

Research

CEE | Equity Research

Bloober Team

Nowy świt dla polskiego gamingu

Bloober Team jest na ostatniej prostej promowania swojej największej do tej pory gry self-publishing Cronos: The New Dawn, której premiera zbliża się wielkimi krokami. Uważamy, że ostatni underperformance kursu przesunął środek ciężkości między risk/reward bardziej w kierunku reward w przypadku grania pod potencjalny umiarkowany sukces Cronosa, który jest naszym bazowym scenariuszem. Patrząc na budowanie zainteresowania wokół gry oraz potencjalny split wolumenów między PC i pozostałe platformy zakładamy, że w 12 miesięcy od premiery grę kupi 1 mln graczy. Stawiamy tezę, że PC będzie mniej istotną platformą z udziałem 25-30% - konsole (wspierane przez sprzedaż wersji fizycznych), przede wszystkim PlayStation, będą dominujące. Naszym zdaniem trzeba mieć tę proporcję z tyłu głowy oceniając statystyki premierowe, które można obserwować głównie dla Steam'a. Realizacja naszego scenariusza nakreślonego w tym raporcie daje przestrzeń do wzrostu kursu, mimo ostrożniejszych założeń vs nasza ostatnia rekomendacja. Podtrzymujemy zalecenie Buy, z nowym TP 36 PLN na akcję.

Premiera Cronosa - nasze oczekiwania. Zaraz po premierze głównymi statystykami, które będziemy mogli obserwować będą te dotyczące Steam'a. Oczekujemy, że platforma ta będzie odpowiedzialna za ok. 25-30% całkowitej sprzedaży. Chcemy wyartykułować, że należy mieć ten podział między platformy z tyłu głowy analizując te dane. Rzeczywisty performance sprzedażowy może być 3-4x wyższy niż sam PC. Biorąc pod uwagę czynniki takie jak bazę followers'ów, performance przedsprzedaży, ale także rozważniający wpływ i) bliskiej premiery gry top 1 z wishlist Steam'a oraz ii) advanced access oczekujemy peak'u graczy na Steam w pierwszym weekendzie po premierze na poziomie +/- 7-8 tys. Istotne odchylenie rzeczywistej wartości w jedną lub drugą stronę od tej cyfry byłoby dla nas sygnałem do rewizji założeń wolumenowych. W przypadku ocen recenzentów i graczy oczekujemy bardzo dobrych wyników, choć nie idealnych - zakładamy, że gra będzie dobrze przyjęta (80-85%), ale preview po hands-on sugerują, że część recenzentów może obniżać oceny np. za elementy combat'u (który nam akurat przypadł do gustu).

Kampania marketingowa przyspieszyła na ostatniej prostej. Podczas niedawnego gamescom spółka rozpoczęła finalną część kampanii promocyjnej Cronosa. Bloober był wg nas najbardziej widocznym z polskich studiów – własne stand'y na strefie otwartej i business, pokazy trailer'ów, duży baner wokół miejsca targów. Jak na rozmiar studia gra podczas gamescom przyciągała dużą uwagę. Stoiska Bloobera cieszyły się bardzo dużym zainteresowaniem (kilkugodzinne oczekiwanie na hands-on). Mieliśmy okazję ograć demo - nasze wrażenia z obcowania z grą są pozytywne. Uważamy, że gra może trafić w gusta fanów gatunku action horror. Recenzje ukążą się 3 września.

Zmiana prognoz. W porównaniu do ostatniego raportu zmieniliśmy podejście do ujęcia przepływów z Projektu H. Przypuszczamy, że będzie to kolejny projekt rozwijany przez jeden z dwóch wewnętrznych team'ów Bloobera. Do tej pory zakładaliśmy, że będzie on prowadzony w formule WFH, jednak dużo wskazuje, że Bloober będzie chciał wydać go samodzielnie. To wpływa na inne rozłożenie przychodów i kosztów projektu w czasie - obecnie koszty projektu są w naszych prognozach kapitalizowane, a przychody pojawiają się po premierze (którą zakładamy w '28r.). Skutkuje to obniżeniem wyników operacyjnych już od końca '25r., choć sam wpływ netto na wycenę jest pozytywny (większa ekspozycja na potencjalny sukces, ale przy wyższym ryzyku). Inną istotną zmianą jest obniżenie założeń wolumenowych Cronosa do 1 mln sztuk w rok z 1.25 mln wcześniej, co wynika z budowania się zainteresowania wokół gry nieco poniżej oczekiwanego przez nas wcześniej poziomu i premiery blisko hitowego Hollow Knight: Silksong.

Wycena. Naszą wycenę opieramy w 100% na modelu DCF - przyjmujemy RFR 5.5% i premię rynkową 6.5%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę wzrostu FCF 3%, a wartość FCF dla okresu rezydualnego szacujemy jako średnią z 5 letniego okresu (2025-29E). Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową 36 PLN.

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	56	94	89	182	167	155
EBITDA	15	26	41	98	96	79
EBIT	-3	5	23	60	46	57
Net profit	2	3	21	51	38	50
EPS (PLN)	0.1	0.1	1.1	2.6	2.0	2.6
P/E (x)	272.4	198.3	25.4	10.6	14.2	10.7
EV/EBITDA (x)	33.7	20.0	13.0	5.3	5.4	6.2
FCFF Yield (%)	0.9%	-5.5%	-3.3%	3.1%	6.8%	9.4%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	4.2%

Source: Company, Trigon

Raport przygotowany w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Analitycznego

Buy

(Previous: Buy, 39.2)

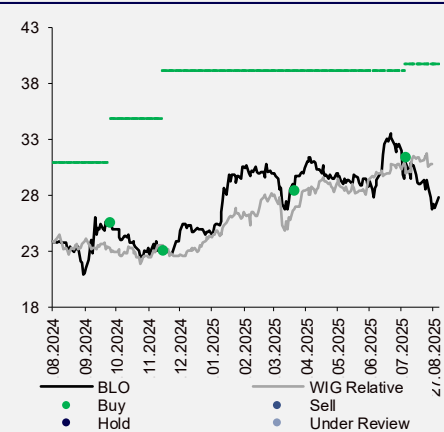
Target price: 36 PLN

Upside: +30%

FACT SHEET

Ticker	BLO
Sector	Gaming
Price (PLN)	28
52W range (PLN)	20.2 / 33.95
Shares outstanding (m)	19.3
Market Cap (PLNm)	536
Free-float	66%
3M Avg. Vol. (PLNm)	0.5
Price performance	1M 3M 1Y
	-12.9% -8.2% 13.3%

RELATIVE SHARE PRICE VS WIG INDEX



RECOMMENDATIONS	DATE	TP
Buy	31.07.2025	39.7
Buy	16.04.2025	39.1
Buy	10.12.2024	39.2
Buy	21.10.2024	34.9
Buy	18.10.2024	34.9
Buy	19.07.2024	31.0
Hold	19.04.2024	24.0

SHAREHOLDERS	Share %
Tencent Holdings Limited	20.1%
Piotr Babieno	14.2%
Esaliens TFI	9.6%

INVESTOR CALENDAR

2Q'25 Earnings	23.09.2025
3Q'25 Earnings	27.11.2025

ANALYST

Grzegorz Balcerski	+48 602 747 540
	grzegorz.balcerski@trigon.pl

Valuation	Current		Previous		Change
DCF	36.0	100%	39.7	100%	-9%
Multiples	51.0	0%	57.4	0%	-11%

Estimates chng	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.	Curr.	Prev.	Chg.
Revenues	182	218	-17%	167	269	-38%	155	235	-34%
EBITDA	98	91	8%	96	150	-36%	79	116	-32%
margin	53.8%	41.7%	12.2pp	57.3%	55.9%	1.4pp	50.7%	49.1%	1.6pp
EBIT	60	46	29%	46	99	-54%	57	92	-38%
margin	32.9%	21.3%	11.6pp	27.5%	37.0%	-9.5pp	36.7%	38.9%	-2.2pp
Net profit	51	39	32%	38	85	-56%	50	81	-38%
margin	27.9%	17.7%	10.2pp	22.7%	31.7%	-9.1pp	32.1%	34.2%	-2.0pp

Trigon vs. cons	2025E			2026E			2027E		
PLNm	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.	Trigon	Cons.	Diff.
Revenues	182	-	-	167	-	-	155	-	-
EBITDA	98	-	-	96	-	-	79	-	-
margin	53.8%	-	-	57.3%	-	-	50.7%	-	-
EBIT	60	-	-	46	-	-	57	-	-
margin	32.9%	-	-	27.5%	-	-	36.7%	-	-
Net profit	51	-	-	38	-	-	50	-	-
margin	27.9%	-	-	22.7%	-	-	32.1%	-	-

KPIs (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	CAGR
Shares outstanding	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	19.3	0%
DPS (PLN)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	1.2	-
EPS (PLN)	0.1	0.1	1.1	2.6	2.0	2.6	91%
BVPS (PLN)	4.5	5.0	6.4	9.1	9.5	10.9	19%
ND / EBITDA (x)	-1.6	-0.4	0.0	-0.2	-0.2	-0.6	
ND / Equity (x)	-0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	
FCFF	5	-29	-18	16	35	46	59%
NWC	-4	7	-8	-1	5	6	
Net Debt	-25	-11	-1	-19	-23	-46	
Minorities & other EV adj.	0	0	0	0	0	0	
adj. Net Debt	-25	-11	-1	-19	-23	-46	

Ratios	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Avg.
adj. EBITDA yoy	-	49%	46%	111%	-4%	-18%	
EBIT yoy	-	-	380%	160%	-23%	24%	
adj. EPS yoy	-	37%	+	141%	-25%	32%	
Gross margin	n.a.	-9.9%	15.7%	25.4%	24.1%	36.8%	18.4%
adj. EBITDA margin	38.6%	34.3%	52.9%	54.7%	57.3%	50.7%	48.1%
EBIT margin	-5.7%	5.1%	25.8%	32.9%	27.5%	36.7%	20.4%
adj. Net profit margin	3.8%	9.2%	30.1%	28.8%	22.7%	32.1%	21.1%
ROE (%)	2%	3%	17%	29%	21%	24%	16%
ROA (%)	2%	2%	11%	19%	14%	21%	11%

