

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Gaming

### Ups and downs

Gaming wciąż boryka się z trudnościami przejścia z szybko rosnącej branży na dojrzałą. Pandemiczny boom spowodował wysoką konkurencję na rynku, która wciąż nie odpuszcza i sprawia, że o wyróżnienie się na takim rynku jest trudno, a oczekiwania graczy związane z jakością produkcji i kierunkiem ich rozwoju są bardzo wysokie. Wydaje się, że prognozowanie sukcesu lub porażki danej produkcji jest obecnie trudniejsze niż wcześniej. Przykładów dostarczają chociażby rodzime spółki - Frostpunk 2 od 11B zawiódł oczekiwania niektórych graczy mimo dobrych not zbieranych przed premierą (oceny testów, preview, recenzje), a Silent Hill 2 produkowany przez Bloobera zachwylił graczy, których oczekiwania względem premiery były co najmniej ostrożne. To pokazuje jak mało przewidywalna jest ta branża i jak ważne jest wsłuchiwanie się w potrzeby gracza i kontrola budżetów, która ogranicza ryzyko biznesowe. Przewidujemy, że ten trudny okres dla branży będzie się utrzymywał jeszcze w bieżącym i przyszłym roku, zanim sektor znów zrównoważy podaż i wróci do wzrostów, choć niższych niż wcześniej.

W ramach tego raportu przyjrzelśmy się dziewięciu polskim producentom gier. W przypadku największego z nich CDR (Buy) traktujemy ostatnią korektę kursu jako dobry moment na akumulowanie akcji spółki, w kontekście naszej oceny potencjału komercyjnego projektów w pipeline i ich timingu. Podobnie traktujemy PLW (Buy), który wysoko cenimy za powtarzalność wyników i generacji CF w konkurencyjnym otoczeniu. Premiera Frostpunk 2 zawiódła oczekiwania, zwłaszcza w kontekście odbioru przez graczy i wolumenów, ale reakcja kursu (ponad 50%) wydaje się być zbyt dotkliwą karą. Świetna premiera Silent Hilla 2 sprawia, że przychylniej patrzymy na przyszłe projekty BLO (Buy), potencjał płatności rev-share i możliwości pozyskania kolejnych umów z partnerami. Z drugiej strony sceptycznie oceniamy odświeżoną strategię CIG (Sell) i ostrożnie podchodzimy do potencjału nowej gry CRJ (Sell). W przypadku spółek mobile oczekujemy relatywnie trudnej końcówki roku, związanej z sezonowo wysokimi CPI (podkreśnionymi wydatkami e-commerce i wyborami w USA) i presją na top line.

**#Market update.** W wyniku bardzo dużej ilości projektów, które dostały zielone światło w okresie pandemicznym, rynek zasypany jest obecnie dużą liczbą gier. Przeinwestowanie przyczyniło się do wzrostu kosztów produkcji, obniżki zyskowności i w ostateczności zamykania projektów/studiów. Uważamy, że rynek wróci do równowagi po 2025. Zakładamy, że powrót do równowagi na rynku odbędzie się przede wszystkim poprzez zmniejszenie podaży, zakładamy, że popyt będzie rósł stabilnie razem z rozwojem rynku (4,3% CAGR 2023-30). Branża po okresie szybkiego wzrostu top line (CAGR blisko 7% w latach 2019-'23) będzie skupiać się na szukaniu rentowności na dojrzałym rynku. Na ostatnim gamescom congress agencja MIDiA wskazała na trzy trendy, które mogą okazać się sprzyjające dla branży: dotarcie do starszych graczy, tworzenie krótszych gier i transmedia.

**#Wyceny i rekomendacje.** Zalecamy kupowanie akcji CDR, PLW, 11B, BLO, HUG, sprzedawanie CRJ i CIG. Uważamy, że TEN i ART. są dobrze wyceniane. W wycenie stosujemy dwie metody: i) DCF (100% wagi dla spółek z branży video, 50% dla tych z mobile), i ii) metodę mnożnikową (odpowiednio 0% i 50%). Przyjmujemy stopę wolną od ryzyka na poziomie 5,5%, betę 1,2 dla wszystkich spółek z wyjątkiem PLW (1,0) i premię rynkową uzależnioną od przynależności na indeksu (5% WIG20, 5,5% mWIG, 6% sWIG, 7,5% pozostałe).

**#Czynniki ryzyka.** Do najważniejszych czynników ryzyka należą ryzyka i) nieosiągnięcia przez nowe gry założeń przychodowych oraz, ii) zmienność kursu USDPLN. W celu wizualizacji tych ryzyk w sekcjach spółkowych prezentujemy wrażliwość wyceny DCF na zmiany USDPLN oraz założeń wolumenowych gier w pipeline. Pozostałe ryzyka to: opóźnienie w produkcji gier, utrata kadry menadżerskiej, korzystanie z technologii podmiotów trzecich, zmiany trendów w branży i jej koniunktura.

	P/E			EV/EBITDA			ROE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
CD Projekt	46.0	82.6	160.2	33.9	54.6	96.8	13%	7%	3%
Playway	11.6	12.5	11.1	9.3	8.7	7.8	38%	36%	39%
Huuuge Games	4.1	6.1	7.3	1.5	2.5	3.2	37%	28%	26%
11 bit studios	11.7	5.9	5.0	8.6	3.3	2.2	21%	30%	25%
Ten Square Games	8.2	8.6	9.5	4.5	5.0	5.4	28%	27%	25%
Bloober Team	22.9	9.0	5.2	11.4	4.4	2.4	19%	33%	44%
CI Games	81.4	-	-	5.5	117	-	2%	-11%	-48%
Creepy Jar	26.5	76.5	22.1	19.4	19.1	7.8	15%	4%	12%
Artifex Mundi	9.1	9.0	6.9	5.9	5.6	3.6	25%	23%	25%

Source: Trigon DM

### CD Projekt

Buy

(Previous: Hold, 188)

Target price: 190 PLN

Upside: +19%

### Playway

Buy

(Previous: Hold, 326)

Target price: 366 PLN

Upside: +31%

### Huuuge Games

Buy

(Previous: Buy, 31.5)

Target price: 25.1 PLN

Upside: +50%

### 11 bit studios

Buy

(Previous: Sell, 502)

Target price: 368 PLN

Upside: +37%

### Ten Square Games

Hold

(Previous: Hold, 104)

Target price: 99 PLN

Upside: +14%

### Bloober Team

Buy

(Previous: Buy, 31)

Target price: 34.8 PLN

Upside: +35%

### CI Games

Sell

(initiation)

TP: PLN 1.39

Upside: -13%

### Creepy Jar

Sell

(Previous: Hold, 551)

Target price: 374 PLN

Upside: -1%

### Artifex Mundi

Hold

(Previous: Buy, 30.1)

Target price: 22.8 PLN

Upside: +14%

### ANALYST

Grzegorz Balcerski

PLN	12M TP		Recommendation	
	Current	Previous	Current	Previous
CDR	190	188	Buy	Hold
PLW	366	326	Buy	Hold
HUG	25.1	32	Buy	Buy
11B	368	502	Buy	Sell
TEN	99	104	Hold	Hold
BLO	34.8	31.0	Buy	Buy
CIG	1.39	-	Sell	-
CRJ	374	551	Sell	Hold
ART	22.8	30.1	Hold	Buy

Source: Trigon DM

## Research

CEE | Equity Research

## CD Projekt

Buy

(Previous: Hold, 188)

Target price: 190 PLN

Upside: +19%

Podtrzymujemy nasze tezy dotyczące spółki, tj. niezmiennie oceniamy potencjał przychodowy gier w pipeline, timing premier oraz usprawnienie procesu produkcyjnego w ostatnich latach. Zakładamy, że projekt Polaris wejdzie w fazę pełnej produkcji jeszcze w tym roku, a kapitalizowanie wydatków na projekt Orion wkrótce się rozpocznie. Oczekujemy lepszych wyników q/q za 3Q24E, które są związane z dobrym performance Wiedźmina (udostępnienie gry w PS Plus, świetna sprzedaż na 90% obniżce ceny na Steam) co pokazuje, że spółka jest w stanie dobrze stymulować sprzedaż swoich gier z backcatalog nawet długo po premierze. Może to przynosić pozytywne zaskoczenia w otoczeniu ogólnego oczekiwania erozji przychodów w miarę upływu czasu. Ostatni negatywny ruch na cenach akcji traktujemy jako okazję do akumulowania akcji spółki - nasza wycena sugeruje 19% upside vs bieżąca kapitalizacja, co skutkuje podwyższeniem rekomendacji do Kupuj vs wcześniejszy Trzymaj.

**Ocena potencjału pipeline bez zmian.** W ostatnim czasie na YT pojawił się materiał nakreślający czarny scenariusz dla przyszłości w kontekście kwestii produkcyjnych, retencji pracowników i procesu rekrutacyjnego. W odpowiedzi na niego co-CEO zdementował informacje w/w problemach zwracając uwagę na to, że rotacja w firmie jest najniższa od lat, ludzie zatrudniani są wyłącznie w oparciu o ich talent, a przejście na UE wynika z potrzeby bardziej efektywnego procesu produkcyjnego. Podzielamy zdanie spółki w kontekście reakcji na opublikowany materiał, który klasyfikujemy w kategorii plotek oraz szukania sensacji. Wg nas rotacja w branży twórczej, również na wyższych stanowiskach, jest naturalnym procesem, a kwestia przejścia na UE i rezygnacja z RedEngine została już zaadresowana przez spółkę kilka lat temu. Traktujemy zatem reakcje na w/w doniesienia jako okazję do akumulowania spółki. Niezmiennie uważamy, że CDR jest gotowy do powrotu na szczyt producentów gier singleplayer, z dwiema mocnymi markami na pokładzie. Dzięki wprowadzonym zmianom w procesach produkcyjnych, takim jak migracja na Unreal Engine i wdrożenie metodologii Agile, spodziewamy się długoterminowych korzyści, umożliwiających pracę nad kilkoma projektami jednocześnie oraz częstsze premiery.

**3Q24E Preview [lekkie pozytywne].** Uważamy, że wyniki za 3Q mogą zaskoczyć i plus przede wszystkim dzięki dobremu performance Wiedźmina 3. Zakładamy, że będzie on wynikał z i) przychodów z udostępnienia gry w subskrypcji PlayStation Plus (obstawiamy małych kilka mln USD) oraz ii) świetnemu performance na Steam w czasie promocji (na przełomie czerwca i lipca gra była sprzedawana na 90% obniżce, co przełożyło się na dotarcie do miejsca 8 na liście topsellerów, co jest najlepszym wynikiem od maja 2020r.). Przychody w segmencie CD Projekt Red powinny wzrosnąć ok. 16% q/q do 182 mln PLN, w GOG natomiast oczekujemy przychodów na poziomie 50 mln PLN. Biorąc pod uwagę wyłączenia oczekujemy 230 mln PLN top line w 3Q24E. Zakładamy, że na poziomie grupy kapitałowej koszt własny sprzedaży i SG&A wyniosą w sumie ok. 159 mln PLN. W przypadku pozostałej działalności operacyjnej uwzględniamy pozytywny wpływ ulgi na innowacyjnego pracownika, oczekujemy ok. 16 mln przychodów finansowych netto oraz 11% efektywnej stopy podatkowej w 3Q. Podsumowując, prognozujemy 113 mln PLN skorygowanej EBITDA i 87 mln PLN skorygowanego zysku netto (korekta o koszty programu motywacyjnego).

