych wyników spółki będzie premiera trybu co-op do „HF2” (przełom 2024/25) oraz konsolowa wersja „Contraband Police” (4Q'24). Oczekujemy premiery kolejnej części CMS w 2025 r.

## Inne:

- **Dywidenda** – spółka na początku lipca wypłaciła 144 mln PLN dywidendy (PDS = 21,8 PLN).
- **2024 r.** - w planie premier spółki widnieje ok. 47 pozycji.
- **Program motywacyjny** – w połowie lipca CEO PLW Krzysztof Kostowski zrzekł się prawa do objęcia 66 tys. nowych akcji w ramach programu motywacyjnego za 2023 rok.

W związku ze sprzedażą udziałów w Big Cheese Studio, umocnieniem PLN obniżamy nasze oczekiwania co do kolejnych kwartałów.

## Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r	2023	2024P	zmiana r/r
Przychody	71,1	79,7	12,1%	310,8	361,2	16,2%
EBITDA	30,5	40,9	33,8%	160,8	201,5	25,3%
EBIT	30,1	40,3	33,7%	159,2	199,5	25,4%
Zysk netto	32,1	39,5	23,0%	126,3	201,9	59,8%
Zysk netto n.j.d.	27,4	33,2	21,2%	106,7	164,7	54,3%
Marża EBITDA	42,9%	51,3%		51,7%	55,8%	
Marża EBIT	42,4%	50,5%		51,2%	55,2%	
Zysk netto	45,1%	49,5%		40,6%	55,9%	
Marża zysku netto n.j.d.	38,5%	41,6%		34,3%	45,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

## Analitik:

Krzysztof Tkocz  
 krzysztof.tkocz@bdm.pl  
 tel.: (+48) 516 086 705

**TEN SQUARE GAMES****Kupuj, TP 118/akcję**

Rekomendacja z dnia 15 maja 2024 r.

			2022	2023	2024P
Kurs [PLN]	84,2	P/E adj.	5,5	6,0	-
MC [mln PLN]	547,2	EV/EBITDA adj.	3,3	4,3	-
		EV/EBIT	6,4	144,6	-
		P/BV	1,7	2,3	-

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 3Q'24 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie), które wyniosły 102,3 mln PLN, co stanowi wzrost q/q o 4,4%/ i jednocześnie spadek r/r o 2,5%. Kwota 62,2 mln PLN (+4,3% q/q, -11% r/r) odnosi się do płatności wygenerowanych przez grę „FC”, co stanowi ok. 61% skonsolidowanych przychodów. Kolejne 23,0 mln PLN (+4,0% q/q, -16% r/r) dotyczy płatności w grze „HC” (23%). Szacujemy, że tytuły Rortos'u wygenerowały w 3Q'24 ok. 12,6 mln PLN (z czego 5,7 mln PLN „WoH”), natomiast za resztę przychodów odpowiadały „LF” i „WH” oraz pozostałe gry.

W związku z pojawieniem się na rynku konkurencyjnego projektu („Fishing Master”) do jednej z flagowych gier spółki, w celu poprawy widoczności swojego produktu, Ten Square zwiększył nakłady na „FC” do ok. 15 mln PLN (+43% q/q, +37% r/r). Wyraźny wzrost budżetów zaliczył również skalowany „Wings of Heroes” – ok. 3,3 mln PLN (vs 1,1 mln PLN w 2Q'24). Natomiast marketing na „HC” pozostał na zbliżonym poziomie q/q. W całym 3Q'24 prognozujemy wzrost kosztu UA do poziomu ok. 25,7 mln PLN (+33% q/q, +30% r/r).

Mając na uwadze trwające prace nad TSG Store, które miały miejsce na przestrzeni 3Q'24 zakładamy, że przesunięciu uległ efekt dalszej poprawy udziału w sprzedaży tego kanału w „FC”. Jednocześnie oczekujemy delikatniej progresji w przypadku „HC” oraz wpływu wynikającego z wykorzystania opcji Digital Markets Act (obniżenie prowizji z 30% do 24% na platformie iOS w krajach UE). Biorąc pod uwagę poprawę przychodów w 3Q'24 oczekujemy wzrostu kosztów prowizji platform do ok. 27,5 mln PLN. Zakładamy, że utrzymanie dyscypliny kosztowej pozwoliło m.in. zredukować koszty ogólnego zarządu oraz koszty sprzedaży (pomijając UA). W naszych analizach przyjmujemy koszt programu motywacyjnego na poziomie ok. 0,2 mln PLN.