Revenue per project	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Revenue	89.2	181.9	167.0	155.4	237.3
Selfpub. Backcat.	12.4	7.5	6.4	4.8	3.6
Selfpub. Cronos	0.0	89.2	63.5	47.8	27.3
Selfpub. Next self-pub.	0.0	0.0	0.0	0.0	113.9
Selfpub. Broken Mirror	0.0	7.9	33.5	26.9	14.2
WFH SH2	39.8	0.0	0.0	0.0	0.0
WFH SH1 + next WFH	19.1	50.7	44.6	45.2	45.9
RevShare SH2	9.2	8.3	6.8	3.9	2.5
RevShare Other	0.0	0.0	0.0	18.4	25.4
Other	8.7	18.4	12.1	8.3	4.5

Source: Company, Trigon, *Trigon assumptions

Multiples at PLN 27.75	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	272.4	198.3	25.4	10.6	14.2	10.7
adj. P/E (x)	251.4	62.3	20.0	10.2	14.2	10.7
EV/EBITDA (x)	33.7	20.0	13.0	5.3	5.4	6.2
adj. EV/EBITDA (x)	23.6	16.3	11.3	5.2	5.4	6.2
P/BV (x)	6.2	5.6	4.4	3.0	2.9	2.5
FCFF Yield (%)	0.9%	-5.5%	-3.3%	3.1%	6.8%	9.4%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	4.2%

Multiples at Target Price	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
P/E (x)	353.4	257.2	33.0	13.7	18.4	13.9
adj. P/E (x)	326.2	80.8	25.9	13.3	18.4	13.9
EV/EBITDA (x)	44.2	26.1	16.9	6.9	7.0	8.2
adj. EV/EBITDA (x)	30.9	21.2	14.7	6.8	7.0	8.2
P/BV (x)	8.0	7.3	5.7	3.9	3.8	3.3
FCFF Yield (%)	0.7%	-4.2%	-2.6%	2.4%	5.2%	7.1%
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	3.3%

P&L Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	56	94	89	182	167	155
COGS	63	103	75	136	127	98
Gross Profit	-7	-9	14	46	40	57
Selling costs	0	0	0	0	0	0
G&A costs	0	0	0	0	0	0
Other operating items, net	4	14	9	14	6	0
EBITDA	15	26	41	98	96	79
adj. EBITDA	22	32	47	99	96	79
D&A	18	21	18	38	50	22
EBIT	-3	5	23	60	46	57
Net financial costs	2	-1	0	-3	-4	-1
EBT	4	4	23	57	42	56
Minority interest	0	0	0	0	0	0
Net profit	2	3	21	51	38	50
adj. net profit	2	9	27	52	38	50

Balance Sheet (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Non-current Assets	77	94	138	161	153	149
Current Assets	49	43	56	104	112	93
Inventories	0	0	0	0	0	0
Receivables	7	17	24	17	22	20
Cash and cash equivalents	29	12	9	73	76	60
Assets	126	137	194	265	265	242
Equity	87	96	123	177	183	210
Non-current Liabilities	16	19	17	55	55	7
Long-term borrowings	3	7	7	55	55	7
Current Liabilities	23	23	55	35	28	26
Short-term borrowings	2	4	8	8	8	8
Payables	11	10	32	17	16	14
Equity and Liabilities	126	137	194	267	267	243

CF Statement (PLNm)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating CF	33	11	24	78	77	71
Change in NWC	18	-13	-8	-7	-6	-1
D&A	18	21	18	38	50	22
Investing CF	-39	-27	-29	-61	-42	-17
CAPEX	-28	-40	-42	-61	-42	-25
Financing CF	10	-1	1	48	-31	-71
Lease payments	0	0	0	0	0	0
Dividend/Buy-back	0	0	0	0	-31	-23
Net change in cash	4	-17	-3	64	3	-16

Podsumowanie inwestycyjne

#Premiera Cronos: The New Dawn - nasze oczekiwania. W tym tygodniu będzie miała miejsce premiera najważniejszej jak dotąd gry własnej studia. Data premiery została wyznaczona na 5 września, ale gracze, którzy zdecydowali się na zakup droższej wersji deluxe będą mogli zagrać w Cronosa dwa dni wcześniej (tzw. advanced access).

Jeszcze do gamecom'u **okienko wydawnicze** wydawało się być bardzo dobre (uniknięcie „tłoku” w 4Q), ale podczas targów ogłoszono, że **Hollow Knight: Silksong** (obecnie tytuł nr. 1 na wishlist'cie Steam'a) zadebiutuje 4 września i zapewne 'ukradnie' sporo uwagi graczy i mediów. Ten czynnik wraz z budowaniem się przedpremierowego zainteresowania wokół gry (przyrost followers'ów, sprzedaż preorderów) nieco poniżej naszych oczekiwań spowodowały, że nasze założenie dotyczące wolumenu sprzedaży w pierwszym roku od premiery to 1 mln sztuk (we wcześniejszej iteracji modelu zakładaliśmy 1.25 mln). Niezmiennie uważamy, że gra będzie największym (oprócz produkcji świetnie odebranego Silent Hill 2 Remake) milestone studia w ostatnich latach, który wprowadzi Bloobera do wyższej ligi, choć jeszcze nie do ekstraklasy.

Konsole będą dominujące. Stawiamy tezę, że udział PC w ogóle sprzedaży będzie mniejszościowy (25-30%), z sprzedaży będzie zdominowana przez wydania konsolowe, głównie PlayStation. Doniesienia medialne (np. [LINK](#)) wskazują, że gry z tego gatunku (action horror, takie jak Dead Space, Resident Evil, Silent Hill 2 Remake) trafiają głównie do graczy konsolowych. W przypadku Silent Hill 2 Remake, będącego naturalnym benchmark'iem dla Cronosa, PC 'ważył' niewiele ponad 20%. Uważamy, że jest to baza graczy, do której ten tytuł będzie właśnie adresowany. Co więcej gra będzie dostępna na premierę również na nowym Switch'u i dystrybuowana w formie pudełkowych przez trzech partnerów na całym świecie - historycznie kopie fizyczne dotyczą głównie sprzedaży na konsole. **Chcemy wyartykułować, że należy mieć ten podział sprzedaży między platformy z tyłu głowy analizując relatywnie łatwo dostępne dane publikowane przez różne platformy, a dotyczące tylko sprzedaży na Steam. Rzeczywisty performance sprzedażowy może być 3-4x wyższy niż sam Steam.**

BLO: Gry action-horror z ostatnich lat, statystyki dot. Steam'a

Game	Pre-debut followers	Steam peak (k)	Volume 1M (k)	Volume M1 / peak
Dying Light 2 Stay Human: Reloaded Edition	286	275.0	2,703	9.8
Warhammer 40,000: Darktide	153	108.4	1,159	10.7
The Outlast Trials	152	36.7	1,329	36.2
The Last of Us: Part I	108	36.5	410	11.2
Half-Life: Alyx	99	42.9	812	19.0
Resident Evil 4	91	168.2	1,401	8.3
Resident Evil 3	90	60.3	1,090	18.1
Scorn	77	7.9	183	23.0
SILENT HILL 2	73	23.7	461	19.5
System Shock	72	7.9	79	10.1
Resident Evil Village	68	106.6	1,398	13.1
Killing Floor 3	61	30.1	368	12.2
The Callisto Protocol	60	17.6	308	17.5
Ghostwire: Tokyo	49	14.1	319	22.7
Dead Space	48	30.9	478	15.5
The Sinking City Remastered	27	1.0	7	6.5
Alone in the Dark	19	1.6	16	10.1
Killer Klowns from Outer Space: The Game	14	4.3	46	10.7
Five Nights at Freddy's: Security Breach	11	17.2	320	18.6
Average				15.4
Median				14.3

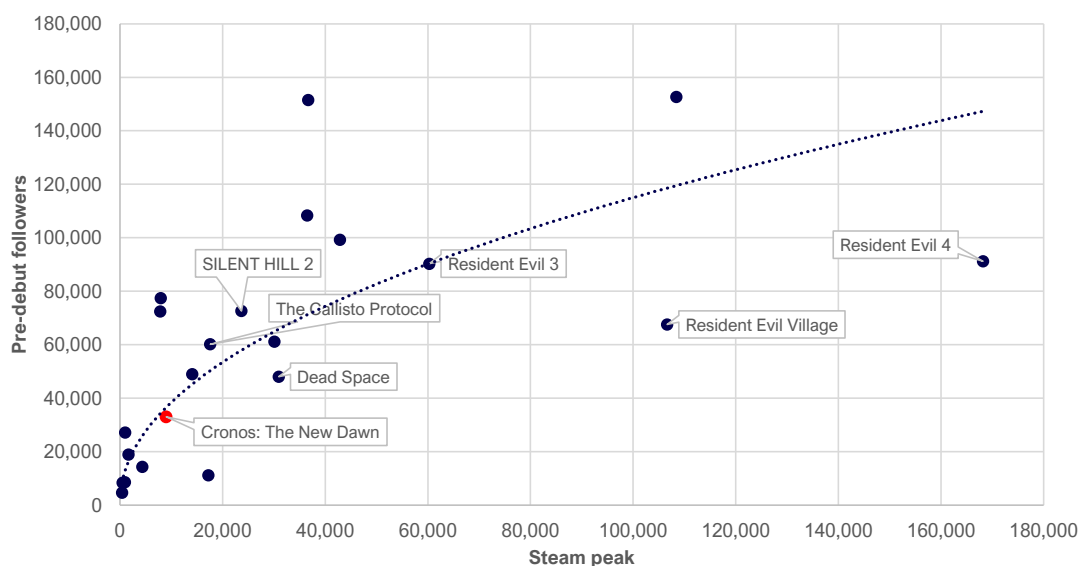
Source: gamalytic.com, Trigon

Oczekiwane parametry premiery. W przypadku ocen recenzentów i graczy oczekujemy bardzo dobrych wyników, choć nie idealnych - zakładamy, że gra będzie dobrze przyjęta (**80-85%**), ale recenzje preview po hands-on sugerują, że część recenzentów może obniżać oceny np. za elementy combat'u (które nam akurat przypadły do gustu).