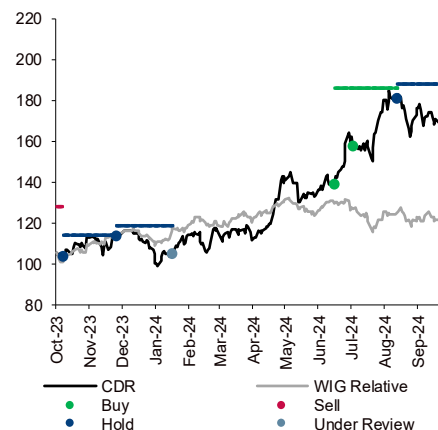
**Zmiana prognoz.** W przypadku naszych średnio terminowych prognoz istotne nominalne zmiany dotyczą 2024. Na kanwie dobrego oczekiwanego performance w 3Q24 podwyższamy naszą całoroczną prognozę EBITDA o 52 mln PLN. W przypadku kolejnych 2 lat zmiany są mało istotne. Nie zmieniamy naszych długoterminowych prognoz dotyczących pipeline.

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 190 PLN (do tej metody przypisujemy wagę 100%) i 19% potencjału wzrostu. Wydajemy rekomendację Kupuj.

## FACT SHEET

Ticker	CDR		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	160		
52W range (PLN)	97.1 / 165.5		
Shares outstanding (m)	99.9		
Market Cap (PLNm)	15,936		
Free-float	67%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	53.7		
Price performance	1M	3M	1Y
	9.8%	24.4%	2.1%

## RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



## RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Hold	29.08.2024	188
Buy	19.07.2024	186
Buy	02.07.2024	186
Under Review	01.02.2024	-
Hold	11.12.2023	119
Hold	23.10.2023	114
Sell	21.07.2023	128

## SHAREHOLDERS

	Share %
Marcin Iwiński	12.9%
Michał Kiciński	10.0%
Piotr Nielubowicz	6.9%
NN OFE	5.0%
Goldman Sachs Group Inc	5.0%

## INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	26.11.2024
----------------	------------

## ANALYST

Grzegorz Balcerski

PLNm	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenues	953	1,230	855	635	535	3,861
adj. EBITDA	498	731	429	270	158	2,646
EBIT	377	469	282	124	22	2,129
adj. Net profit	351	498	346	193	100	2,026
EPS (PLN)	3.5	5.0	3.4	1.9	1.0	19.5
P/E adj. (x)	45.4	32.0	46.0	82.6	160.2	7.9
EV/EBITDA adj. (x)	29.8	20.0	33.9	54.6	96.8	5.3
EV/Sales (x)	15.6	11.9	17.0	23.2	28.6	3.6
DY (%)	1.2%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company, Trigon DM

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Playway

### Buy

(Previous: Hold, 326)

### Target price: 366 PLN

### Upside: +31%

Business model spółki bazujący na dużej dywersyfikacji premier i restrykcyjnym podejściu do budżetów pozwala na przejście przez konkurencyjny okres w branży bez uszczerbku. Pielęgnowanie dobrze przyjętych IP poprzez wydawanie DLC i sequele połączone z generowaniem nowych pomysłów, z których część przekształca się w kolejne, silne marki symulatorowe (np. Contraband Police z 2023, którego sprzedaż ilościowa przekroczyła 1 mln) umożliwia spółce stabilne wzrosty wyników i regularną wypłatę dywidendy (w tym roku została wypłacona najwyższa dywidenda w historii PLW – 21.82 PLN na akcję, 144 mln PLN w sumie). Zakładamy, że głównym generatorem przychodów w spółce powinny pozostać premiery najważniejszych IP grupy (CMS, House Flipper, Thief Simulator, Contraband Police). Co więcej do tego grona w tym roku dołączyła kolejna marka – Crime Scene Cleaner, który w dwa miesiące przekroczył 300 tys. sprzedanych sztuk, przy okazji zbierając przytłaczająco pozytywne oceny od graczy na Steam (97% pozytywnych ocen). Przykład tej gry pokazuje zdolność modelu biznesowego PLW do kreowania nowych, silnych IP w grupie. Reasumując, pielęgnowanie dotychczasowych marek wsparte nowymi, licznymi premierami gier produkowanych przez spółkę z grupy powinien zapewnić stopniową poprawę przychodów. Zwracamy także uwagę na dywersyfikację premier, która ogranicza ryzyko biznesowe. Zakładamy, że konsekwentne i restrykcyjne podejście do kosztów pozwoli w kolejnych latach na kontynuowanie wypłaty 100% zysku w postaci dywidendy (solidny DY 8-9%). Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe czynniki uważamy bieżący kurs spółki jako okazję do akumulowania akcji spółki.

**Nowe kierunki rozwoju.** Spółka od jakiegoś czasu sygnalizuje podejmowanie współpracy ze studiami m.in. z Turcji, które wydają się być efektywnym kosztowo źródłem nowych projektów dla PLW. Jednocześnie ostatnia dezinvestycja z Big Cheese Studio pokazuje, że spółka chce skupiać się na kooperacjach, które wpisują się w filozofie Playway'a. Środki ze sprzedaży udziałów (ponad 30 mln PLN) spółka zamierza przeznaczyć na dywidendę i finansowanie zespołów produkcyjnych.

**3Q24E Preview [neutralne].** Oczekujemy przychodów nieco niższych vs poprzedni kwartał (-4%). Po pierwsze jest to efekt relatywnie wysokiej bazy z 2Q (m.in. dobra sprzedaż HF, który miał premierę wersji konsolowej, udział Robin Hooda w GamePass). Po drugie w wyniku za 3Q tylko w małym stopniu będą konsolidowane przychody z Cooking Simulatora (w wyniku sprzedaży BCS w ABB w lipcu), które w pierwszym półroczu wyniosły 7,5 mln PLN. Ubytki te powinny być w dużym stopniu zrównoważone przez m.in. dobrą premierę Crime Scene Cleaner. Zakładamy zmianę stanu produktów na poziomie 9 mln PLN (podobnie jak w poprzednim kwartale). Zakładamy koszty operacyjne zbliżone do 2Q, na poziomie 39 mln PLN. Szacujemy EBITDA na poziomie 49,6 mln PLN vs 50,7 mln PLN w 2Q.

**Zmiana prognoz.** Na skutek ABB Big Cheese Studio obniżyliśmy nasze założenia dotyczące wyników operacyjnych w latach 2024-25, co wiąże się z brakiem konsolidacji przychodów z IP Cooking Simulator (wcześniej na końcówkę tego roku zakładaliśmy premierę sequela). Pozostałe zmiany to efekt korekty pozostałych założeń modelowych, które miały niewielki wpływ na nasze długoterminowe prognozy i przez to na naszą wycenę, która zmienia się minimalnie (wcześniejszy TP 326 PLN). Obniżyliśmy założenie dotyczący bety spółki z 1,2 do 1 doceniając dywersyfikację biznesu, powtarzalność wyników i stabilne CF w otoczeniu dużej zmienności w branży.

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 366 PLN (do tej metody przypisujemy wagę 100%) i 31% potencjału wzrostu. Podwyższamy rekomendację do Kupuj.

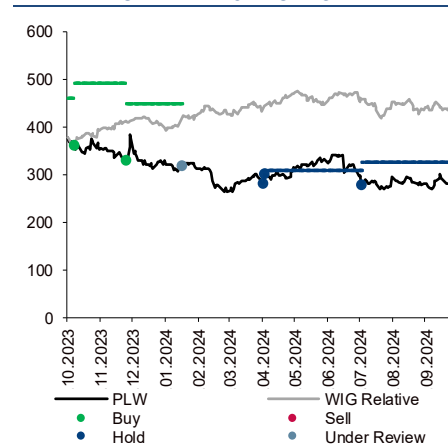
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	252	289	308	335	358	401
EBITDA	153	174	161	184	205	231
EBIT	153	173	159	183	203	229
Net profit	127.1	112.3	106.7	159.1	147.4	166.3
EPS (PLN)	19.3	17.0	16.2	24.1	22.3	25.2
P/E (x)	14.5	16.5	17.3	11.6	12.5	11.1
EV/EBITDA (x)	10.9	9.7	10.5	9.3	8.7	7.8
EV/Sales (x)	6.6	5.9	5.5	5.1	5.0	4.5
DY (%)	4.6%	6.9%	6.9%	7.8%	8.6%	8.0%

Source: Company data, Trigon DM

#### FACT SHEET

Ticker	PLW		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	282		
52W range (PLN)	257 / 427		
Shares outstanding (m)	6.6		
Market Cap (PLNm)	1,934		
Free-float	18%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.6		
Price performance	1M	3M	1Y
	-0.3%	-13.7%	-31.1%

#### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Hold	19.07.2024	326
Hold	19.04.2024	309
Hold	17.04.2024	309
Under Review	01.02.2024	
Buy	11.12.2023	450
Buy	23.10.2023	491
Buy	21.07.2023	461

SHAREHOLDERS	Share %
Fundacja Rodzinna Kostowscy	40.9%
ACRX Investments Limited	40.9%

#### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	29.11.2024
----------------	------------

#### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Huuuge Games

### Buy

(Previous: Buy, 31.5)

### Target price: 25.1 PLN

### Upside: +50%

Naszym zdaniem kluczowym z perspektywy oceny spółki w krótkim terminie może być umiejętność generowanie FCF w otoczeniu nieuchronnie spadającego top line. Od dłuższego czasu możemy obserwować pogarszające się miejsce najważniejszych gier spółki w rankingach Top Grossing, co oddaje słabość gatunku social casino w kontekście niższych wydatków konsumenta i wysokiej konkurencji o uwagę gracza. W odpowiedzi na to spółka zrewidowała swój guidance, który wskazuje na niższe niż zakładano przychody i obniżenie wydatków na UA niż wcześniej zakładano. Spółka nadal będzie podejmować próby stymulowania przychodów (plan implementacji nowych funkcjonalności itp.), jednak przy założeniu większej dbałości o marżowość. Jednocześnie odczytujemy deklaracje przyłożenia wyższego priorytetu do M&A vs dystrybucja gotówki jako szukanie alternatywnego, nieorganicznego sposobu na walkę z postępującą erozją biznesu. Track-record (tj. przejście Traffic Puzzle) nakazuje być ostrożnym wobec takich ruchów, choć wyceny mogą wydawać się atrakcyjne. Pomimo obaw związanych z erozją przychodów HC i BC oraz inicjatyw M&A zwracamy uwagę na bardzo niską wycenę spółki, które wciąż wydaje się nam atrakcyjna biorąc pod uwagę FC generowany przez spółkę ('25 FCF yield 33%). Uważamy, że spółka ma potencjał do dystrybucji gotówki 40-65mln USD do akcjonariuszy rocznie w kolejnych kilku latach (buy-back yield 15-24%). Z dystansem podchodzimy do potencjału Huuuge Pods, traktując go neutralnie w naszej wycenie. Naszą rekomendację opieramy zatem przede wszystkim na potencjale generowania wyników i gotówki z core franchise i jednocześnie bardzo atrakcyjnej wycenie vs peer'y. Spółka jest notowana z wyraźnym dyskontem ('25 P/E 6,1x, '25 EV/EBITDA 2,5x). Utrzymujemy rekomendację Kupuj.