Pomimo wzrostu przychodów q/q i utrzymaniu dyscypliny kosztowej, wyraźny wzrost nakładów na UA przyczynił się do regresji na poziomie skoryg. EBITDA do ok. 25,7 mln PLN (-23,6% r/r; -6% q/q). Oczekujemy neutralnego wpływu Gamesture na wyniki grupy (vs -0,7 mln PLN w 3Q'23). Mając powyższe na uwadze prognozujemy zysk netto spółki równy 18,0 mln PLN (-19% r/r).

**Liczymy się z negatywnym odbiorem raportu za 3Q'24. Pojawienie się konkurenta w kluczowym segmencie dla spółki, może w krótkim terminie wymusić na spółce zwiększenie poziomu UA (przy zwiększonym CPI – niższa rentowność pozyskiwanych kohort) w celu konkurencji o uwagę gracza, natomiast w średnim i długim może przyczynić się do głębszej regresji przychodów z „FC”.**

**Główne produkty:**

- „Fishing Clash” – grze potrzebne jest nowe podejście niezbędne do przebicia się wyżej w rankingach.
- „Hunting Clash” – priorytetem jest skupienie na jakości ruchu vs wolumenie.
- „Wings of Heroes” – spółka jest bardzo zadowolona z poprawy wyników WoH. Cały czas jednak stawia na ostrożne podejście w skalowaniu.

**Nowe projekty:**

- „Trophy Hunter” – testy pierwszej fazy (gameplay + ograniczony kontent) są obiecujące. W drugiej fazie zostanie dołożony kontent i skupią się na retencji. W 3 etapie (4Q'24) zostanie dodana i przetestowana monetyzacja.
- „Fishing Champions” – gra pełniejsza niż „Trophy Hunter” (pełniejszy experience), znajduje się już w testach (Polska i Filipiny).

**Prognozy wyników na 3Q'2024 [mln PLN]**

	3Q'23	3Q'24P	zmiana r/r
Przychody	105,6	102,3	-3,1%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	87,8	86,4	-1,6%
EBITDA	30,0	25,6	-14,7%
EBITDA adj.*	33,7	25,7	-23,6%
EBIT	25,0	20,9	-16,5%
Zysk brutto	23,2	21,2	-8,8%
Zysk netto	22,1	18,0	-18,7%
Marża zysku brutto ze sprzedaży	83,1%	84,5%	
Marża EBITDA	28,4%	25,0%	
Marża EBITDA adj.	31,9%	25,2%	
Marża EBIT	23,7%	20,4%	
Marża zysku netto	21,0%	17,6%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. \* -skoryg. o wydarzenia jednorazowe i koszty PM

**Analitik:**

Krzysztof Tkocz  
krzysztof.tkocz@bdm.pl  
tel.: (+48) 516 086 705

**WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:****Maciej Bobrowski**

Dyrektor Wydziału  
tel. (032) 208 14 12  
e-mail: [maciej.bobrowski@bdm.pl](mailto:maciej.bobrowski@bdm.pl)  
[strategia\\_przemysl\\_media/rozrywka\\_TMT](#)

**Krzysztof Pado**

Zastępca Dyrektora  
Doradca Inwestycyjny  
tel. (032) 208 14 32  
e-mail: [krzysztof.pado@bdm.pl](mailto:krzysztof.pado@bdm.pl)  
[oil&gas\\_budownictwo\\_materiały\\_budowlane\\_deweloperzy](#)

**Krzysztof Tkocz**

Analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 38  
e-mail: [krzysztof.tkocz@bdm.pl](mailto:krzysztof.tkocz@bdm.pl)  
[gry\\_komputerowe](#)