Najwięcej statystyk 'na premierę' oferuje sam Steam i platformy go analizujące. Wychodząc od naszych globalnych założeń (1 mln w rok na wszystkich platformach) zakładamy, że w pierwszych 12 miesiącach od premiery sprzedaż wolumenowa na PC (w większości Steam) wyniesie 250-300 tys. sztuk. Biorąc pod uwagę przyjętą przez nas modelową krzywą sprzedaży, liczymy na 125-150 tys. kopii na Steam w pierwszym miesiącu (jest to również wartość zbliżona do tej prognozowanej przez gamalytic - ok. 150 tys.). Przykładając to do relacji między sprzedażą w pierwszym miesiącu a peak'iem gier podobnych gatunkowo (patrz tabela powyżej, wskaźniki ok. 15x) i opierając się na niej, spełnienie naszych założeń 'wymagałoby' peak'u w pierwszym weekendzie po premierze na poziomie ok. 8-10 tys. Zwracamy uwagę, że peak będzie już obserwowalny od startu advanced access 3 września, ale będzie on zapewne znacznie niższy niż ten 'weekendowy'.

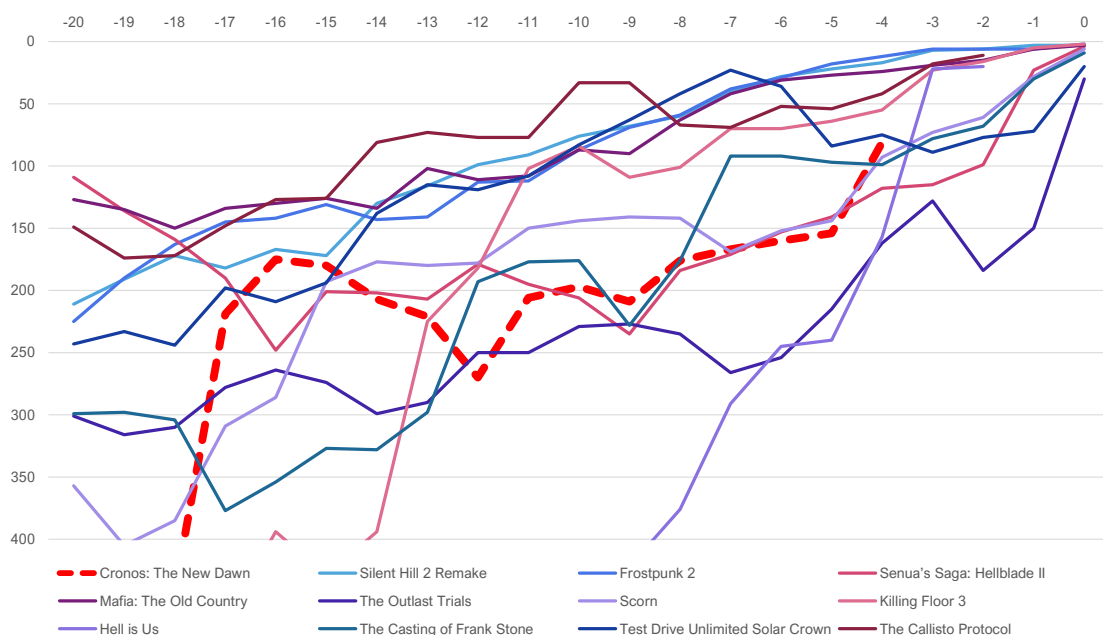
Szukając innych relacji, np. między poziomem przedpremierowych followers'ów a peak'iem, w przypadku ostatnich istotnych polskich premier, tj. Frostpunk 2 i The Alters, taki wskaźnik wyniósł odpowiednio 4.3x i 3.8x. Przyłożenie tego wskaźnika do oczekiwanych na premierę followers'ów (ponad 30 tys.) sugeruje peak na poziomie 7-8.5 tys. Cronos jest obecnie na 65 miejscu top wishlist Steam.

BLO: Pre-debut followers vs Steam peak



Source: steamDB, Trigon

Trudny do określenia pozostaje wpływ premiery sequela Hollow Knight na peak graczy, ale może on w pewnym stopniu zaburzyć wspomniane relacje. Biorąc wszystkie powyższe czynniki pod uwagę, t.j. statystyczne relacje i 'rozważniający' wpływ bliskiej premier gry nr. 1 z wishlist Steam oraz wcześniejszego dostępu **oczekujemy peak'u graczy na Steam w pierwszym weekendzie po premierze na poziomie +/- 7-8 tys.** Istotne odchylenie rzeczywistej wartości w jedną lub drugą stronę od tej cyfry byłoby dla nas sygnałem do rewizji założeń wolumenowych.

BLO: Pozycja preorderów na Steam (dni do premiery)

Source: gaminganalytics.info

Na wykresie powyżej prezentujemy również kształtowanie się miejsca preorderu Cronosa na topsellerach Steam, porównując go tytułom o zbliżonym przebiegu krzywej. Mediana peak'u ze wszystkich gier z powyższego wykresu to 20.5 tys. (7 tys. dla gier z najbardziej zbliżoną krzywą) a mediana sprzedaży wolumenowej miesiąc po premierze (dane gamalytic.com) to 340 tys. (130 tys. dla gier z najbardziej zbliżoną krzywą). Wspiera to nasze założenia dot. wolumenów na Steam.

Na PS Store US preorder Cronosa wczoraj zajmował ok. 50-60 pozycję wśród najlepiej sprzedających się gier na PS5 (4 miejsce wśród preorderów).

#Kampania marketingowa na ostatniej prostej. Podczas niedawnego **gamescom** spółka rozpoczęła finalną część kampanii promocyjnej Cronosa, choć to nie jedyny projekt pokazywany na targach. Bloober był wg nas najbardziej widocznym z polskich studiów – własne stand'y na strefie otwartej i biznesowej, obecność w strefach partnerów (Xbox, Alienware), trailer'y na ONL, FGS i Xbox Broadcast, duży baner wokół miejsca targów. Jak na rozmiar studia zainteresowanie grą przez graczy i media podczas gamescom oceniamy jako wysokie. Stoiska Bloobera cieszyły się bardzo dużym zainteresowaniem, kolejka do hands-on na otwartej strefie przekraczała 100 osób (ok. 2h oczekiwania).

BLO: Promocja Cronosa podczas gamescom 2025

Source: Trigon

Demo Cronosa było dostępne zarówno na otwartej strefie dla graczy oraz na zamkniętej strefie biznesowej. Podczas targów mieliśmy okazję ograć oba demo - **nasze wrażenia z bezpośredniego obcowania z grą są pozytywne**. Uważamy, że tytuł **może trafić w gusta fanów gatunku action horror** (takich jak Dead Space czy Resident Evil).

Dodatkowo na oddzielnym stoisku pokazywano inny tytuł z marki wydawniczej Broken Mirror Games: I hate this place; ujawniono także kolejną mniejszą grę VR z marki wydawniczej Star Trek: Infection). Za zamkniętymi drzwiami dla

partnerów studia pokazywano enigmatyczny póki co projekt, który być może jest kolejną grą self-publishing studia.

Recenzje gry. Zakładamy, że już od pewnego czasu recenzenci mają sposobność do ogrywania pełnej wersji. Największym znakiem zapytania wciąż pozostaje to jak oceniona zostanie warstwa narracyjna gry, która tylko w małym stopniu była eksponowana na trailer'ach czy przy okazji hands-on. Embargo na publikację recenzji kończy się 3 września i jest zbieżny ze startem advanced access.

Portal The Game Bussines w swoim podsumowaniu gamescom ([LINK](#)) opublikował listę 20 najlepszych pod względem ilości relacji prasowych niewydanych gier, które brały udział w targach - Cronos: The New Dawn znalazł się w tym zestawieniu. Gra znalazła się również w podobnym zestawieniu, który agreguje przyrosty wishlist na Steam w reakcji na materiały pokazane podczas targów.

BLO: Top 20 niewydanych gier pod względem ilości relacji prasowych pokazywanych na gamescom 2025

Game	Article Count (Fancensus)	Article Count (Press Engine)	YouTube Count (Fancensus)	YouTube views (Fancensus, mn)	Event
Hollow Knight: Silksong	1423	1682	1400	33.10	ONL
Call of Duty: Black Ops 7	1175	1043	1114	77.30	ONL
Resident Evil 9	791	804	2098	25.10	ONL
Vampire: The Masquerade - Bloodlines 2	509	461	255	2.60	ONL
LEGO Batman: Legacy of the Dark Knight	504	685	210	6.90	ONL
Black Myth: Zhong Kui	498	433	546	13.90	ONL
Silent Hill F	404	407	540	2.00	ONL
Warhammer 40,000: Dawn of War 4	404	387	95	2.70	ONL
Indiana Jones and the Great Circle	373	171	638	0.29	ONL
Borderlands 4	372	631	510	2.10	IGN
Ghost of Yotei	371	229	142	0.92	ONL
World of Warcraft: Midnight	359	107	459	0.46	ONL
Onimusha: Way of the Sword	334	332	122	1.40	ONL
Kirby Air Riders	318	296	359	2.70	Direct
Lords of the Fallen II	315	184	121	6.70	ONL
Cronos: The New Dawn	315	286	226	1.70	ONL
Ninja Gaiden 4	267	287	112	0.74	ONL
Sonic Racing: CrossWorlds	262	339	494	2.40	ONL
Pragmata	259	255	96	1.13	N/A
The Outer Worlds 2	211	190	79	0.85	ONL

Source: The Game Bussines

BLO: Top 20 niewydanych gier pod względem przyrostu wishlist na Steam pokazywanych na gamescom 2025

Pos	Game	Wishlist Increase	Event	Pos	Game	Wishlist Increase	Event
1	LEGO Batman: Legacy of the Dark Knight	400,100	ONL	11	La Divina Commedia	76,100	ONL
2	Hollow Knight: Silksong	308,900	ONL/Other	12	He Man and the Masters of the Universe	74,300	ONL
3	Warhammer 40,000: Dawn of War 4	230,000	ONL	13	Routine	72,700	ONL
4	Valor Mortis	199,200	ONL	14	Vampire: The Masquerade - Bloodlines 2	71,700	ONL
5	Resident Evil 9	138,600	ONL	15	John Carpenter's Toxic Commando	68,900	ONL
6	Road Kings	133,900	ONL	16	Silent Hill F	63,000	ONL
7	Hell Let Loose: Vietnam	98,400	FGS	17	The Blood of the Dawnwalker	60,500	FGS
8	Zero Parades	94,000	ONL	18	Cronos: The New Dawn	59,100	ONL
9	Denshattack!	82,500	ONL	19	Star Trek: Voyager - Across the Unknown	58,300	Direct
10	Long Gone	81,300	ONL	20	Daemon X Machina: Titanic Scion	55,600	ONL