**Aktualizacja guidance.** Spółka zmieniła swój guidance na rok 2024, który teraz zakłada spadek przychodów y/y (wcześniej sugerowano płaski top line), wzrost wydatków na UA (wcześniej „znaczący wzrost”) oraz spadek adj. EBITDA (tak jak komunikowano wcześniej). Spółka ma roadmapę dotyczącą wprowadzenia nowych funkcjonalności do swoich najważniejszych gier (m.in. turnieje, battlepassy), ale nie oczekuje wymiernych korzyści z ich wprowadzenia w 3Q24. Dopiero w końcówce roku i w 2025r. spodziewa się pozytywnego przełożenia na topline. Huuuge będzie obniżać wydatki na UA w najbliższych miesiącach w kontekście oczekiwania erozji przychodów. Sugeruje, że poziom UA/revenue może oscylować wokół poziomu 15% w tym okresie. Priorytetem w 2H24 będzie dbanie o wysoką rentowność.

**3Q24E Preview [neutralne].** Spółka zaraportowała, że w ubiegłym kwartale poziom płatności wyniósł 58.3 mln USD, co oznacza kolejne z kolei spadkowy kwartał (-18% y/y, -7% q/q). Zakładamy, że koszty marketingowe wyniosą 10,8 mln USD (zewnętrzne usługi marketingowe i sprzedażowe), mniej 20% q/q, zakładamy współczynnik kosztów UA do przychodów na poziomie ok. 15%. Szacujemy, że współczynnik kosztów prowizji do przychodów wyniesie 26,7% (utrzymanie trendu spadkowego wskaźnika dzięki wzrostowi udziału kanału DTC).

**Zmiana prognoz.** Oczekujemy, CAGR'23-'26 przychodów spółki wyniesie -10% a EBITDA skor. -24%. Zmiana prognozy wyników w latach 2025-26 w dół wynika z oczekiwań szybszej erozji top line głównych tytułów. Podwyższenie prognoz na 2024 to efekt zmniejszenia założeń dotyczących wydatków na user acquisition w końcówce roku.

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 12M 25,1 PLN (100% wagi), metoda wskaźnikowa na 30,7 PLN (na dziś). W naszej wycenie DCF szacowany udział wartości core franchise to ok. 80 %, natomiast nowych gier (Huuuge Pods) 3%. Zakładamy g na poziomie -3%.

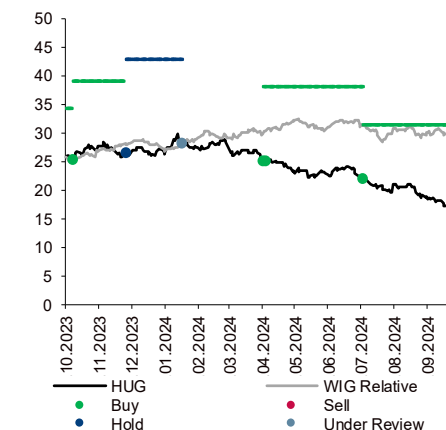
USDm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	374	319	283	245	217	204
EBITDA	53	50	103	76	56	47
adj. EBITDA	64	82	108	80	56	47
EBIT	45	39	94	67	47	38
Net profit	-10	32	82	59	42	35
adj. Net profit	41	65	87	63	42	35
EPS (USD)	0.7	1.1	1.5	1.0	0.7	0.6
P/E adj. (x)	6.2	3.9	2.9	4.1	6.1	7.3
EV/EBITDA adj. (x)	1.1	0.6	1.0	1.5	2.5	3.2
EV/Sales (x)	0.2	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7
DY / SBB (%)	0.0%	7.9%	58.9%	27.5%	24.6%	19.6%

Source: Company data, Trigon DM

#### FACT SHEET

Ticker	HUG		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	16.7		
52W range (PLN)	16.62 / 29.75		
Shares outstanding (m)	60.0		
Market Cap (PLNm)	1,004		
Free-float	49%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.7		
Price performance	1M	3M	1Y
	-11.1%	-24.0%	-35.3%

#### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



#### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	19.07.2024	32
Buy	19.04.2024	38
Buy	17.04.2024	38
Under Review	01.02.2024	-
Hold	11.12.2023	43
Buy	23.10.2023	39
Buy	21.07.2023	34

#### SHAREHOLDERS

	Share %
Anton Gauffin	30.8%
Raine Group	12.7%
NN OFE	9.7%
Huuuge Inc.	6.7%

#### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	21.11.2024
----------------	------------

#### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## 11 bit studios

### Buy

(Previous: Sell, 502)

Target price: 368 PLN  
Upside: +37%

Kurs spółki od debiutu FP2 zanurkował o ponad 50%, co nawet biorąc pod uwagę rozczarowujący debiut gry, wydaje się nam być zbyt dotkliwą karą. Po gorszym od oczekiwań starcie FP2 obniżaliśmy nasze założenia dla gier własnych studia do poziomów nie przekraczających sprzedaży TWoM (w przypadku The Alters) czy Frostpunka 1 (dla FP2 i kolejnych gier), mimo, że ich premiery miały miejsce w czasach kiedy Steam miał nieporównywalnie niższą bazę graczy. Z drugiej strony gry te nie musiały walczyć o uwagę gracza z tak silną konkurencją, jaka istnieje obecnie na rynku. Premiera FP2 pokazuje również, że dla graczy nie ma „świętych krów” i rozpoznawalne IP czy zbudowanie silnych wishlist nie gwarantują końcowego sukcesu, a zadowolenie gracza jest nie lada wyzwaniem. Niemniej uważamy, obecna kapitalizacja spółki zdaje się zakładać zbyt pesymistyczny scenariusz dla performance gier i dyskontuje wolumeny ok. 20% niż zakładane przez nas dla gier 11B w obecnej wycenie. Szacujemy, że do dziś FP2 znalazł ok. 480 tys. nabywców, a realizacja naszego założenia 1,25 mln sprzedanych sztuk w rok jest możliwa patrząc na wciąż wysoką outstanding wishlist i oczekiwane przez nas w dalszych miesiącach promocje i poprawki do gry. Biorąc pod uwagę w/w założenie i uwzględniając przesunięcie premiery The Alters na 1Q25 wyceniamy spółkę na 368 PLN (rekomendacja Kupuj).

**Premiera Frostpunka 2 zawiodła, ale gra będzie generować znaczące cash-flows.** Zakładamy, że ilościowy potencjał sprzedażowy na PC jest mimo wszystko zbliżony do FP1 (1,25 mln w rok). Uważamy, że po lepszym starcie FP2 (sprzedaż D3 350 tys. vs FP1 250 tys.) będzie performował relatywnie gorzej niż FP1 co wynikać może z gorszego przyjęcia przez graczy. Niemniej zakładamy, że FP2 może „nadrabiać dystans” po rozpoczęciu promocji, które modelowo zakładamy od lis'24. Uważamy, że obniżki mogą triggerować szeroką grupę graczy (outstanding wishlist ponad 2 mln), którzy nie kupili jej po debiucie ze względu na sceptyczne przyjęcie.

**Przesunięcie premiery The Alters ma uzasadnienie.** Przesunięcie debiutu i doszlifowanie gry celem ograniczenia negatywnych ocen związanych z optymalizacją czy wydajnością wydaje się rozsądnym posunięciem. Premierze FP2 mogło także ciążyć konkurencyjne okienko oraz brak dotarcia do nowych graczy w okresie przed premierą, co przesunięcie The Alters zdaje się adresować poprzez szukanie lepszego timingu oraz zapowiedziane zwiększenie wysiłków marketingowych. 1Q25 jest co do zasady mniej konkurencyjny jeśli chodzi o konkurowanie o uwagę gracza (poza lutym, na który jest zaplanowane kilka istotnych premier), co związane jest chociażby z mniejszą ilością wyprzedazy w digital store'ach. W kontekście założeń wolumenowych The Alters na tym etapie utrzymujemy je względem ostatniego update (750 tys. w rok), licząc, że w międzyczasie 11B będzie w stanie zwiększyć zainteresowanie gra i wpłynąć na postrzeganie potencjału sprzedażowego (gra jest na 40 rankingu Top Wishlist). W kontekście obecnego MCap widzimy przestrzeń do pozytywnych zaskoczeń.

**3Q24E Preview [neutralne].** Szacujemy, że w całym 3Q FP2 sprzedał się w ilości ok. 420 tys. Zakładamy również, że spółka rozpozna w tym kwartale ok. 14 mln PLN przychodów z umowy z Xbox (ok. 35% wartości całego kontraktu). Biorąc pod uwagę sprzedaż FP2, przesunięcie rozpoznania w czasie części przychodów z wersji deluxe i wpływ na wyniki deala z Xbox oczekujemy 65 mln PLN przychodów spółki i 47 mln PLN adj. EBITDA. Zakładamy rozpoznanie kosztów development'u gry metodą liniową od października (brak wpływu na 3Q).

**Zmiany prognoz.** Wobec naszego popremierowego update obniżamy założenia dotyczące wolumenu FP2 (do 1,25 mln sztuk w rok z 1,5 mln) na kanwie niższej trajektorii sprzedaży niż zakładaliśmy ostatnio. Premierę na konsolach zakładamy na marzec przyszłego roku. Przesunęliśmy datę premiery The Alters na marzec'25 vs wcześniej zakładany październik br. To główny powód obniżenia naszych prognoz wyników na 2024r. Założyliśmy także nieco wyższy budżet produkcyjny (kilka miesięcy dłuższa produkcja) i marketingowy. Utrzymaliśmy założenia sprzedażowe dla The Alters (750 tys. w rok) i obniżaliśmy je dla Projektu 8 i kolejnych gier własnych (do odpowiednio 1 i 1,1 mln vs wcześniejsze 1,3 mln sztuk). Premierę P8 modelowo zakładamy w 1Q26 (wcześniej 4Q25).

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 368 PLN (do tej metody przypisujemy wagę 100%) i 37% potencjału wzrostu. Wydajemy rekomendację Kupuj.

