

Flash Note

CEE | Equity Research

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 36)

2Q25 Results Review: Wyniki operacyjne lepsze od niewygórowanych oczekiwań [lekko pozytywne]

PLNm	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	Y/Y	Q/Q	2Q25E
Revenues	6.5	17.3	22.9	28.9	16.9	158%	-42%	19.2
EBITDA	0.9	6.7	10.1	8.0	7.1	662%	-11%	4.1
adj. EBITDA	2.4	8.3	11.7	9.5	7.2	199%	-24%	4.1
EBIT	-2.4	1.8	6.4	5.7	4.9	-	-15%	1.5
Net profit	-1.1	1.1	5.5	4.7	5.1	-	8%	0.5
OCF	11.9	9.0	-14.3	26.5	-16.2			
Net debt	-25.6	-19.3	-3.0	-11.7	25.0			
P/E 12M trailing	-	1,364	55.9	47.4	29.6			
EV/EBITDA adj. 12M trailing	24.4	25.5	18.9	14.8	13.9			
EBITDA margin	14.2%	38.4%	44.3%	27.6%	42.1%			21.6%
EBIT margin	-	10.5%	28.1%	19.9%	29.0%			7.8%
Net profit margin	-	6.3%	24.1%	16.2%	30.0%			2.8%

Source: Company data, Trigon

#Dane finansowe

- Przychody w 2Q25 to 16.9 mln PLN. Zakładamy, że przychody z umów z Konami (w domyśle największego kontrahenta) dot. kontraktu na produkcję Silent Hill Remake i płatności success fee z Silent Hill 2 wyniosły 7.6 mln PLN vs 19.8 mln PLN w 1Q (split między oba źródła nie został ujawniony);
- Przychody segmentu I (projekty wewnętrzne) wyniosły 9.3 mln PLN, segment II (współpraca z zewnętrznymi podmiotami) wygenerował przychody bliskie 0, segment III (działalność komplementarna do podstawowej działalności) 7.6 mln PLN;
- Poziom długu netto na koniec 2Q to 25 mln PLN vs gotówka netto w poprzednim kwartale. W raporcie wskazano, że w 2Q uregulowano zobowiązanie wobec Take-Two Interactive za prawa do gry Cronos (szacunkowo ok. 20 mln PLN);
- Uregulowanie w/w zobowiązania w dużym stopniu obciążyło cash-flow. OCF w kwartale to -16.2 mln PLN, capex (głównie wydatki na gry) to ok. 20 mln PLN;
- Nakłady na prace rozwojowe i aktywa z tytułu wykonania umów, będące kosztami działalności operacyjnej, ale nie rozpoznane w P&L w 2Q25 wyniosły 21.1 mln PLN;
- Skapitalizowana wartość nakładów na prace rozwojowe w toku (gry) wynosiła na koniec 2Q 119 mln PLN vs 100 mln PLN na koniec 1Q;

Komentarz: #Wyniki. Wyniki odbieramy lekko pozytywnie, były one lepsze od naszych oczekiwań, które nie były wygórowane. Zwracamy uwagę, że w okresach bez istotnych premier duży wpływ na poziom zaraportowanych przychodów mają rozliczenia milestone z umów z WFH, w szczególności z Konami. Po zaksięgowaniu relatywnie wysokich przychodów z tego tytułu w 1Q, 2Q był znacznie słabszy (szacunkowo kilka mln PLN – brak istotnych rozliczeń prac deweloperskich w 2Q). In plus w 2Q (podobnie jak w poprzednim kwartale) można wskazać relatywnie wysokie przychodu z segmentu III, w którym księgowane są przychody z kontraktu z Netflixem dot. Projektu N, który naszym zdaniem dostarcza dobrą marżę (w 2Q blisko 5 mln PLN EBITDA w segmencie III), co pozwoliło na przebicie naszych założeń dotyczących wyników operacyjnych mimo niższych niż oczekiwane przychodów. Cash flow w kwartale był istotnie ujemny, ale zwracamy uwagę, że był to kwartał, w którym uregulowano zobowiązanie wobec TTWO (szacunkowo ok. 20 mln PLN, wcześniej zakładaliśmy, że zadzieje się to po premierze Cronosa w 3Q) i intensywnie pracowano nad development'em Cronosa.

#Outlook. Utrzymujemy nasze przychylne nastawienie względem spółki, zwłaszcza biorąc pod uwagę ostatnie spadki kursu. Premierę Cronosa uważamy za bardzo solidną, choć bez efektu „wow”, który mógłby „kupić” szerszą rzeszę inwestorów. Czekamy na kolejne informacje na temat sprzedaży gry. Szacujemy, że do tej pory mogło sprzedać się ponad 350 tys. sztuk - gra relatywnie dobrze sprzedaje się wciąż na PS Store (ok. 67 miejsce w PS Store US vs 3 setka na Steam), wciąż pewnym znakiem zapytania są wolumeny sprzedaży kopii fizycznych oraz na Nintendo Switch 2. Poziom skapitalizowanych wydatków na gry na koniec 2Q jest wyższy niż zakładaliśmy o kilka mln PLN, w związku z czym podnosimy nasz szacunek kosztów development'u dla Cronosa do ok. 57 mln PLN (wcześniej obstawialiśmy 53 mln PLN). Przesuwa to szacowany przez nas break-even point bardziej w kierunku 500 tys. (biorąc pod uwagę także wydatki marketingowe), uważamy, że ten pułap sprzedaży może być osiągnięty podczas czwarto-kwartalnych promocji. **(Grzegorz Balcerski)**

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	2.0	2.7	21.1	50.7	37.8	49.9
EPS (USD)	0.1	0.1	1.1	2.6	2.0	2.6
P/E (x)	244.5	178.0	22.8	9.5	12.7	9.6
EV/EBITDA adj. (x)	30.1	17.9	11.7	4.7	4.8	5.5
EV/Sales (x)	8.1	5.0	5.4	2.5	2.7	2.8
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	4.7%

Source: Company data, Trigon

TRIGON DOM MAKLEKSKI 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>	David Sharma, CFA Construction, Real Estate, Building Materials	<i>Senior Analyst</i>
Grzegorz Balcerski, CFA Gaming, TMT	<i>Analyst</i>	Piotr Rychlicki	<i>Analyst</i>
Katarzyna Kosiorek, PhD Biotechnology	<i>Analyst</i>	Piotr Chodyra	<i>Analyst</i>
Michał Kozak Oil & Gas, Chemicals, Utilities	<i>Senior Analyst</i>	Volodymyr Shkuropat	<i>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. | ul. Mogińska 65 | 31-545 Kraków | Sąd Rejonowy dla Krakowa-Śródmieścia w Krakowie XI Wydział Gospodarczy KRS | 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 Dom Maklerski S.A. wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów "Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Przedstawione dane historyczne odnoszą się do przeszłości. Wyniki osiągnięte w przeszłości nie stanowią gwarancji ich osiągnięcia w przyszłości. Trigon Dom Maklerski S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania ani za szkody poniesione w wyniku tych decyzji inwestycyjnych, nie gwarantuje także dokładności ani kompletności opracowania, nie udziela również żadnego zapewnienia, że podane w opracowaniu twierdzenia dotyczące przyszłości sprawdzą się. Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z wysokim ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Publikowanie, rozpowszechnianie, kopiowanie lub wykorzystywanie w jakikolwiek inny sposób w całości lub części niniejszego opracowania wymaga uprzedniej pisemnej zgody Trigon Domu Maklerskiego S.A.