Source: The Game Bussines, GameDiscoverCo

#Pipeline. Obecny pipeline spółki jest następstwem nakreślonej kilka lat temu strategii na lata 2023-27. Po kilku latach prac deweloperskich wchodzimy w okres skupienia się na wydawaniu gier. Centralnym i najważniejszym tytułem, który będzie również rzutował na oczekiwania względem kolejnej (założyliśmy

potencjał wolumenowy tej gry na poziomie 20% niższym na tym etapie), dużej gry własnej studia, jest **Cronos: The New Dawn**. Założenia dotyczące tego projektu mają największy wpływ na naszą wycenę. Przypuszczamy, że kolejną grą własną studia, którą będzie rozwijał zespół odpowiedzialny za Cronosa będzie projekt pokazywany przez spółkę 'za zamkniętymi drzwiami' podczas gamescom (prawdopodobnie **Projekt H**). Zakładamy, że w kolejnych latach Bloober będzie chciał alokować swoje wewnętrzne zasoby deweloperskie mniej więcej po równo między work-for-hire i self-publishing. Pierwsze ma zapewnić spółce stabilną bazę i przewidywalny cash-flow z opcją na rev-share, drugie ma dawać czystą ekspozycję na potencjalny sukces własnego projektu, jednak przy wyższym ryzyku.

W przypadku **umów WFH** spółka kontynuuje bardzo udaną współpracę z Konami i obecnie pracuje nad remake pierwszego Silent Hill. Oczekujemy, że skala przychodów z milestone'ów może być podobna jak przy SH2, ale ekspozycja na potencjalny rev-share będzie znacznie większa. Zakładamy, że w przypadku SH2 udział studia w zyskach projektu wynosi ok. 3.5% (spółka nie ujawniała tego udziału), ale przy kolejnej produkcji, ten poziom może być istotnie wyższy (zakładamy, że kilkanaście %) - wynika to naszym zdaniem z o wiele lepszej pozycji negocjacyjnej Bloobera po sukcesie remake drugiej odsłony serii.

Działalność w zakresie marki wydawniczej Broken Mirror Games traktujemy jako uzupełnienie działalności WFH i self-publishing z małym wpływem na poziom wyceny.

BLO: Pipeline gier self-publishing i work-for-hire

Project	Debut date	1Y units	SRP (USD)	Publish model
Silent Hill 2	Oct-24	3,000,000	69.99	WFH
Cronos	Sep-25	1,000,000	59.99	SP
Silent Hill 1	Jun-27	2,500,000	74.99	WFH
Next self-pub.	Mar-28	800,000	69.99	SP
Next WFH	Jun-30	2,500,000	79.99	WFH
Project M	Feb-26	125,000	34.99	SP - BMG
I hate this place	Nov-25	125,000	34.99	SP - BMG
Project J	Sep-26	125,000	34.99	SP - BMG
Star Trek VR	Dec-25	75,000	24.99	SP - BMG
Projekt F	Apr-26	125,000	34.99	SP - BMG

Source: Trigon, WFH - work-for-hire, SP - self-publishing, BMG - Broken Mirror Games

#Wrażliwość wyceny na założenia wolumenowe Cronosa. Z perspektywy wyceny kluczowe dla niej pozostają założenia dotyczące najbliższej gry studia. Dla przejrzystości prezentujemy wrażliwość naszej wyceny na zmiany założeń dot. wolumenu w 12 miesięcy od premiery oraz poziomowi USDPLN (w długim terminie przyjęliśmy 3.75). Wg naszych szacunków kurs spółki obecnie wycenia ok. 20% gorszy wolumen niż też założony przez nas.

BLO: Wrażliwość wyceny na założenia wolumenowe Cronosa

		Sensitivity to USDPLN changes				
		-10%	-5%	0%	5%	10%
Sensitivity to Cronos' units sold changes	-40%	15.8	17.6	19.5	21.6	23.5
	-20%	23.1	25.4	27.7	30.1	32.6
	0%	30.5	33.1	36.0	38.7	41.5
	20%	37.8	40.9	44.1	47.2	50.4
	40%	45.0	48.5	52.1	55.5	59.1

Source: Trigon

Podsumowanie prognoz

BLO: Podsumowanie prognoz na lata 2025-29E

PLNmnn	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Revenues	94	89	182	167	155	237	155
<i>YoY</i>		-5%	104%	-8%	-7%	53%	-35%
Self-publishing (internal teams)	11	7	94	67	51	144	75
<i>YoY</i>		-35%	1250%	-28%	-24%	182%	-48%
Backcatalog	11	7	5	4	3	3	2
Cronos: The New Dawn	0	0	89	64	48	27	18
Next self-publishing	0	0	0	0	0	114	55
Work-for-hire	70	68	59	51	68	74	66
<i>YoY</i>		-2%	-13%	-13%	32%	9%	-10%
Cronos: The New Dawn	23	19	0	0	0	0	0
Silent Hill 2 Remake	46	49	8	7	4	3	1
Silent Hill 1 Remake	0	0	51	45	41	25	18
Next WFH	0	0	0	0	23	46	47
Broken Mirror Games and other	14	14	29	48	37	20	13
<i>YoY</i>		4%	105%	66%	-24%	-46%	-34%
OPEX	103	75	135	126	98	155	113
D&A	21	18	38	50	22	52	27
Materials	2	2	2	2	2	2	2
External services	52	76	56	39	38	59	46
Salaries	38	44	39	34	34	39	35
Others	4	4	2	2	2	2	3
Correction (capex spendings)	-14	-68	-2	0	0	0	0
Other operating items, net	16	9	14	6	0	0	0
EBITDA	26	41	98	96	79	134	68
adj. EBITDA	32	47	99	96	79	134	68
<i>adj. EBITDA margin</i>	<i>34%</i>	<i>53%</i>	<i>55%</i>	<i>57%</i>	<i>51%</i>	<i>56%</i>	<i>44%</i>
EBIT	5	23	60	46	57	82	41
adj. EBIT	11	29	61	46	57	82	41
Financial activity, net	-1	0	-3	-4	-1	0	0
EBT	4	23	57	42	56	82	40
Income tax	1	2	6	4	6	9	4
Net profit	3	21	51	38	50	73	36
adj. Net profit	9	27	52	38	50	73	36
<i>adj. Net profit margin</i>	<i>9%</i>	<i>30%</i>	<i>29%</i>	<i>23%</i>	<i>32%</i>	<i>31%</i>	<i>23%</i>
OCF	11	24	78	77	71	122	64
CAPEX	41	42	61	42	25	6	2
FCF yield	-5%	-3%	3%	6%	9%	22%	12%

Source: Company, Trigon; split of revenue per projects and segments is our assumption

Przychody. Nasze prognozy przychodów opierają się na trzech źródłach. 1) Przychody z gier produkowanych przez wewnętrzny zespół Bloobera i wydawany samodzielnie przez spółkę, tj. gry Cronos: The New Dawn oraz kolejny projekt, który będzie rozwijany przez ten sam zespół i wydawany w oparciu o wewnętrzne zasoby. Stanowi to zmianę do naszego wcześniejszego podejścia, kiedy to zakładaliśmy, że team od Cronosa będzie realizował kolejny kontrakt WFH. 2) Przychody z WFH dotyczą przychodów uzyskanych za realizowane milestone'y oraz oczekiwane przez nas przepływy z rev-share z projektów realizowanych przez drugi wewnętrzny team Bloobera. Największym źródłem przychodów w najbliższym czasie będą wg nas przychody kontraktowe z nowej umowy Konami na produkcję Silent Hill 1 Remake, w rok premiery (zakładamy '27r.) wspierane rev-share. Zakładamy, że po premierze SH1 spółka rozpocznie realizację kolejnej umowy WFH. 3) Przychody będą uzupełniane przez działalność marki wydawniczej Broken Mirror Games - przychody z tej działalności powinny koncentrować się w latach 26'-27'. W tej linii uwzględniamy także przychody z Projektu N realizowanego dla Netflixu. W przypadku tego podsegmentu uwzględniliśmy tylko te projekty, które spółka w różnoraki sposób ujawniała (bardzo możliwe, że po '27r. pojawią się w pipeline kolejne projekty pod marką BMG.

OPEX. *Ważna uwaga. Bloober w swoim sprawozdaniu w kosztach rodzajowych raportuje całość poniesionych kosztów w danym okresie (łącznie z kosztami, które w danym okresie są kapitalizowane, a nie „lądują” w P&L (linia ‘correction’). W naszej powyższej prognozie pokazujemy te koszty, które będą „przechodzić” przez P&L. W całym 2025 poziom kosztów rodzajowych powinien istotnie wzrosnąć za względu na wyższy poziom amortyzacji (amortyzowanie nakładów na Cronos od września metodą degresywną) oraz wydatki marketingowe poniesione w związku z premierą (koszty usług obcych). W kolejnych okresach zakładamy relatywnie stabilny poziom headcount w grupie przy relatywnie niskiej inflacji wynagrodzeń (rynek pracodawcy). Wyższego poziomu OPEX spodziewamy się w ‘28r. - rok wydania kolejnej gry własnej.*

Koszty finansowe i stopa podatkowa. W najbliższych 2-3 latach P&L spółki powinien być obciążony kosztami finansowania dłużnego - zakładamy spłatę kredytów zaciągniętych w niedawnym czasie w ‘27r. Założyliśmy efektywną stopę podatkową w okresie prognozy na poziomie 11% - jest to związane z wykorzystaniem m.in. ulgi IP Box.