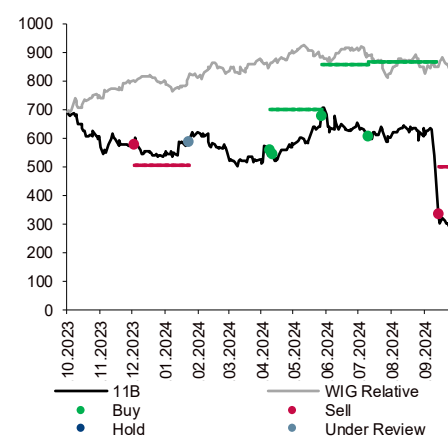
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	70	74	52	140	236	263
EBITDA	39	26	12	68	151	183
EBIT	30	20	8	57	121	141
Net profit	29	23	1	55	110	129
EPS (USD)	11.9	9.5	0.2	22.9	45.3	53.5
P/E (x)	22.6	28.3	1,234	11.7	5.9	5.0
EV/EBITDA (x)	14.1	21.6	51	8.6	3.3	2.2
EV/Sales (x)	7.8	7.5	11.4	4.2	2.1	1.5
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company data, Trigon DM

### FACT SHEET

Ticker	11B
Sector	Gaming
Price (PLN)	268
52W range (PLN)	256 / 713
Shares outstanding (m)	2.4
Market Cap (PLNm)	648
Free-float	89%
3M Avg. Vol. (PLNm)	10.3
Price performance	1M 3M 1Y
	-57.0% -56.5% -60.1%

### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Sell	23.09.2024	502
Buy	19.07.2024	869
Buy	05.06.2024	858
Buy	19.04.2024	700
Buy	17.04.2024	700
Under Review	01.02.2024	-
Sell	11.12.2023	505

### SHAREHOLDERS

	Share %
Grzegorz Miechowski	7.0%
Esaliens TFI	6.5%
NN OFE	5.7%

### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	14.11.2024
----------------	------------

### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Ten Square Games

### Hold

(Previous: Hold, 104)

Target price: 99 PLN

Upside: +14%

Dobry performance największych gier spółki, tj. Fishing Clash i Hunting Clash podczas miesiąca wakacyjnych dawał nadzieję na złamanie trendu erozji przychodów, niemniej pozostajemy ostrożni w ocenie możliwości trwałego odwrócenia trendu na tych grach. Uważamy, że wciąż trudno będzie walczyć z krzywą sprzedaży dojrzałych gier i naturalnym procesem ich starzenia się, również w kontekście niełatwej konkurencji (bezpośrednio m.in. Fishing Master i Hunting Sniper). Niezbędnym na poziomie grupy do odwrócenia trajektorii wyników będzie dobre przyjęcie nowych projektów grupy i dalszy rozwój Wings of Heroes, a na tym etapie wciąż trudno jest oceniać ich potencjał. Nie zmieniamy znacząco naszych oczekiwań dotyczących trajektorii wyników spółki vs ostatni update, wciąż ostrożnie oceniając długoterminowy potencjał. Na naszych aktualizowanych prognozach spółka notowana jest na '25 P/E 8,6x, '25 EV/EBITDA 5,0x vs peers odpowiednio 9.3x i 5.2x co nie pozostawia istotnego upside. Utrzymujemy naszą rekomendację Trzymaj z ceną docelową 99 PLN

**Odbicie w wakacje i... powrót do rzeczywistości.** Dobry performance największych gier spółki, tj. Fishing Clash i Hunting Clash podczas miesiąca wakacyjnych dawał nadzieję na złamanie trendu erozji przychodów. Jednak już w wrześniu i październiku możemy obserwować wyhamowania pozytywnych tendencji w postaci pogorszenia się miejsca w rankingach Top Grossing. Nie bez znaczenia pozostaje konkurencja, chociażby w postaci Hunting Sniper czy niedawno wypuszczonego Fishing Master. Po odbiciu przychodów FC i HC w 3Q 24E zakładamy powrót do erozji wyników głównych tytułów - uważamy, że o trwale odwrócenie trendów w dojrzałych już grach może być ciężko. Zakładamy, że wdrażane działania mogą lokalnie wpływać na polepszenie KPI tych gier, ale wciąż trudno będzie walczyć z krzywą sprzedaży tych tytułów i naturalnym procesem ich starzenia się. Dlatego wciąż bardziej sceptycznie patrzymy na potencjał odwrócenia trajektorii przychodów FC i HC w średnim i długim terminie. Uważamy, że niezbędnym do wzrostu wyników spółki w długim terminie będzie dobry performance nowych projektów, tj. WoH oraz prototypów, ale na tym etapie wciąż trudno jest oceniać ich potencjał.

**3Q24E Preview [neutralne].** Spółka zaraportowała wstępne przychody ze sprzedaży (płatności) za 3Q24, które wyniosły 102,3 mln PLN (-7% y/y; +6% q/q) wyłamując się z trendu erozji top line (q/q), dzięki lepszymu performance podczas miesiąca wakacyjnych. Fishing Clash wygenerował 62,2 mln PLN płatności (-1% y/y; +4% q/q), z kolei Hunting Clash 23 mln PLN (-16% q/q; +4% q/q). Te wyniki nie uwzględniają efektu odroczonej płatności. Zakładamy, że odbicie na przychodach było okupione wzrostem kosztów UA, które szacujemy na blisko 24 mln PLN (mnożnik UA/płatności na poziomie 23,4% (+3,3pp q/q)). Prognozujemy, że COGS wyniosą ok. 16 mln PLN, a koszty ogólnego zarządu 7,1 mln PLN (plasko q/q).

**Zmiana prognoz.** Przynajmniej nasze prognozy wyników operacyjnych w średnim terminie o 1-3% na skutek gorszego od naszych założeń performance głównych gier spółki w miesiącach powakacyjnych. Nie zmieniamy naszych założeń dotyczących WoH i nowych projektów.

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 12M 86 PLN, metoda wskaźnikowa na 90 PLN (na dziś). Do określenia ceny docelowej wykorzystujemy wagi 50/50% co wskazuje na cenę docelową 99 PLN i rekomendację Trzymaj. W naszej wycenie DCF szacowany udział wartości FC i HC to łącznie ok. 63% %, WoH 6%, a nowe projekty 9%. Zakładamy g na poziomie -3% ze względu na spadkowy charakter głównych produktów spółki.

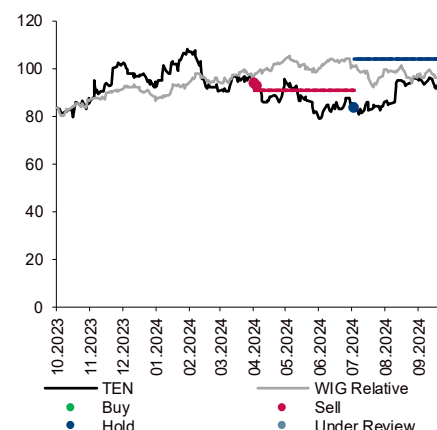
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	634	539	436	399	401	384
adj. EBITDA	234	141	119	97	92	86
EBIT	166	73	4	82	78	71
adj. Net profit	185	100	100	68	65	59
EPS (PLN)	25.21	15.46	15.46	10.51	10.03	9.09
P/E (x)	3.0	5.6	5.6	8.2	8.6	9.5
EV/EBITDA (x)	1.9	3.1	3.4	4.5	5.0	5.4
EV/Sales (x)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
DY (%)	13.0%	12.9%	9.3%	20.5%	12.2%	11.6%

Source: Company, Trigon DM

### FACT SHEET

Ticker	TEN		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	87		
52W range (PLN)	78.75 / 111.6		
Shares outstanding (m)	6.5		
Market Cap (PLNm)	561		
Free-float	59%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	1.2		
Price performance	1M	3M	1Y
	-6.9%	7.9%	8.0%

### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Hold	19.07.2024	104.0
Sell	19.07.2024	82.7
Sell	19.04.2024	91.1
Sell	17.04.2024	91.1
	22.04.2022	-

### SHAREHOLDERS

SHAREHOLDERS	Share %
TSG shareholders agreement	30.4%
Allianz TFI	7.6%

### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	13.11.2024
----------------	------------

### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Bloober Team

### Buy

(Previous: Buy, 31)

### Target price: 34.8 PLN

### Upside: +35%

Spółka z przytupem weszła w fazę Bloober 3.0, a to dzięki bardzo dobrej premierze developowanego przez Bloober Silent Hill 2. Gra zbiera świetne oceny zarówno od recenzentów (87/100 na metacritic), jak i od graczy (96% pozytywnych ocen na Steam, 4,9/5 na PlayStation) co przekłada się na świetną sprzedaż (1 mln sell-in) tytułu wydawanego przez Konami. Przyjęcie gry przeszło nasze oczekiwania w związku z czym podwyższyliśmy nasze założenia wolumenowe dla gry do 3 mln sztuk w rok. Bloober będzie uczestniczył tylko w niewielkim stopniu w zyskach z udanej premiery (zakładamy, że rev-share ze zrekupowanych zysków wyniesie 10%), jednak tak udana premiera waliduje studio jako i) producenta horrorów skierowanych do szerszej grupy odbiorców niż dotychczasowe produkcje studia, oraz ii) solidnego partnera kontraktowego. Pierwsze zwiększa naszym zdaniem szanse na sukces kolejnej gry self-publishing'owej Cronos: The New Dawn, która wczoraj podczas Xbox Partner Preview miała swój reveal (premiery w 2025r.). Drugie może zapewnić spółce stabilny cashflow z opcją na rev-share i dalsze umacnianie pozycji jako 'specjalisty od horrorów'. Sukces jakościowy SH2 na pewno stawia wysoko spółkę w rankingu partnerów do współpracy, co wydaje się być bardzo ważne w kontekście bardziej ostrożnego podejścia wydawców w ostatnim czasie.

**Świetny odbiór SH2.** Bloober celującą zdał egzamin na stworzenie remake kultowego Silent Hill 2. Mimo początkowo sceptycznego podejścia recenzenci i gracze bardzo dobrze przejęli odświeżoną wersję klasyka, oceniając ją na 95% na Steam i 4.9/5 na PlayStation, co jest wybitnym wynikiem. Konami pochwaliło się, że w 3 dni sprzedano 1 mln kopii (sell-in), co jest świetnym wynikiem. Jako że zarówno IP Silent Hilla jak i wydawca Konami od zarania dziejów mocno związani są w PS, zakładamy, że udział tej platformy będzie dominujący. Niemniej solidna premiera na Steam sprawia, że udział PC może być bardziej istotny niż zakładaliśmy przed premierą (teraz zakładamy 30% udział Steam, wcześniej 15%). Sukces jakościowy SH2 wpływa także na postrzeganie Bloobera jako solidnego partnera. Na ostatniej konferencji CEO sugerował, że współpraca z Konami może być kontynuowana. Poza tym uważamy, że notowania Bloobera mogły wzrosnąć w oczach także innych globalnych wydawców, zwłaszcza tych planujących produkcje z gatunku horror. W naszych prognozach zakładamy, że spółka pozyska partnerów do kolejnego projektu WFH w 1Q25 (zespół od SH2) i następnego w 4Q25.