**Anna Tobiasz**

Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 35  
e-mail: [anna.tobiasz@bdm.pl](mailto:anna.tobiasz@bdm.pl)

**Andrzej Wodecki**

Doradca Inwestycyjny  
Młodszy analityk rynku akcji  
tel. (032) 208 14 39  
e-mail: [andrzej.wodecki@bdm.pl](mailto:andrzej.wodecki@bdm.pl)

**WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:****Leszek Mackiewicz**

Dyrektor Wydziału  
tel. (022) 62-20-848  
e-mail: [leszek.mackiewicz@bdm.pl](mailto:leszek.mackiewicz@bdm.pl)

**Piotr Dedecjus**

tel. (022) 62-20-100  
e-mail: [piotr.dedecjus@bdm.pl](mailto:piotr.dedecjus@bdm.pl)

**Maciej Fink-Finowicki**

tel. (022) 62-20-855  
e-mail: [maciej.fink-finowicki@bdm.pl](mailto:maciej.fink-finowicki@bdm.pl)

**Piotr Komorowski**

tel. (022) 62-20-851  
e-mail: [piotr.komorowski@bdm.pl](mailto:piotr.komorowski@bdm.pl)

**Tomasz Grzeszczyk**

tel. (022) 62-20-854  
e-mail: [tomasz.grzeszczyk@bdm.pl](mailto:tomasz.grzeszczyk@bdm.pl)

**Objaśnienia używanej terminologii:**

EBIT - wynik na działalności operacyjnej  
 EBITDA — wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację  
 Dług netto – zadłużenie oprecentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty  
 WACC - średni ważony koszt kapitału  
 CAGR - średnioroczny wzrost  
 EPS - zysk netto na 1 akcję  
 DPS - dywidenda na 1 akcję  
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję  
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto  
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży  
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację  
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej  
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży  
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto  
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej  
 P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję  
 ROE – stosunek zysku netto do kapitału własnych  
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów  
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów  
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży  
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży  
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

**System rekomendacji:**

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową;  
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej;  
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej;  
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej.  
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka

Poszczególne rekomendacje powinny skłaniać inwestorów do odpowiedniego zachowania się na giełdzie. I tak odpowiednio:

Kupuj – inwestor kupuje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe spadki;  
 Akumuluj – proces kupowania rozciągnięty jest na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor kupuje głównie na spadkach ceny rekomendowanego papieru;  
 Trzymaj – inwestor wstrzymuje się z decyzją, a w przypadku posiadania rekomendowanego papieru wartościowego może sprzedać w chwili pojawienia się korzystniejszej inwestycji;  
 Redukuj – proces sprzedawania rozciągnięty na dłuższy okres, w trakcie którego inwestor sprzedaje głównie na wzrostach ceny rekomendowanego papieru;  
 Sprzedaj – inwestor sprzedaje agresywnie, to znaczy szybko, nie czekając na większe wzrosty.

**Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:**

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).  
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).  
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

**INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

**Data sporządzenia materiału: 2024-10-25.**

**Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2024-10-25 (08:20 CEST).**

**Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2024-12-01 (08:20 CEST).**

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, BDM lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obciążona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. BDM nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

**DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:**

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. Zaznaczamy, że na dzień 25.10.2024 roku:

	11 BIT STUDIOS	ARTIFEX	BIG CHEESE STUDIO	BOOMBIT	CD PROJEKT	CI GAMES	CREEPE JAR	FOREVER ENTERTAINMENT	HUUUGE GAMES	PCF GROUP	PLAYWAY	TEN SQUARE GAMES
Czy BDM jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	NIE	TAK	TAK	NIE	TAK	NIE	TAK
Czy BDM znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy emitent posiada pakiet udziałów przekraczający 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	TAK	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE)	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy BDM jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane*	NIE	TAK*	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji otrzymywała lub kupowała akcje emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK	TAK
Czy osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE	NIE

\*BDM jest stroną „UMOWY O ŚWIADCZENIE USŁUG PRZYGOTOWANIA RAPORTÓW ANALITYCZNYCH” zawartej z GPW.