Zmiany prognoz. W porównaniu do ostatniej iteracji naszego modelu zmieniliśmy podejście do ujęcia przepływów z Projektu H. Przypuszczamy, że będzie to kolejny projekt rozwijany przez jeden z wewnętrznych team’ów Bloobera (tj. ten odpowiedzialny za produkcję Cronosa). Do tej pory zakładaliśmy, że będzie on prowadzony w formule WFH, jednak obecnie dużo wskazuje, że Bloober będzie chciał finansować i wydać go samodzielnie. To wpływa na inne rozłożenie przychodów i kosztów projektu w czasie - wcześniej zakładaliśmy równomierne rozłożenie przychodów i kosztów projektu w kolejnych latach już od startu produkcji, obecnie koszty projektu są w naszych prognozach kapitalizowane, a przychody pojawiają się po premierze (którą zakładamy w ‘28r.). Wpływ netto na wycenę jest pozytywny (większa ekspozycja na potencjalny sukces, ale przy wyższym ryzyku). Inną istotną zmianą jest obniżenie założeń wolumenowych Cronosa do 1 mln sztuk w rok z 1.25 mln wcześniej, co wynika budowania się zainteresowania wokół gry nieco poniżej oczekiwanego przez nas poziomu i premiery blisko hitu Hollow Knight.

BLO: Założenia dla głównych projektów

PLNm	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Self-publishing						
Cronos: The New Dawn						
Revenues		89	64	48	27	18
Units (mn)		0.63	0.61	0.63	0.49	0.43
Royalty per unit (PLN)		142	104	76	56	41
Budget at launch	63					
Development	53					
Marketing	11					
Units sold in 1Y (mn)	1.0					
SRP (USD)	60					
Next self-publishing						
Revenues					114	55
Units (mn)					0.74	0.54
Royalty per unit (PLN)					154	103
Budget at launch	78					
Development	68					
Marketing	10					
Units sold in 1Y (mn)	0.8					
SRP (USD)	70					
Work-for-hire						
Silent Hill 2 Remake						
Revenues	49	8	7	4	3	1
Work-for-hire	40	0	0	0	0	0
Royalties	9	8	7	4	3	1
Roy. fee (after recoup)	3.5%					
Units sold in 1Y (mn)	3.0					
Silent Hill 1 Remake						
Revenues		51	45	41	25	18
Work-for-hire		51	45	23	0	0
Royalties		0	0	18	25	18
Roy. fee (after recoup)	13.0%					
Units sold in 1Y (mn)	2.5					
Next WFH						
Revenues				23	46	47
Work-for-hire				23	46	47
Royalties				0	0	0
Roy. fee (after recoup)	13.0%					
Units sold in 1Y (mn)	2.5					

Source: Trigon

Założenia self-publishing. Udział gry Cronos: The New Dawn w wycenie całej spółki jest najbardziej istotny, przede wszystkim ze względu na pełną ekspozycję na potencjalny sukces/flopa, bliskość premiery i wpływ na postrzeganie potencjału kolejnych gier self-publishing studia. Naszym centralnym scenariuszem przyjętym na potrzeby tej wyceny jest sprzedaż 1 mln sztuk w 12 miesięcy od premiery gry na wszystkich platformach (udział PC 25-30%, konsole 70-75%). Uważamy to za poziom ambitny, ale osiągalny w przypadku zebrania przez grę dobrych recenzji (więcej o uzasadnieniu naszego założenia wolumenowego w sekcji 'Podsumowanie inwestycyjne'). Przyjęta przez nas krzywa sprzedaży implikuje ok. 450-500 tys. sztuk w pierwszym miesiącu. Poziom budżetu deweloperskiego szacujemy na 53 mln PLN (funkcja płatności do Take-Two za przejęcie praw do gry i wydatków poniesionych na produkcję od 1Q24, tj. rozwiązania umowy z wydawcą), co stanowi ok. połowę skapitalizowanych nakładów na gry w grupie. Zakładamy wydatki marketingowe na poziomie 11 mln PLN. Powyższe założenia, w połączeniu z ceną SRP gry (60 USD bazowa wersja, 70 USD wersja deluxe) implikuje break-even-point na poziomie ok. 440 tys. sztuk, co w przypadku spełnienia się naszych założeń oznaczałoby zwrot kosztów produkcji po ok. 4

tygodniach.

Przyjęliśmy, że ocena potencjału sprzedażowego kolejnej gry własnej studia będzie pośrednio uzależniona od potencjału samego Cronosa (w myśli zasady „jesteś tak dobry jak twoja ostatnia gra”). Na tym etapie (do reveal gry i oceny zainteresowania) przyjęliśmy 20% niższe wolumeny, ale również wyższą o 10 USD SRP gry. Premierę założyliśmy w marcu '28r.

Założenia work-for-hire. W okresie naszej prognozy założyliśmy, że jeden z zespołów wewnętrznych Bloobera będzie realizował następujące po sobie dwa kolejne kontrakty WFH. Pierwszym z nich jest oczywiście rozpoczęty już kontrakt dot. remake Silent Hill 1. Przyjęliśmy, że zakres prac i wartość przychodów wygenerowanych na tych projektach będzie zbliżony do SH2 (z uwzględnieniem inflacji). Premiery Silent Hill 1 Remake oczekujemy w połowie '27r. W porównaniu do poprzedniej umowy z Konami założyliśmy, że Blooberowi został zaproponowany istotnie wyższy udział w rev-share. Szacujemy, że w przypadku SH2 jest to mały kilka procent, a w przypadku SH1 może to być kilkanaście procent. Jest to oczywiście efekt poprawy pozycji negocjacyjnej po niewątpliwym sukcesie SH2.

Wycena

DCF. Naszą wycenę akcji Bloober opieramy w 100% na wycenie DCF. Nasze założenia implikują 12-miesięczną cenę docelową na poziomie 36 PLN na akcję, co względem ostatniej ceny zamknięcia implikuje 30% upside.

Założenia wyceny DCF:

- Stopa wolna od ryzyka na poziomie 5.5%.
- Premia rynkowa na poziomie 6.5% (metodologia Trigon dla sWIG80).
- Beta nielewarowana na poziomie 1.2x.
- Rezydualna stopa wzrostu na poziomie 3.0%.

BLO: Wycena DCF

DCF (PLNm)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	>2029E
Revenues	182	167	155	237	155	
y/y	104%	-8%	-7%	53%	-35%	
EBIT	47	40	57	82	41	
EBIT margin	26.1%	24.0%	36.7%	34.5%	26.3%	
Tax rate	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	
NOPLAT	42	36	51	73	36	
D&A	38	50	22	52	27	
CAPEX	61	42	25	6	2	
Change in NWC	1	-5	0	-3	1	
Lease payments & Other	9	9	0	0	0	
FCF	27	48	47	116	61	60
Relevered beta	1.2					
Risk-free rate	5.5%					
Market premium	6.5%					
WACC	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
DFCF	26	40	35	77	35	
PV FCF 2025->2029E	213					
Residual growth rate	3.0%					
Terminal Value	597					
Discounted TV	348					
EV	561					
Net Debt	-3					
Dividend paid-out in 2025	-					
Minorities & Other	2					
Equity Value	563					
Shares outstanding (m)	19.3					
Equity Value per share (PLN)	31.8					
12M Target Price (PLN)	36.0					

		WACC				
		-1.0%	-0.5%	0.0%	0.5%	1.0%
D	2.0%	36.7	35.1	33.8	32.5	31.4
	2.5%	38.0	36.3	34.8	33.4	32.2
	3.0%	39.4	37.6	36.0	34.5	33.1
	3.5%	40.9	39.0	37.2	35.6	34.1
	4.0%	42.7	40.5	38.6	36.8	35.2

Source: Trigon

Prognozy wyników operacyjnych są opisane w sekcji 'Podsumowanie prognoz'. Poziomy amortyzacji są uzależnione głównie od timingu premier, przede wszystkim Cronosa (premiera '25) i Projektu H (premiera '28). W przypadku capexu nasza prognoza obejmuje tylko wydatki na projekty, które w okresie prognozy (do '29r.) wygenerują dla spółki przychody - to tłumaczy wyraźny spadek nakładów od '28r. (zakładamy wydanie Projektu H w marcu). W tym okresie koszty generowane przez zespoły deweloperskie zamiast na nakłady inwestycyjne trafiają w naszym modelu bezpośrednio do kosztów operacyjnych okresu. To samo dotyczy się nakładów na gry z Broken Mirror Games - z obecnie ogłoszonych projektów zakładamy, że wszystkie z nich będą wydane (i jednocześnie finansowane) do roku '27. W momencie ogłaszania kolejnych gier w pipeline i wydłużania okresu prognozy w naszym modelu będziemy uwzględniać kolejne adekwatne nakłady inwestycyjne i przychody z projektów. Linia 'lease payment & other' zawiera m.in. zakładane przepływy z dotacji, które spółka od lat efektywnie pozyskuje.

Wycena porównawcza. Dla widoczności prezentujemy mnożniki spółek porównawczych dla BLO. W skład grupy porównawczej wchodzi globalne spółki produkujące i wydające gry video. Metoda ta nie jest uwzględniana w kalkulacji naszej ceny docelowej.