**Cronos i Broken Mirror Games.** Oczekujemy, że kolejną istotną premierą będzie Cronos (aka Project C), zaprezentowany wczoraj na Xbox Partner Preview. Gra ukaże się w przyszłym roku na PC i konsolach obecnej generacji. Wcześniej gra była finansowana przez Private Division, ale w pierwszej połowie roku na skutek wygaszania działalności PD Bloober przejął prawa do gry. Zakładamy premierę w 3Q25, uważamy, że świetny odbiór SH2 może pozytywnie wpłynąć na zainteresowanie kolejną produkcją (zakładamy potencjał sprzedażowy na 1,25 mln w roku). Nie zapominamy również o trudnych do zliczenia mniejszych projektach, które mają być wydawane pod szyldem Broken Mirror Games, choć wolimy podchodzić ostrożnie do oceniania ich potencjału sprzedażowego (200-400 tys. w rok). Ich waga w naszej wycenie jest niewielka (łącznie 8%).

**3Q24E preview [neutralne].** Zakładamy, że w 3Q24 nie rozpozna istotnych milestone z umowy z Konami, które to powinny być rozpoznane w wynikach za 4Q24. W przypadku pozostałych linii P&L nie oczekujemy istotnych odchyłań q/q. W tej prognozie nie uwzględniamy wpływu rozwiązania umowy z Private Division i związanym z tym przejęciem praw do Cronosa - zakładamy, że „splata” inwestycji PC będzie kosztem w momencie debiutu gry, ale zwracamy uwagę, że w 3Q mogą pojawić się pewne rozliczenia na bilansie spółki.

**Zmiana prognoz.** W porównaniu do naszego ostatniego update o 50% podnosimy założenie dotyczące sprzedaży wolumenowej w pierwszym roku, tj. do 3 mln. Zakładamy, że Bloober będzie uprawniony do 10% rev-share od zrekupowanych zysków z gry (dla pozostałych projektów WFH zakładamy 15% rev-share) choć zwracamy uwagę, że ryzyko pomyłki w tym przypadku jest niemałe. W naszych prognozach zakładamy 4 projekty WFH wydawane perspektywie do 2030r. oraz 6 projektów self-publishing na czele z Cronosem. Zakładamy, że zwrot kosztów inwestycji PD będzie stanowił 60% faktycznie zainwestowanej kwoty (wcześniej zakładaliśmy 100%).

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 34,8 PLN, (waga 100%) sugerując 35% upside. Podtrzymujemy rekomendację Kupuj. SH2 w wycenie DCF waży ok. 14%, Cronos 32%.

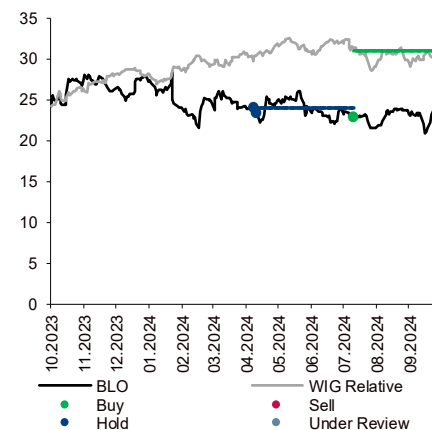
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	78	61	94	90	242	299
EBITDA	66	20	15	42	105	167
EBIT	30	2	-2	23	63	109
Net profit	26.0	2.1	-1.0	21.7	55.2	95.4
EPS (USD)	1.5	0.1	0.0	1.1	2.9	4.9
P/E (x)	19.1	235.9	-	22.9	9.0	5.2
EV/EBITDA adj. (x)	7.3	23.4	32.9	11.4	4.4	2.4
EV/Sales (x)	6.1	7.7	5.1	5.3	1.9	1.3
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%

Source: Company data, Trigon DM

#### FACT SHEET

Ticker	BLO		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	26		
52W range (PLN)	20.2 / 28.9		
Shares outstanding (m)	19.3		
Market Cap (PLNm)	496		
Free-float	66%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.4		
Price performance	1M	3M	1Y
	6.4%	8.8%	-2.7%

#### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



#### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	19.07.2024	31
Hold	19.04.2024	24
Hold	17.04.2024	24

#### SHAREHOLDERS

	Share %
Serene Century Limited	20.1%
Piotr Babieno	14.2%
Esaliens TFI	9.0%

#### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	28.11.2024
----------------	------------

#### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## CI Games

### Sell

(Initiation)

TP: PLN 1.39

Upside: -13%

Pod koniec września spółka przedstawiała update strategii na najbliższe lata, która zakłada premiery trzech gier do 2028r. Zrezygnowano z dalszych prac nad projektem Survive, który w połączeniu z IP SGW ewoluował w nowy projekt SGW Evolve. Oznacza to, że kolejna gra własna studia ujrzy światło dzienne najwcześniej w 2026r. (Projekt III). Przekłada się to na co najmniej dwa lata obciążone wydatkami na rozwój projektów z pipeline, a przede wszystkim na poszukiwane sposobów na sfinansowanie ich. Uważamy, że będzie to nie lada wyzwanie, które może wiązać się z koniecznością szukania kolejnych (obok Epic) partnerów i dzieleniem się potencjalnymi zyskami lub wykorzystaniem alternatywnych metod finansowania. Umowa z Epic daje komfort działania na kolejne miesiące, ale case Alana Wake 2 nakazuje ostrożnie patrzeć na możliwości generowania zysków po premierze w przypadku ekskluzywności na tej platformie. Pozostajemy sceptyczni wobec strategii i wystawiamy rekomendację Sprzedaj z 13% downside.

**Nowa strategia na lata 2025-28.** Strategia zakłada skupienie na kluczowych tytułach w kolejnych 3 latach. Project III (następca LoTF) zaplanowany jest na 2026r., Projekt SGW Evolved na 2027r., a Projekt H na 2028r. Ze względu na ostrożne podejście w naszym modelu zakładamy przesunięcia premier vs guidance, w związku z czym oczekujemy premier w/w tytułów odpowiednio w 1Q27, 1Q28 i 4Q28. Najbardziej rzuca się w oczy rezygnacja z Projektu Survive, który w przyszłym roku miał wejść w EA. Zakładamy, że koszty tego projektu mogą stanowić istotną część skapitalizowanych nakładów na prace rozwojowe (164 mln PLN na koniec czerwca), w związku z czym nie można wykluczyć odpisu choćby części z nich. W ramach strategii spółka chce skupić się na oczekiwaniach graczy oraz na bardziej efektywnym, sprawniejszym modelu produkcyjnym, z częstszymi walidacjami build'ów i skuteczniejszym, bardziej celowanym marketingiem. Ma to sprawić, że budżety gier będą niższe niż przy zastosowaniu dotychczasowego podejścia.

**Finansowanie strategii będzie wyzwaniem.** Podchodzimy ostrożnie do zapowiedzi odchudzenia capex'ów, choć nasze prognozy zakładają niższe budżety gier będących w pipeline vs np. nakłady na ostatniego LoTF (ok. 150 mln PLN vs ok. 280 mln PLN). Pozostają one jednak relatywnie wysokie vs oczekiwany potencjał sprzedażowy, co ogranicza pozytywne CF w długim terminie. Odrębnym tematem pozostaje możliwość sfinansowania planów w kolejnych latach. Strategia zakłada finansowanie przy wykorzystaniu i) operacyjnych przepływów pieniężnych, ii) partnerstwa z Epic i potencjalnych innych umów oraz iii) zadłużenia. Nasze projekcje (biorąc pod uwagę założony harmonogram premier, potencjał sprzedażowy i budżety) sugerują, że oprócz obecnych linii kredytowych, umowy z Epic (zakładamy 15 mln USD) spółka może potrzebować dodatkowych wysokich kilkudziesięciu mln PLN w najbliższych latach. Pozyskiwanie kolejnych partnerów wydawniczych może okazać się zatem konieczne.

**Alan Wake 2 case.** Pozyskanie partnerów co prawda daje dodatkowe finansowanie i obniża ryzyko premiery, ale jednocześnie ogranicza potencjał przychodowy. W kontekście umowy z Epic, które zapewniło sobie ekskluzywność na PC, warto wspomnieć case Remedy i ich Alan Wake 2, który okazał się jedną z najlepszych gier 2023r. Mimo wszechobecnego uznania i licznych nagród/nominacji gra nie osiągnęła dużego sukcesu komercyjnego, a brak premiery na Steam mógł być jednym z blokerów. Do dziś przychody z gry nie zrekupowały kosztów. Podobnego scenariusza obawiamy się w przypadku Project III.

**3Q24 Preview [lekkie negatywne].** Przychody poprzedniego kwartału były wsparte rozpoznaniem umowy z GamePass, co nie powinno powtórzyć się w 3Q. Oczekujemy zatem 55% niższych przychodów q/q. Oczekujemy również znacznie niższych kosztów COGS w 3Q vs 2Q, kiedy rozpoznano znaczną część amortyzacji WNIP LoTF. Oczekujemy płaskich SG&A q/q.

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 1,38 PLN, (do tej metody przypisujemy wagę 100%) i 13% potencjał spadku. Wydajemy rekomendację Sprzedaj.

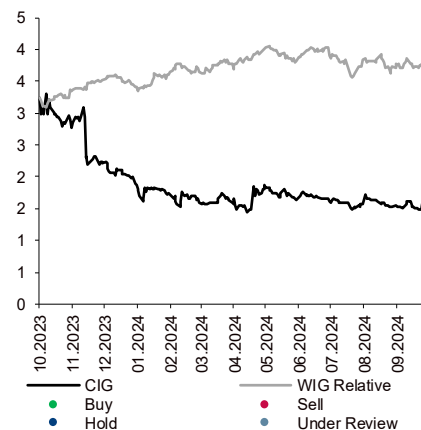
PLNm	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
Revenues	57	245	88	36	21	252
EBITDA	16	99	52	3	-32	188
EBIT	8	31	5	-17	-50	118
Net profit	8	13	4	-16	-47	93
EPS (USD)	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.5
P/E (x)	35.7	22.4	81	-	-	3.1
EV/EBITDA (x)	19.2	3.3	6	117.3	-	-
EV/Sales (x)	5.4	1.3	3.3	9.5	20.6	-
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Source: Company data, Trigon DM

### FACT SHEET

Ticker	CIG		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	1.60		
52W range (PLN)	1.379 / 3.555		
Shares outstanding (m)	182.9		
Market Cap (PLNm)	293		
Free-float	71%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.4		
Price performance	1M	3M	1Y
	7.7%	3.6%	-48.7%

### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



### RECOMMENDATIONS

RECOMMENDATIONS	DATE	TP
-----------------	------	----

### SHAREHOLDERS

SHAREHOLDERS	Share %
Marek Tymiński	29.0%
Active Ownership Fund	20.0%

### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	29.11.2024
----------------	------------

### ANALYST

Grzegorz Balcerski



# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Creepy Jar

Mimo dobrze zarządzanego ogona sprzedażowego gry przychody z GH będą miały w kolejnych latach, przez co equity story spółki w najbliższym czasie będzie opierało się na potencjalnym sukcesie nowej gry StarRupture. Na niekorzyść gra bieżąca sytuacja rynkowa (zwłaszcza duża konkurencja innych tytułów), w ramach której trudno jest przebijać się na rynku nowym IP, a do tej grupy zalicza się StarRupture. Tytuł powoli przebija się w rankingach popularności (tj. na Steam'owej top wishlist), ale jak na razie dość odległa pozycja nakazuje ostrożnie oceniać na tym etapie potencjał sprzedażowy. Obecnie to 176 miejsce (ok. 15 tys. followersów i szacunkowo 150 tys. wishlist). Ostatnia prezentacja gameplay nie poprawiła diametralnie pozycjonowania gry, choć mamy z tyłu głowy, że to nie koniec marketingowania gry. Liczymy, że wraz ze zbliżaniem się do premiery Early Access zainteresowanie tytułem będzie wzrastać, choć wolimy na tym etapie pozostawać bardziej ostrożni. Nasze założenia implikują, że biorąc pod uwagę dotychczas poniesione nakłady na produkcję gry (ponad 20 mln PLN) sama wersja EA może w pierwszych kwartałach nie pokryć przychodami budżetu gry, przez co nie oczekujemy jej pozytywnego przełożenia na wyniki w 2025r. Wydajemy rekomendację Sprzedaj z ceną docelową 374 PLN.