BLO: Wycena porównawcza

Peers	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
	P/E			EV/EBITDA			FCFF yield		
Peer group median	25.7	19.0	16.9	12.4	10.0	8.7			
Bloober Team	10.6	14.2	10.7	5.3	5.4	6.2	3.1%	6.8%	9.4%
BLO premium/(discount)	-59%	-25%	-36%	-58%	-46%	-28%			
applied weight (year)	33%	33%	33%	33%	33%	33%			
applied weight (multiple)		50%			50%				
Target Price (PLN)	51.0								

Source: Bloomberg, Trigon

BLO: Grupa porównawcza

	MC (EUR)	P/E			EV/EBITDA			ROE (%)			5Y CAGR	
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	EPS	EBITDA
Bloober Team	113	10.2	14.2	10.7	5.2	5.4	6.2	30%	21%	24%	22%	52%
Tencent Holdings	705,982	20.0	17.7	15.8	17.7	15.7	14.1	21%	20%	11%	11%	13%
NetEase	86,780	16.1	15.2	14.0	12.2	11.4	10.4	24%	22%	15%	15%	17%
Electronic Arts	43,093	26.2	20.8	18.9	18.2	16.2	14.9	19%	23%	4%	4%	-14%
Take-Two Interactive Software	42,579	89.6	80.5	25.8	64.5	51.2	20.8	8%	8%	-	-	-
NEXON	18,487	27.3	23.5	22.5	15.2	14.1	13.8	10%	11%	6%	6%	3%
BANDAI NAMCO HOL	22,622	25.2	26.7	24.2	13.1	13.9	12.8	18%	15%	17%	17%	18%
Capcom	14,408	34.8	30.8	26.9	28.1	24.4	21.4	23%	23%	22%	22%	26%
Konami Holdings	21,924	38.5	32.9	29.3	22.4	19.2	17.5	18%	18%	18%	18%	22%
Krafton Inc	11,492	16.2	13.0	12.3	8.7	7.8	7.3	13%	14%	27%	27%	25%
Kunlun Tech	7,064	-	-	403.0	-	427.5	737.3	-5%	0%	-	-	-
Square Enix	8,504	42.3	40.0	36.2	20.7	19.4	18.0	9%	9%	4%	4%	3%
Koei Tecmo	4,489	19.8	21.4	20.2	21.2	16.8	17.1	17%	15%	18%	18%	23%
NCsoft	3,120	40.3	16.4	17.1	22.8	8.9	9.4	3%	8%	-	-	-42%
Sega Sammy	4,608	16.1	16.4	13.3	10.7	9.9	8.7	11%	10%	7%	7%	31%
Ubisoft	1,395	-	-	19.0	3.2	3.5	2.8	-6%	-4%	2%	2%	-
CD Projekt	7,034	74.3	80.1	15.8	54.6	65.1	10.5	12%	9%	15%	15%	22%
Embracer Group	2,016	8.2	18.4	9.7	2.2	3.5	2.6	4%	1%	48%	48%	63%
G-bits Network	4,578	22.4	19.6	18.1	14.4	12.6	11.4	27%	27%	-1%	-1%	3%
Paradox Interactive	1,945	31.6	24.0	20.0	11.8	10.1	9.8	19%	26%	16%	16%	9%
Pearl Abyss	1,516	261.4	15.8	23.3	73.1	12.5	17.9	1%	15%	-40%	-40%	-29%
XD	4,887	27.3	23.6	23.0	21.6	19.2	18.4	37%	30%	-	-	-
HUYA	735	31.0	24.4	16.9	22.6	8.6	5.4	2%	4%	-	-	-23%
PlayWay	481	10.6	9.3	9.7	7.3	6.4	6.7	-	-	17%	17%	18%
11 bit studios	121	5.9	12.2	16.8	3.5	6.3	6.1	31%	12%	-12%	-12%	-1%
Remedy Entertainment	226	119.3	-	23.1	11.0	15.7	6.7	2%	0%	-19%	-19%	-
Pullup Entertainment	228	5.0	9.4	7.3	2.0	3.0	2.7	19%	10%	47%	47%	16%
Digital Bros	214	-	8.5	9.4	7.4	2.9	3.1	-5%	16%	54%	54%	143%
EG7	105	28.3	10.8	8.8	3.3	1.9	1.9	2%	3%	145%	145%	-
Creepy Jar	88	10.1	13.7	15.9	7.3	6.2	6.5	37%	17%	-	-	-
Devolver Digital	150	24.3	17.5	15.0	12.4	9.4	8.6	1%	2%	-	-	-
CI Games	151	97.5	-	8.0	44.8	6.6	2.9	-	-	16%	16%	-
Nacon	100	-	79.7	10.2	3.2	2.7	2.3	0%	2%	16%	16%	-
Starbreeze AB	32	-	-	-	2.8	1.0	1.5	-9%	-14%	-	-	-
tinyBuild	33	-	-	14.0	31.0	10.0	8.2	-10%	-4%	-	-	-
Frontier Developments	194	16.9	30.3	21.9	3.8	5.0	4.8	10%	4%	-22%	-22%	-
Median		25.7	19.0	16.9	12.4	10.0	8.7	10%	10%	16%	16%	16%

Source: Trigon, Bloomberg

Model biznesowy i strategia

Horror house. Bloober Team to niezależny producent oraz wydawca gier specjalizujący się w gatunku horroru. Od początku działalności funkcję Prezesa Zarządu pełni Piotr Babieno. W ciągu 15 lat działalności, Bloober Team wypracował swoją markę, uzyskując w ostatnich latach pozycję jednego z czołowych producentów gier z gatunku. Każda z produkcji posiada swoje unikalne cechy, natomiast wszystkie łączy tematyka grozy i eksploracji ludzkich emocji. Do najbardziej znanych gier należą: Layers of Fear (2016) i Layers of Fear 2, Layers of Fear (2023), Observer (2017) i Observer: System Redux, Blair Witch, The Medium oraz Silent Hill 2 Remake (w modelu work-for-hire).

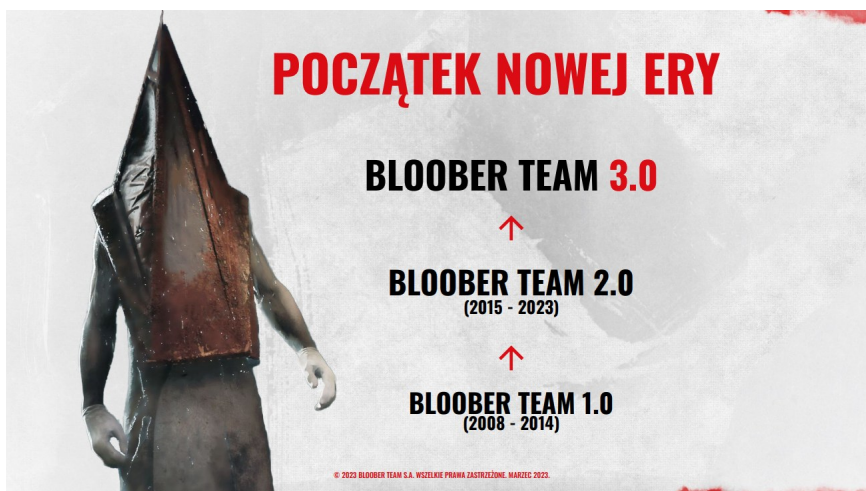
Obecnie Spółka pracuje nad dwiema dużymi produkcjami i kilkoma mniejszymi projektami. Pierwszym projektem realizowanym w formule WFH we współpracy z Konami Digital Entertainment jest remake pierwszej gry z serii Silent Hill. Drugim projektem jest Cronos: The New Dawn, której premiera zaplanowana jest na 5 września br. Tytuł oparty jest o własne IP i jest wydawany w modelu self-publishingu na PC, PS5, Xbox X/S i Nintendo Switch 2.

Poza dwoma głównymi tytułami Bloober Team współpracuje także z zewnętrznymi zespołami realizujące mniejsze projekty, które będą wydawane pod marką wydawniczą Bloobera Broken Mirror Games.

Model biznesowy. Grupa prowadzi działalność w oparciu o trzy segmenty operacyjne. Podział na segmenty operacyjne dokonywany jest na bazie czynników uwzględniających m.in. rodzaj produktu, model procesów produkcyjnych, alokację zasobów:

- Segment I - projekty wewnętrzne to obszar obejmujący produkcje realizowane przez dwa wewnętrzne zespoły deweloperskie, które wydawane są zarówno w formule self-publishing (Cronos), jak i w formule współpracy z zewnętrznym wydawcą lub platform-holderem (Silent Hill Remake);
- Segment II - projekty współtworzone, które Spółka definiuje jako pozostałe projekty deweloperskie, realizowane produkcyjnie przy współpracy z podmiotami zewnętrznymi oraz spółkami zależnymi i stowarzyszonymi, wydawane zarówno w formule self-publishing jak i w formule współpracy z zewnętrznym wydawcą lub platform-holderem;
- Segment III - pozostałe projekty, które uzupełniają portfolio produktowe oraz pozostałą działalność spółek.

BLO: Bloober Team 3.0



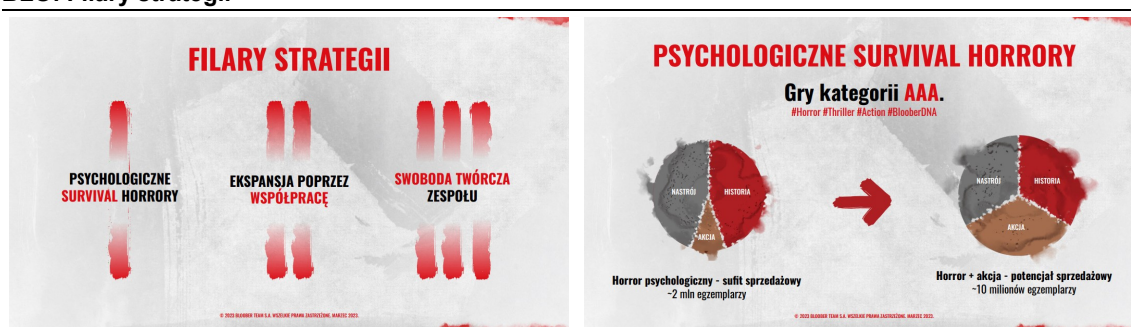
Source: Bloober Team

Strategia na lata 2023-2027 = Bloober Team 3.0. W marcu 2023 r. Bloober Team oficjalnie zaprezentował aktualizację planów strategicznych czyli [Plan Strategiczny](#) na lata 2023-2027. Wraz z premierą nowej odsłony gry Layers of Fear w czerwcu 2023 r. Bloober Team zamknął okres Bloober Team 2.0 otwierając jednocześnie kolejny etap w rozwoju, który w Planie Strategicznym

zdefiniowano jako Bloober Team 3.0. Początkiem nowego etapu w rozwoju firmy była produkcja tytułu **Silent Hill 2 Remake** dla japońskiego Konami. Gra okazała się sukcesem i znaczącym milestone dla spółki mimo początkowego sceptycyzmu branży. Gra zebrała świetne recenzje i w mniej niż rok od premiery trafiła do ponad 3 mln graczy.