**Pokaz gameplay nie przyniósł przełomu.** Niedawna prezentacja gameplay SR w ramach Steam Space Exploration Fest polepszyła pozycję gry w zestawieniu top wishlist (obecnie to 176 pozycja), jednak uzyskane zasięgi były nie do końca zadowalające dla samej spółki. W/w pozycja małych kilka miesięcy przed debiutem EA powoduje, że jesteśmy bardziej niż wcześniej sceptycznie nastawieni potencjału sprzedażowego nowej gry studia (zakładamy teraz 300 tys. sztuk w rok, vs 400 tys. ostatnio). Zakładamy, że gra nie pojawi się na najbliższym festiwalu demo Steama (co mogłoby poprawić widoczność gry), ale spółka zapowiedziała, że chce jeszcze w tym roku opublikować większy kilkunminutowy trailer pokazujący wszystkie kluczowe filary rozgrywki, który może trigger'ować zainteresowanie tytułem.

**Sequel Green Hell pewny, ale dość odległy.** Na ostatniej konferencji zarząd spółki potwierdził, że po wydaniu EA StarRupture ruszy preprodukcja sequela Green Hell. Kolejna część ma w dużej mierze czerpać z pierwowzoru, a eksperymentowanie ma zostać ograniczone, co ma umożliwić sprawny proces produkcyjny (w tym kontekście czujemy się komfortowo z naszym założeniem premiery w 2028r.). Ryzyko premiery GH2 wydaje się mniejsze vs SR, choć ostatni przykład Frostpunk 2 pokazuje, że zadowolenia gracza nawet w przypadku uznanego IP bywa wymagające. Jest to powodem naszego bardziej ostrożnego oceniania potencjału sprzedażowego GH2 (obecnie zakładamy 1,5 mln sztuk w rok). Jednocześnie dość odległa perspektywa nie pozwala na rozgrywać na tym etapie tej premiery.

**3Q24E Preview [neutralne].** Oczekujemy wyników zbliżonych do poprzedniego kwartału. Obserwujemy solidny performance gry na ostatniej promocji na Steam (67%), który razem z debiutem dodatku „Decorations” powinien pozwolić na utrzymanie płaskich przychodów q/q. Koszty również powinny być relatywnie stałe.

**Zmiana prognoz.** Znaczne obniżenie naszych prognoz wyników operacyjnych na 2024 i 2025 to efekt i) przesunięcia zakładaj daty premiery EA i pełnej wersji na odpowiednio 1Q25 i 1Q26 oraz ii) obniżenia założeń wolumenowych dla wersji EA do 300 tys. w rok (wcześniej 400 tys.) i pełnej wersji do 600 tys. (wcześniej 1 mln).

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na cenę docelową 374 PLN, (do tej metody przypisujemy wagę 100%). Wydajemy rekomendację Sprzedaj. Najważniejszy z perspektywy wyceny spółki jest w naszym modelu GH2 (mimo odległej premiery), który w wycenie DCF waży ok. 41 %.

PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	46	55	37	29	34	47
EBITDA	32	37	17	10	10	24
EBIT	30	36	16	8	2	11
Net profit	29	36	18	10	3	12
EPS (USD)	42.9	53.7	27.0	14.6	5.1	17.6
P/E (x)	9.0	7.2	14.4	26.5	76.5	22.1
EV/EBITDA adj. (x)	6.4	4.8	10.9	19.4	19.1	7.8
EV/Sales (x)	4.4	3.2	4.9	6.5	5.8	4.0
DY (%)	0.0%	5.5%	10.6%	3.5%	3.8%	1.3%

Source: Company data, Trigon DM

## Sell

(Previous: Hold, 551)

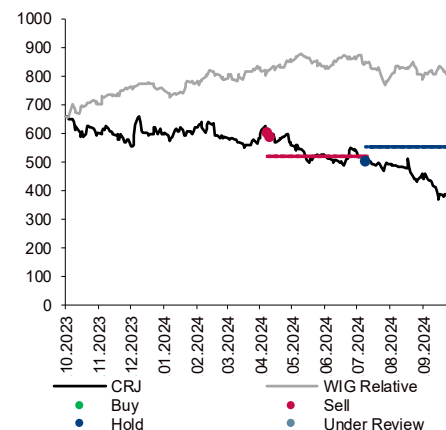
Target price: 374 PLN

Upside: -1%

### FACT SHEET

Ticker	CRJ
Sector	Gaming
Price (PLN)	377
52W range (PLN)	359 / 656
Shares outstanding (m)	0.7
Market Cap (PLNm)	264
Free-float	55%
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.2
Price performance	1M 3M 1Y
	-12.9% -24.4% -41.8%

### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Hold	19.07.2024	551
Sell	19.04.2024	521
Sell	17.04.2024	521

### SHAREHOLDERS

	Share %
Venture FIZ	12.5%
Krzysztof Kwiatek	11.3%
Krzysztof Salek	11.3%
Tomasz Soból	9.5%
Allianz TFI	8.6%
Quercus TFI	5.8%

### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	26.11.2024
----------------	------------

### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Research

CEE | Equity Research

Research Department

[www.trigon.pl](http://www.trigon.pl)

## Artifex Mundi

### Hold

(Previous: Buy, 30.1)

### Target price: 22.8 PLN

### Upside: +14%

Najważniejszy produkt spółki, czyli aplikacja Unsolved, wydaje się być w fazie konsolidacji. Po dobrym starcie roku, który odzwierciedlał jeszcze konsumowanie „nisko wiszących owoców”, o poprawę LTV jest coraz ciężiej. Pokazały to chociażby obniżki top line w Q2 czy ostatnia korekta we wrześniu, które poddają w wątpliwość tempo skalowania płatności z aplikacji. Wciąż wierzymy, że długoterminowy trend rosnących przychodów zostanie utrzymany, zwłaszcza dzięki planom wdrożenia metagry, jednak obniżyliśmy nasze założenia dotyczące tempa i skali poprawy, które również odzwierciedlają teraz sygnalizowany przez spółkę, późniejszy timing wdrożenia nowych mechanik. W przypadku reszty roku 2024 oczekujemy płaskich/lecco niższych przychodów w październiku i sezonowo spadających płatności w końcówce roku, przy jednoczesnym obniżaniu wydatków na UA. Nie zmieniamy naszych założeń dotyczących nowego RPG, go którego niezmiennie podchodzimy zachowawczo (jego waga w naszej wycenie to ok. 8%). Biorąc pod uwagę w/w czynniki i ich przełożenie na wyniki w krótkim terminie uważamy, że spółka jest wyceniana fair ('25 P/E 9,0x vs peers 9,3x). Obniżamy naszą rekomendację do Trzymaj z ceną docelową 22,8 PLN.

**Skalowanie Unsolved nie takie proste.** Bieżący rok pokazuje, że po okresie zbierania „nisko wiszących owoców” dalsza poprawa LTV jest swoistym wyzwaniem. Spółka jest w stanie poprawiać swoje KPI, choć w wolniejszym tempie niż jeszcze rok temu, niemniej ten performance pozostaje nierówny na przestrzeni ostatnich miesięcy. Nie bez znaczenia pozostaje sytuacja na rynku reklamy, która spowodowała inflację CPI - to w przypadku gier z relatywnie niskim LTV ogranicza efektywność wydatków user acquisition. Uważamy, że wzrost wydatków na UA w 3Q24 (rekordowe wydatki) może nie przełożyć się w istotny sposób na przychody w końcówce roku. Wciąż uważamy, że wdrożenie metagry (spółka informowała na ostatniej konferencji o kilkumiesięcznym opóźnieniu wdrożenia) pomoże zeskalować przychody Unsolved, ale namacalnych efektów spodziewamy się dopiero pod koniec 2025 i w 2026 r. Zwracamy również uwagę na wpływ umocnienia dolara na przestrzeni ostatniego roku, który tworzy efekt wysokiej bazy.

**Nowy projekt RPG.** Niezmiennie ostrożnie podchodzimy do oceny potencjału nowej gry i jej wpływu na wycenę. Wynika to z 1) odległej jeszcze daty premiery (zakładamy 1Q26), i 2) problemów z lokowaniem na rynku mobile nowych gier. Traktujemy ten temat bardziej przez pryzmat ryzyka (do końca 2Q24 aktywowany koszt gry wyniósł 26,5 mln PLN, zakładamy, że do premiery wzrośnie do ok. 45-50 mln PLN). Modelowo zakładamy kwartalny peak sprzedaży 13-14 mln PLN.

**3Q24E Preview [neutralne].** Spółka tradycyjnie po zaraz po zakończeniu miesiąca publikuje szacunki przychodów oraz wydatków na UA, czyli dwóch najbardziej istotnych składowych P&L. W przypadku pozostałych linii nie oczekujemy istotnych odchyżeń q/q. Przychody w 3Q wyniosły 26,2mln PLN (+11% y/y, +6% q/q), a wydatki na UA 14,8 mln PLN (+14% y/y, +25% q/q). Szacujemy spadek adj. EBITDA o 3% y/y na kanwie wyższych COGS i GA, pomimo wyższej pierwszej marży.

**Zmiana prognoz.** Obniżyliśmy nasze prognozy EBITDA o 16/28/25% w latach 2024-26 na skutek obniżenia trajektorii skalowania Unsolved, przesunięcia wdrożenia metagry i inflacji CPI. W prognozach nie uwzględniamy udziału kanału DTC (może tworzyć on w przyszłości dodatkowy upside).

**Wycena.** Wycena DCF wskazuje na TP 12M 21.7 PLN, metoda wskaźnikowa na 20,8 PLN (wycena na dziś). Do określenia ceny docelowej wykorzystujemy wagi 50/50% co wskazuje na cenę docelową 22,8 PLN i rekomendację Trzymaj.

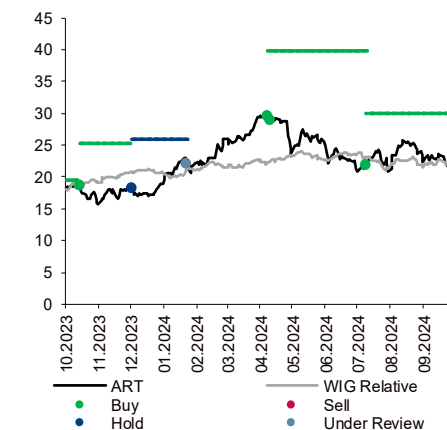
PLNm	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenues	39.1	38.5	82.5	102.2	118.1	168.1
adj. EBITDA	21.1	15.7	29.3	34.7	38.2	56.0
EBIT	15.3	9.9	24.0	28.3	29.6	39.0
adj. Net profit	13.0	12.1	24.9	26.0	26.4	34.6
EPS (PLN)	1.1	1.0	2.1	2.2	2.2	2.9
P/E (x)	18.3	19.7	9.5	9.1	9.0	6.9
EV/EBITDA (x)	10.4	13.8	7.2	5.9	5.6	3.6
EV/Sales (x)	5.6	5.6	2.6	2.0	1.8	1.2
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	5.5%	5.6%

Source: Company, Trigon DM

#### FACT SHEET

Ticker	ART		
Sector	Gaming		
Price (PLN)	20		
52W range (PLN)	15.55 / 29.8		
Shares outstanding (m)	11.9		
Market Cap (PLNm)	231		
Free-float	41%		
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.2		
Price performance	1M	3M	1Y
	-11.1%	-5.6%	8.9%

#### RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



#### RECOMMENDATIONS

	DATE	TP
Buy	19.07.2024	30.1
Buy	19.04.2024	39.9
Buy	17.04.2024	39.9
Under Review	01.02.2024	-
Hold	11.12.2023	26.0
Buy	23.10.2023	25.3
Buy	21.07.2023	19.5

#### SHAREHOLDERS

	Share %
Porozumienie akcjonariuszy Artifex Mundi	21.6%
Warsaw Equity ASI Sp. z o.o	14.7%
NN OFE	9.9%
G5 Entertainment AB	5.2%

#### INVESTOR CALENDAR

3Q'24 Earnings	13.11.2024
----------------	------------

#### ANALYST

Grzegorz Balcerski

# Trigon Dom Maklerski S.A.

Plac Unii, Budynek B, ul. Puławska 2, 02-566 Warszawa

T: +48 22 330 11 11 | F: +48 22 330 11 12

W: <http://www.trigon.pl> | E: [repcja@trigon.pl](mailto:repcja@trigon.pl)



**NAGRÓDY  
PSIK**  
2017



## CEE EQUITY RESEARCH

**Grzegorz Kujawski**, Head of Research  
*Consumer, E-commerce, Financials*

**Maciej Marcinowski**, Deputy Head of Research  
*Strategy, Banks, Financials*

**Grzegorz Balcerski**  
*Gaming*

**Katarzyna Kosiorek**  
*Biotechnology*

**Michał Kozak**  
*Oil&Gas, Chemicals, Utilities*

**Dominik Niszc**  
*TMT, E-commerce*

**Łukasz Rudnik**  
*Industrials, Metals&Mining*

**David Sharma**  
*Construction, Real Estate*

**Piotr Rychlicki**  
*Junior Analyst*

**Piotr Chodyra**  
*Junior Analyst*

**Volodymyr Shkuropat**  
*Junior Analyst*

## EQUITY SALES

**Grzegorz Skowroński**

## SALES TRADING

**Paweł Szczepański**, Head of Sales

**Michał Sopiński**, Deputy Head of Sales

**Paweł Czupryński**

**Hubert Kwiecień**

## Disclaimer

### Informacje ogólne

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”). Dom Maklerski podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Dokument adresowany jest pierwotnie do wybranych przez Dom Maklerski Klientów korzystających z usług w zakresie sporządzania analiz i rekomendacji [o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych](#). Dokument począwszy od wskazanego w nim dnia może podlegać dystrybucji do szerokiego kręgu odbiorców (na stronie www Domu Maklerskiego lub poprzez przekazanie go do dyspozycji podmiotom mogącym go w wybranym przez siebie zakresie cytować w mediach, lub też w inny sposób) jako rekomendacja w rozumieniu [Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady \(UE\) nr 596/2014 w sprawie nadużyć na rynku \(rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku\) oraz uchylającego dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE](#) („Rozporządzenie MAR”), oraz w [Rozporządzeniu Delegowanym Komisji \(UE\) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającym rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady \(UE\) nr 596/2014 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących środków technicznych do celów obiektywnej prezentacji rekomendacji inwestycyjnych lub innych informacji rekomendujących lub sugerujących strategię inwestycyjną oraz ujawniania interesów partykularnych lub wskazań konfliktów interesów „Rozporządzenie w sprawie rekomendacji”](#)).

### Objaśnienia używanej terminologii fachowej:

kapitalizacja - iloczyn ceny rynkowej i liczby akcji spółki  
free float (%) - udział liczby akcji znajdujących się w rękach akcjonariuszy posiadających poniżej 5 proc. ogólnej liczbie głosów z akcji, pomniejszony o akcje własne należące do spółki  
min/max 52 tyg. – minimum/maksimum kursu rynkowego akcji z ostatnich 52 tygodni  
średni wolumen - średni wolumen obrotu akcjami w ostatnim miesiącu

EBIT - zysk operacyjny

EBITDA - zysk operacyjny powiększony o amortyzację

zysk skorygowany – zysk netto skorygowany o transakcje o charakterze jednorazowym

CF – cash flow, przepływy pieniężne

CAPEX – suma wydatków inwestycyjnych przeznaczonych na aktywa trwałe

OCF – środki pieniężne wygenerowane poprzez operacyjną działalność przedsiębiorstwa

FCF – gotówka wygenerowana przez przedsiębiorstwo po uwzględnieniu wpływów na wsparcie działalności oraz utrzymanie kapitałów

ROA - stopa zwrotu z aktywów ogółem

ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych

ROIC - zwrot na zainwestowanym kapitale

NWC – kapitał obrotowy netto

Cykl konwersji gotówki – okres od momentu wydatkowania środków pieniężnych za zakup czynników produkcji do momentu uzyskania przychodów pieniężnych ze sprzedaży wyrobów lub usług wyprodukowanych.

Marża Brutto na Sprzedaży (MBnS) - iloraz zysku brutto na sprzedaży do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBITDA - iloraz sumy zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność EBIT - iloraz zysku operacyjnego do przychodów netto ze sprzedaży

rentowność netto - iloraz zysku netto do przychodów netto ze sprzedaży

EPS - zysk netto na 1 akcję

DPS - dywidenda na 1 akcję

P/E - iloraz ceny rynkowej do zysku netto na 1 akcję

P/BV - iloraz ceny rynkowej akcji do wartości księgowej jednej akcji

EV/EBITDA - iloraz EV do EBITDA spółki

EV - suma bieżącej kapitalizacji i długu netto spółki

DY – stopa dywidendy, relacja wypłaconej dywidendy do kursu akcji

RFR - stopa wolna od ryzyka

WACC - średni ważony koszt kapitału

### Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski

Emitent – 11 BIT STUDIOS S.A., ART GAMES STUDIO S.A., BLOOBER TEAM S.A., S.A., HUUUGE. INC., CREEPY JAR S.A., PLAYWAY S.A., TEN SQUARE GAMES S.A., PCF GROUP S.A., CI GAMES S.A., CD PROJEKT S.A.

KUPUJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 10%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 10%

SPRZEDAJ - w ocenie Domu Maklerskiego istnieje potencjał spadku instrumentu finansowego wynoszący więcej niż -0%.

Rekomendacje wydawane przez Dom Maklerski traktowane są jako obowiązujące w okresie 12 miesięcy od daty udostępnienia lub do chwili realizacji docelowego kursu instrumentu finansowego.

Dom Maklerski może w każdym czasie zaktualizować rekomendację, w zależności od aktualnych uwarunkowań rynkowych, lub oceny powziętej przez osoby sporządzające rekomendację.

Rekomendacje krótkookresowe (w tym oznaczone szczególnie jako spekulacyjne) mogą być oznaczone krótszym okresem obowiązywania. Rekomendacje krótkookresowe oznaczane jako spekulacyjne związane są z podwyższonym ryzykiem inwestycyjnym.

Dokument sporządził: Grzegorz Balcerski

### Stosowane metody wyceny

Metoda DCF (Discounted Cash Flow) wycenia przedsiębiorstwo poprzez szacowanie jego przyszłych przepływów pieniężnych i dyskontowanie ich do wartości bieżącej.

- zalety: skoncentrowana na przyszłości, elastyczność co do założeń modelowych, odzwierciedla rzeczywistą wartość przedsiębiorstwa, powszechnie akceptowana.

- wady: wrażliwość na założenia, złożoność, subiektywność, nie uwzględnia sentymentu rynkowego ani krótkoterminowych fluktuacji.

Metoda porównawcza polega na zestawieniu podstawowych wskaźników rynkowych spółki ze wskaźnikami dla spółek porównywalnych.

- zalety: prostota, transparentność, zapewnia benchmark wyceny, odzwierciedla aktualne wyceny rynkowe i sentyment inwestorów.

- wady: brak specyfiki, ograniczone porównanie, wrażliwość na wahania rynkowe, pomijanie różnic fundamentalnych.

SOTP - metoda sumy części wyceny wartość spółki poprzez wycenę poszczególnych linii biznesowych spółki.

zalety: możliwość zastosowania różnych metod wyceny do różnych linii biznesowych, przydatna do oceny wartości firmy np. w scenariuszu przejęcia lub restrukturyzacji.

wady: często niewielka liczba spółek porównywalnych dla poszczególnych linii biznesowych, metoda nie uwzględnia synergii między poszczególnymi segmentami.

rNPV (*risk-adjusted net present value*)- metoda wyceny ważonej ryzykiem wartości bieżącej netto

zalety: uwzględnienie prawdopodobieństw zaistnienia przyszłych przepływów, urealnienie bieżącej wartości przyszłych przepływów oraz odzwierciedlenie specyfiki biznesu,

szczególnie dla spółek innowacyjnych.

wady: subiektywizm przy przyjmowaniu stopy dyskonta, duża ilość założeń, wysoki poziom skomplikowania obliczeń oraz pominięcie czynników jakościowych w wycenie.