Głównym celem Planu Strategicznego jest osiągnięcie przez Bloober Team **pozycji światowego lidera horroru**, jako całego gatunku gier. W przyszłych produkcjach celem Bloober Team jest **uwypuklenie elementów akcji** na pierwszym planie, co pozwoli zwiększyć potencjał sprzedażowy oraz jeszcze bardziej pogłębi immersję graczy. Elementy te zagościły zarówno do wydanego już Silent Hill 2 Remake jak i do zaplanowanego na wrzesień Cronosa. Osiągnięcie pozycji najlepszego tzw. horror house w praktyce oznacza również wyjście poza obszar gier wideo, poprzez rozszerzenie katalogu własnych działań na innych polach eksploatacji takich jak realizację produkcji filmowych, telewizyjnych (np. produkcja pełnowymiarowego serialu opartego na grze The Medium), czy tworzenie gier planszowych.

BLO: Filary strategii



Source: Bloober Team

Droga do realizacji celu określonego w Planie Strategicznym oparta będzie na trzech głównych filarach zakładających:

- samodoskonalenie się w produkcji psychologicznych survival horrorów z elementami horroru, który ma zwiększyć potencjał sprzedażowy;
- ekspansję na zasadach współpracy (obejmującą nie tylko partnerstwo, ale także inwestycje w podmioty będące komplementarnymi dla planów strategicznych);
- oparcie gier na unikalnym DNA zespołu oraz uwolnienie potencjału twórczego pracowników.

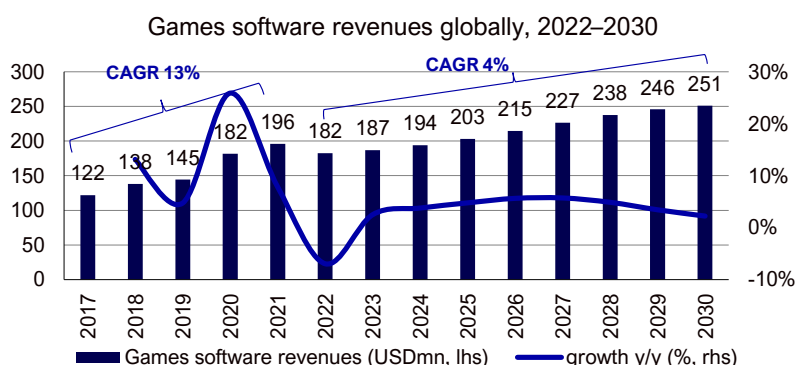
Pipeline. Uważamy, że Bloober Team ambitny plan wydawniczy, który może przybliżyć grupę do realizacji swojego planu strategicznego, tj. osiągnięcie pozycji lidera w gatunku gier horror. Bardzo dobra recepcja Silent Hill 2 Remake otworzyła spółce drzwi do kolejnych partnerstw w posiadaczami horrorowych IP. Kontynuacja współpracy z Konami wydaje się być naturalnym krokiem, choć niewykluczone, że usługami Bloobera są zainteresowani także inni wydawcy. W przypadku drugiego zespołu wewnętrznego Bloobera (który obecnie finalizuje prace nad Cronosem) wiele wskazuje na to, że będzie on produkował kolejną grę własną studia opartą o własne IP. Wydaje się być do zdrowe podejście gdzie jedna odnoga biznesu zapewnia pewną stabilizację i powtarzalność wyników, a druga daje ekspozycję na potencjalny sukces komercyjny własnej gry.

W przypadku segmentu II (2nd party) pipeline wydawniczy spółki jest zdywersyfikowany i zbalansowany i zawiera tytuły od pozycji AA do mniejszych gier indie. W tym momencie czekamy na premiery gier 'I hate this place' i 'Star Trek: Infection, kolejne tytuły (np. projekty M, J, F, N) czekają na swój reveal.

Opis rynku

Dojrzały rynek z bardzo dużą konkurencją. Perspektywy rynkowe są nadal niepewne zarówno dla gier mobilnych, jak i gier na komputery PC/konsole, co wynika z utrzymującej się konkurencji, wysokich wymagań graczy i przejścia od szybko rozwijającej się do dojrzałej branży. Niemniej rok 2025 może być ostatnim rokiem, w którym branża stanie przed poważnymi wyzwaniami, po którym spodziewamy się ustabilizowania konkurencji i ożywienia inwestycji (przyrost nowych premier na Steam ustabilizował się, tempo zwolnień w branży wyraźnie zmniejszyło się). Uważamy, że firmy powinny dostosować się do nowej rzeczywistości m.in. poszukując nisz, dbając o IP, opracowując krótsze (i tańsze) gry oraz wykorzystując możliwości transmediów. Według danych MIDiA, po okresie szybkiego wzrostu przychodów tempo wzrostu branży uległo spowolnieniu i w najbliższych latach powinno wynosić średnio 4% rocznie. Oznacza to, że dojrzały rynek powinien teraz skupić się bardziej na rentowności.

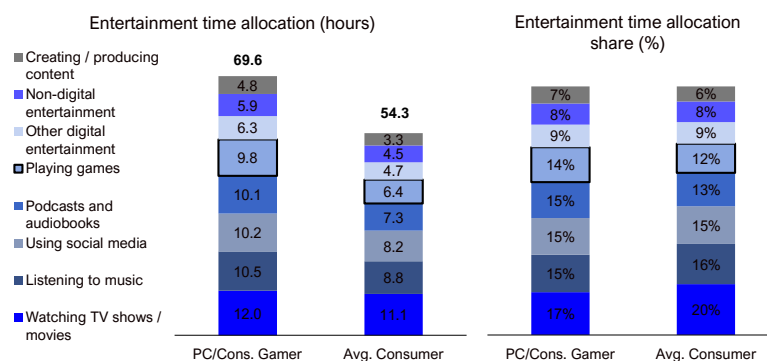
BLO: Globalne przychody rynku gier, 2022-30



Source: MIDiA

Konkurencja nie tylko z innymi grami. Coraz trudniejszym jest wydłużyć czas spędzany na grach. Przeciętny gracz w porównaniu z przeciętnym konsumentem poświęca więcej czasu na rozrywkę w szerokim znaczeniu, więc zamiast konkurować o jego czas, warto poszukiwać synergii – rozwiązaniem może być akceptacja innych formatów zamiast walki z nimi. Przeciętny gracz korzystający z komputera lub konsoli spędza około 10 godzin tygodniowo na graniu, z 69 godzin poświęcanych ogólnie na rozrywkę. Granie w gry jest dopiero piątą formą rozrywki dla przeciętnego gracza (po telewizji, muzyce, mediach społecznościowych i podcastach/audiobookach). Gry F2P, a także wydatki graczy w nich, są między innymi funkcją ilości czasu, jaki gracze spędzają w grze. Warto zatem rozważyć rozszerzenie swoich IP na inne media – telewizję, gry planszowe, komiksy, książki. To może tłumaczyć ostatnie zaangażowanie studiów w wyjście poza gaming, np. serial *The Last of Us*, *Fallout* czy anime *Cyberpunk: Edgerunners*. Bloober również informował o planach wyjścia ze swoimi IP do kina/TV.

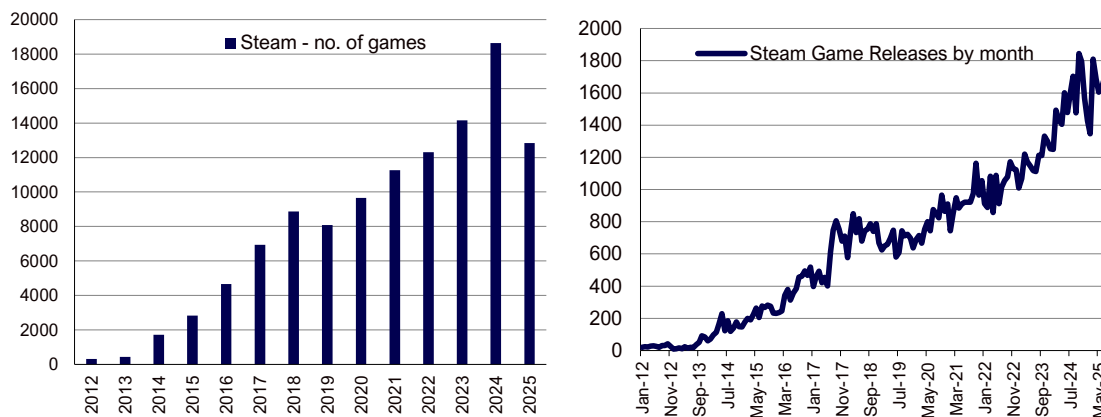
BLO: Alokacja czasu gracza/konsumenta między aktywności rozrywkowe



Source: MIDiA

Konkurencja na rynku gier utrzymuje się na wysokim poziomie. Poniższe wykresy pokazują, że wraz z pandemią wzrosła liczba debiutów i tendencja ta utrzymuje się do dziś. Spodziewamy się, że trend ten może ulec spowolnieniu w '25r. (co już widać) ze względu na zmniejszenie inwestycji (zwolnienia, zamknięcie projektów i zespołów, mniejsza aktywność wydawców) w nowe tytuły od '23r.

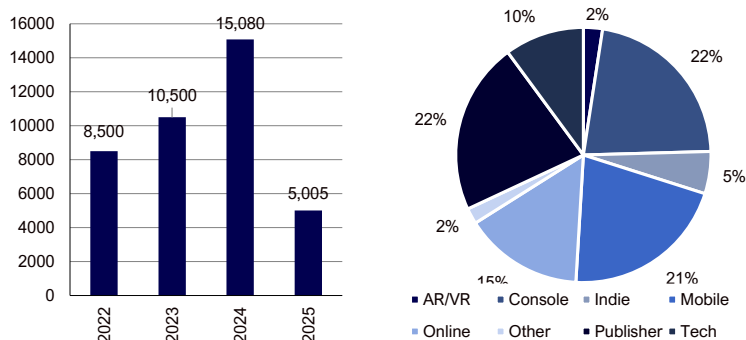
BLO: Liczba premier na Steam (lata - prawy wykres, miesiące - lewy wykres)



Source: steamdb.info, 2025 - dane do sierpnia

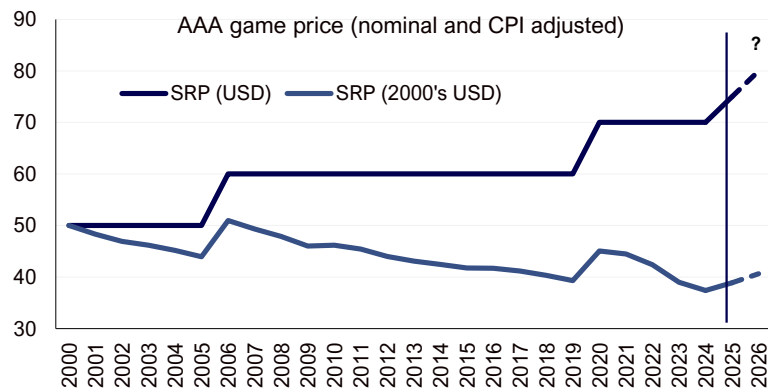
Zakładamy, że przywrócenie równowagi na rynku nastąpi przede wszystkim poprzez zmniejszenie podaży. Zakładamy, że popyt będzie stale rósł wraz ze średnim tempem wzrostu rynku wynoszącym 4% rocznie. Pomimo wzrostu liczby aktywnych użytkowników Steam po pandemii, przychody generowane na platformie nie wzrosły w tym samym stopniu, co może wskazywać na niższe średnie wydatki konsumentów. Jednocześnie wzrosła również liczba premier na Steam, co spowodowało rozproszenie wydatków graczy na większą liczbę tytułów.

BLO: Zwolnienia w gamingu - 2022-25



Source: Game Industry Layoffs - Obsidian Publish

Oczekujemy, że ochłodzenie podaży wiąże się również z końcem rynku pracownika w branży. Szacuje się, że od 2022 r. około 39 tys. pracowników straciło pracę w branży. Uważamy, że ostatnie spowolnienie w gaming'u przyczynia się do końca rynku pracownika i osłabienia presji płacowej, co może przynieść korzyści studiom rozbudowującym swoje zespoły.

BLO: Ceny gier AAA skorygowane o inflację

Source: MIDiA

Zakładamy, że katalizatorem ożywienia w branży w ciągu najbliższych 1-2 lat może być również poszukiwanie wyższych zwrotów z inwestycji, wynikające z bardziej zoptymalizowanych budżetów produkcyjnych (krótsze gry, tworzone w sposób bardziej elastyczny) oraz rosnących cen gier (patrz wykres powyżej przedstawiający spadek realnych cen gier w ostatnich latach). Premiera GTA VI w przyszłym roku może przypieczętować wzrosty cen gier zapoczątkowane w tym roku przez niektórych wydawców. Obecnie skorygowana o inflację cena gier AAA jest ok. 20% niższa niż na początku wieku.

Czynniki ryzyka

Ryzyko nieosiągnięcia przez nowe gry założeń przychodowych. Gaming charakteryzuje się dużą zmiennością trendów oraz intensywną konkurencją. Popyt na nowe gry jest zależny od skuteczności działań marketingowych, widoczności na platformach dystrybucyjnych, jakości wykonania gry, preferencji graczy, obowiązujących trendów oraz harmonogramu premier innych tytułów.

Ryzyko opóźnień w produkcji gier. Tworzenie gier jest procesem iteracyjnym, gdzie plany produkcji są regularnie aktualizowane po zakończeniu poszczególnych etapów. Korekty mają na celu poprawę jakości produktu oraz dostosowanie do oczekiwań grup docelowych, które są badane równolegle z produkcją. Istnieje ryzyko, że niezbędne zmiany przekroczą zakładany budżet i czas produkcji.

Ryzyko utraty wydawcy/partnera. Odnosi się głównie do projektów realizowanych na zlecenie (WFH) lub w ramach partnerstwa z zewnętrznym wydawcom. Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację na rynku nie można wykluczyć, że partner wycofa się na dowolnym etapie zaawansowania projektu, co może wpływać na wyniki i płynność podmiotu.

Ryzyko kursowe USDPLN. Spółki w branży ponoszą większość kosztów PLN (przede wszystkim koszty zatrudnienia), natomiast niemal wszystkie przychody ze sprzedaży generowane są w walutach obcych. Istnieje ryzyko niekorzystnych zmian kursów walutowych, które mogą wpłynąć na poziom przychodów spółek i tym samym na ich rentowność. Szczególne znaczenie ma kurs wymiany USDPLN, ze względu na istotny udział transakcji w tej walucie w strukturze przychodów spółek (ponad 90%).

Ryzyko związane z utratą kadry menedżerskiej. Spółki mogą stanąć w obliczu ryzyka związanego z brakiem specjalistów w sektorze produkcji gier. Może to prowadzić do utraty, braku lub trudności w pozyskaniu nowych pracowników lub współpracowników. W rezultacie może to wpłynąć negatywnie na realizację strategii rozwoju, działalność operacyjną, sytuację finansową oraz osiągnięte wyniki finansowe przez spółki.

Ryzyko wynikające z korzystania z technologii podmiotów trzecich. Spółki wykorzystują technologie zewnętrzne, takie jak np. Unreal Engine od Epic Games, w produkcji gier. Aby korzystać z tych technologii, spółki muszą posiadać odpowiednie licencje od ich twórców i utrzymywać je przez cały okres dystrybucji gry. W przyszłości mogą wystąpić niezależne od niej zdarzenia, które mogą prowadzić do przerwania współpracy z dostawcą technologii lub zmiany warunków tej współpracy.

Ryzyko zmiany trendów na rynku gier. Rynek gier komputerowych charakteryzuje się niską przewidywalnością, rozwijając się wraz z wzrostem liczby graczy na różnych platformach, nowymi pokoleniami graczy i trendami konsumenckimi. Postęp technologiczny oraz dynamicznie rozwijająca się branża gaming'owa powodują, że istnieje ryzyko pojawienia się nowych, nieoczekiwanych trendów, które mogą wpłynąć na odbiór produktów spółek.

Ryzyko związane z koniunkturą w branży gier. Dostrzegalne jest pogorszenie sytuacji ekonomiczno-finansowej wśród producentów gier, co przejawia się w redukcji zatrudnienia oraz ograniczeniu budżetów produkcyjnych wielu tytułów. Na rynku panuje niepewność co do pozyskiwania nowych źródeł finansowania, a współpraca z podwykonawcami niesie ze sobą ryzyko, że ich trudności finansowo-ekonomiczne mogą wpłynąć na realizację zleconych prac.

TRIGON DOM MAKLEPSKI S.A.

Plac Unii, Puławska 2 st.,
Building B,
02-566 Warszawa

+48 22 330 11 11
repcja@trigon.pl

[LinkedIn](#)
www.trigon.pl

CEE EQUITY RESEARCH

Grzegorz Kujawski Consumer, E-commerce, Financials	<i>Head of Research</i>	Dominik Niszczyński, CFA TMT, E-commerce	<i>Senior Analyst</i>
Maciej Marcinowski Strategy, Banks, Financials	<i>Deputy Head of Research</i>	Łukasz Rudnik Strategy, Foreign Markets, Industrials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra FMCG, Deep tech	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities, Mining	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat Retail, Airlines, Healthcare	<i>Analyst</i>
		Kacper Mazur	<i>Assistant Analyst</i>

EQUITY SALES

Grzegorz Skowroński	<i>Managing Director</i>
----------------------------	--------------------------

SALES TRADING

Paweł Szczepański	<i>Head of Sales</i>	Paweł Czupryński	<i>Senior Sales Trader</i>
Michał Sopiński, CFA	<i>Deputy Head of Sales</i>	Hubert Kwiecień	<i>Sales Trader</i>

DISCLAIMER

Trigon Dom Maklerski S.A. | Mogilska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa - Śródmieście w Krakowie XI Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego | NIP 676-10-44-221 | KRS 0000033118. Trigon Dom Maklerski S.A. działa pod nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Niniejsze opracowanie ma charakter promocyjny i zostało przygotowane przez zespół analityczny Trigon Domu Maklerskiego S.A. wyłącznie w celach informacyjnych. Niniejsze opracowanie jest zgodne 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. Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych wyników. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za jakiegokolwiek szkody poniesione w wyniku takich decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, ani nie zapewnia, że zawarte w opracowaniu stwierdzenia dotyczące przyszłości okażą się prawdziwe. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikacja, rozpowszechnianie, kopiowanie lub jakiegokolwiek inne wykorzystanie części lub całości niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.

Disclaimer**Informacje ogólne**

Dokument został sporządzony przez Trigon Dom Maklerski S.A. („Dom Maklerski”) odpłatnie, na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych S.A. („GPW”), na podstawie Umowy o świadczenie usług przygotowania raportów analitycznych („Umowa”). 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 wypływów 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 – Bloober Team S.A.

KUPIJ – w ocenie Domu Maklerskiego potencjał wzrostu instrumentu finansowego wynosi co najmniej 15%

TRZYMAJ - w ocenie Domu Maklerskiego spodziewane są względnie stabilne notowania instrumentu finansowego, ewentualnie wzrostu nie większego niż 15%

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 wartości 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 proggu 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 metodę DCF.

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 rekomendację 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.

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 Dokumencie 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 Dokumencie.

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 Dokumencie 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 opinii osób wypowiadających się w imieniu podmiotu, którego dotyczy raport lub wynik oceny własnej Domu Maklerskiego.

Posługując się informacjami lub wnioskami podanymi w Dokumencie 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, informacji 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.

Dom Maklerski stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi i 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 sporządzaniu 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

Dom Maklerski pełni dla instrumentów finansowych Emitenta funkcję animatora emitenta.

Dom Maklerski nie świadczy dla Emitenta i spółek powiązanych z Emitentem usług doradztwa finansowego lub usług 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, 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 nie otrzymał od Emitenta dywidendy.

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 jakkolwiek inna osoba prawna będąca częścią tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski, ani z opłatami za takie transakcje, które otrzymuje Dom Maklerski lub jakkolwiek 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 GPW na podstawie Umowy, Dom Maklerski jest uprawniony do redystrybucji niniejszego Dokumentu na rzecz swoich klientów. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie, wykorzystywanie lub udostępnianie osobom trzecim w jakikolwiek inny sposób Dokumentu (lub jego części) poza dozwolonym prawem użyciem 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, zwanego dalej „Regulaminem”) oraz akceptuje postanowienia Regulaminu;

wyraża zgodę na jednorazowe (w zakresie Dokumentu) świadczenie przez Dom Maklerski usług 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, prawnej, 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: [02.09.2025] godz. [07:50]

Data i godzina pierwszego rozpowszechnienia: 02.09.2025] godz. [07:50]