Metoda zdyskontowanych zysków rezydualnych (ZZR)

zalety: oparcie wyceny na nadwyżce zysku nad skorygowanym o ryzyko kosztem alternatywnym dla właścicieli kapitału, może być wykorzystywana w przypadku firm, które nie wypłacają dywidend lub nie generują dodatnich wolnych przepływów pieniężnych

wady: ilość subiektywnych parametrów i założeń, a także wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM)

zalety: uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego, model ten najlepiej sprawdza się w przypadku spółek z długą historią dywidend

wady: ograniczony tylko do spółek płacących dywidendę, nie jest odpowiedni dla spółek krótką historią dywidend

Metoda wartości aktywów netto (NAV)

zalety: przydatność dla spółek holdingowych o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych, stosunkowa łatwość przeprowadzenia wyceny

wady: podejście nie uwzględnia wzrostu przychodów lub zysków netto i może nie wyceniać prawidłowo wartości aktywów niematerialnych i prawnych

Mnożnik docelowy

zalety: możliwość zastosowania jej do dowolnej spółki

wady: metoda ta jest bardzo subiektywna

Metoda wartości odtworzeniowej - określa koszty, jakie należy ponieść, aby odtworzyć majątek wycenianego przedsiębiorstwa

zalety: przydatność dla spółek o stosunkowo dużych wartościach rzeczowych aktywów trwałych

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki, reputacja firmy oraz jej rynkowy potencjał

Metoda wartości likwidacyjnej - suma cen, jakie można byłoby uzyskać na rynku ze sprzedaży poszczególnych składników przedsiębiorstwa

zalety: dzięki tej metodzie możliwe jest oszacowanie najniższego progu wartości przedsiębiorstwa

wady: trudność oszacowania, ile warte są aktywa niematerialne i prawne spółki

[Jako podstawy wyceny lub metodyk oraz przyjętych założeń stosowanych do oceny instrumentu finansowego lub emitenta bądź do wyznaczenia ceny docelowej instrumentu finansowego przyjęto metody DCF i porównawczą.](#)

Wycena, metodyka wyceny lub przyjęte założenia nie ulegały zmianie od daty sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia Dokumentu.

Dokument nie został przedstawiony emitentowi a następnie zmieniony. Dokument nie ulegał zmianom od dnia jego sporządzenia i pierwszego rozpowszechnienia.

Sporządzający rekomendacje Zespół Analityczny bazuje jedynie na źródłach zweryfikowanych, publicznie dostępnych w ramach komercyjnych baz wiedzy i danych (raporty okresowe Emitentów, Bloomberg, Reuters, GUS), a także na opracowaniach własnych

Szczegółowe informacje na temat wyceny lub metodyki i przyjętych założeń, jak również informacje odnośnie wcześniejszych rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, opublikowanych w okresie ostatnich 12 miesięcy przed datą niniejszej rekomendacji, zamieszczono na stronie internetowej Domu Maklerskiego [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

#### Zastrzeżenia prawne, zastrzeżenia dotyczące ryzyka

W ocenie Domu Maklerskiego Dokument został sporządzony obiektywnie, z zachowaniem należytej staranności oraz z wykluczeniem wpływu ewentualnego konfliktu interesów. Ewentualne powstałe pomimo tego niezgodności informacji podanych w Dokumentcie ze stanem faktycznym lub błędne oceny Domu Maklerskiego nie stanowią podstawy odpowiedzialności Domu Maklerskiego. W szczególności Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w Dokumentcie.

Dokument nie uwzględnia indywidualnych potrzeb i sytuacji danego inwestora, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji danego inwestora, wobec czego wnioski wynikające z Dokumentu mogą okazać się nieodpowiednie dla danego inwestora.

Dom Maklerski nie ponosi odpowiedzialności za sposób, w jaki informacje podane w Dokumentcie zostaną wykorzystane. Przedstawiane dane historyczne odnoszą się do przeszłości, a wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Przedstawione dane odnoszące się do przyszłości mogą okazać się błędne, stanowią wyraz ocen osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumentcie nie należy rezygnować z: przeprowadzenia niezależnej oceny podawanych informacji i uwzględnienia informacji innych niż przedstawione; weryfikacji we własnym zakresie podawanych danych oraz oceny ryzyka związanego z podejmowaniem decyzji na podstawie Dokumentu; rozważenia skorzystania z usług niezależnego analityka, doradcy inwestycyjnego lub innych osób posiadających specjalistyczną wiedzę.

O ile Dokument nie wskazuje inaczej, informacje w nim zawartych nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez podmiot, którego dotyczy, a wnioski i opinie w nim zawarte są wyłącznie opiniami i wnioskami Domu Maklerskiego.

Dom Maklerski zarządza aktualnymi lub potencjalnymi konfliktami interesów poprzez podejmowanie środków przewidzianych w Rozporządzeniu w sprawie rekomendacji w szczególności aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Dział zgodności.

Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim jest „Polityka zarządzania konfliktami interesów w Trigon Domu Maklerskim S.A.” Szczegółowe informacje odnośnie niniejszej Polityki znajdują się na stronie [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl).

Dom Maklerski 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 Domu Maklerskim lub innymi osobami.

W szczególności Zespół Analityczny stanowi wyodrębnioną organizacyjnie, funkcjonalnie oraz fizycznie, samodzielną komórkę organizacyjną Domu Maklerskiego.

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

Na datę sporządzenia Dokumentu:

między Domem Maklerskim i/lub biorącymi udział w sporządzeniu Dokumentu lub mającymi dostęp do Dokumentu przed jego publikacją: pracownikami, wykonawcami usług i innymi osobami powiązanymi a Emitentem nie występuje konflikt interesów

Dom Maklerski posiada akcje Emitenta: 11 BIT STUDIOS S.A., PLAYWAY S.A., TEN SQUARE GAMES S.A., PCF GROUP S.A., CI GAMES S.A., CD PROJEKT S.A. Aktualna lista podmiotów, na rzecz których Dom Maklerski świadczy usługę pośrednictwa w nabywaniu lub zbywaniu instrumentów finansowych na własny rachunek w celu wykonywania zadań związanych z organizacją rynku regulowanego znajduje się na stronie internetowej [https://www.gpw.pl/animatory\\_emitenta](https://www.gpw.pl/animatory_emitenta).

Dom Maklerski pełni funkcję animatora emitenta dla: Bloober Team S.A., 11 BIT STUDIOS S.A., HUUU INC., PLAYWAY S.A., TEN SQUARE GAMES S.A., HUUUGE. INC, PCF GROUP S.A.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usługi bankowości inwestycyjnej lub innych usług maklerskich

Dom Maklerski nie wykonuje na rzecz Emitenta usług dotyczących instrumentów finansowych objętych Dokumentem

sporządzania analiz i rekomendacji instrumentów finansowych Emitenta  
oferowania instrumentów finansowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej w okresie 12 miesięcy poprzedzających opublikowanie Dokumentu  
nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego  
nabywania lub zbywania instrumentów finansowych na własny rachunek celem realizacji umów o subemisję inwestycyjne lub usługowe  
z zastrzeżeniem, iż Dom Maklerski może w każdym czasie złożyć Emitentowi ofertę świadczenia usług lub podjąć świadczenie takich usług

wśród osób, które brały udział w sporządzeniu rekomendacji, jak również tych, które nie uczestniczyły w jej przygotowaniu, ale miały lub mogły mieć do niej dostęp, nie istnieją osoby, które posiadają akcje Emitenta w liczbie stanowiącej co najmniej 5% kapitału zakładowego lub instrumenty finansowe, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością instrumentów finansowych emitowanych przez Emitenta; jeden z autorów dokumentu posiada znikomy pakiet akcji Emitenta: 11 BIT STUDIOS S.A. i BLOOBER TEAM S.A., co pozostaje bez wpływu dla rzetelności sporządzonego Dokumentu

członkowie władz Emitentów ani osoby im bliskie nie są członkami władz Trigon Domu Maklerskiego S.A.

żadna z osób zaangażowanych w przygotowanie raportu nie pełni funkcji w organach Emitentów, nie zajmuje stanowiska kierowniczego, ani nie jest osobą bliską dla członków władz Emitenta oraz żadna z tych osób, jak również ich bliscy nie są stroną jakiegokolwiek umowy z Emitentem, która byłaby zawarta na warunkach odmiennych niż inne umowy, których stroną jest Emitent i konsumenci.

Dom Maklerski w ciągu ostatnich 12 miesięcy otrzymał dywidendę od Emitenta: PLAYWAY S.A.

Wynagrodzenie osób biorących udział w sporządzeniu Dokumentu nie jest uzależnione od wyników finansowych uzyskiwanych przez Dom Maklerski z transakcji dotyczących instrumentów finansowych Emitenta, dokonywanych przez Dom Maklerski. Pracownicy Domu Maklerskiego biorący udział w sporządzaniu rekomendacji:

nie otrzymują wynagrodzenia bezpośrednio powiązanego z transakcjami dotyczącymi usług Domu Maklerskiego określonymi w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE

lub z innym rodzajem transakcji, które prowadzi Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakakolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy co Dom Maklerski

nie otrzymują ani nie kupują akcji emitenta przed ofertą publiczną.

Dom Maklerski lub podmioty z nim powiązane mogą uczestniczyć w transakcjach związanych z finansowaniem Emitenta, oraz świadczyć usługi na rzecz Emitenta lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez Emitenta, jak również mieć możliwość realizacji lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez Emitenta lub podmioty z nim powiązane, również zanim Dokument zostanie przedstawiony odbiorcom.

Nie występują inne okoliczności w zakresie potencjalnego konfliktu interesów podlegające ujawnieniu na podstawie Rozporządzenia w sprawie rekomendacji.

Dom Maklerski zwraca szczególną uwagę na liczne czynniki ryzyka związane z inwestycją w instrumenty finansowe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Znaki towarowe, oznaczenia usług i logo zawarte w niniejszym Dokumentcie są znakami towarowymi, oznaczeniami usług, oraz logo Trigon Domu Maklerskiego S.A. Prawa autorskie do Dokumentu oraz zamieszczonych w nim treści przysługują Domowi Maklerskiemu. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użytkiem wymaga zgody Domu Maklerskiego.

Z uwagi na ograniczenia formalne wynikające z przepisów prawa Dokument nie może zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazany, udostępniony lub wydany w jurysdykcjach, gdzie jego rozpowszechnianie może podlegać lokalnym ograniczeniom prawnym. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające Dokument są obowiązane znać powyższe ograniczenia i ich przestrzegać.

Przyjmuje się, że każda osoba (jednostka organizacyjna), która niniejszy dokument pobiera, przyjmuje lub wyraża zgodę na przekazanie jej niniejszego dokumentu, tym samym:

wyraża zgodę na treść wszelkich powyższych zastrzeżeń;

potwierdza, że zapoznała się z Regulaminem świadczenia usług w zakresie sporządzania Analiz i Rekomendacji obowiązującym w Trigon Domu Maklerskim S.A. (dostępnego na stronie internetowej: [www.trigon.pl](http://www.trigon.pl), zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usługi w zakresie przekazywania analiz i rekomendacji poprzez udostępnienie Dokumentu.

Na zasadach określonych w Regulaminie oraz z uwzględnieniem zastrzeżeń zawartych w Dokumentcie oraz zastrzeżeń opublikowanych wraz z Dokumentem, przy czym: (1) przedmiot usługi ograniczony jest do nieodpłatnego udostępnienia Dokumentu oraz korzystania z niego przez adresata, (2) umowa o świadczenie tej usługi wiąże strony wyłącznie w okresie korzystania przez adresata z Dokumentu.

Dokument nie stanowi: oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego, porady inwestycyjnej, prawne, księgowej, reklamy ani oferty, zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych ani podstawy do zawarcia innej umowy lub powstania innego zobowiązania.

Data i godzina zakończenia sporządzania rekomendacji: [18.10.2024] godz. [07:50]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: [18.10.2024] godz. [07:50]