

Flash Note

CEE | Equity Research

BLOOBER TEAM (Buy; PLN 36)

3Q25 Results Review: Wynik operacyjny in line z naszymi oczekiwaniami

PLNm	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Y/Y	Q/Q	3Q25E
Revenues	17.3	22.9	28.9	16.9	64.2	270%	280%	72.9
EBITDA	6.7	10.1	8.0	7.1	52.9	695%	646%	49.8
adj. EBITDA	8.3	11.7	9.5	7.2	53.1	543%	636%	49.8
EBIT	1.8	6.4	5.7	4.9	45.2	2376%	823%	44.9
Net profit	1.1	5.5	4.7	5.1	35.2	3118%	596%	39.6
OCF	9.0	-14.3	26.5	-16.2	14.8			
Net debt	-19.3	-3.0	-11.7	25.0	48.3			
P/E adj. 12M trailing	-	16.0	25.9	25.2	7.7			
EV/EBITDA adj. 12M trailing	-	9.8	14.2	15.7	6.7			
EBITDA margin	38.4%	44.3%	27.6%	42.1%	82.5%			68.4%
EBIT margin	10.5%	28.1%	19.9%	29.0%	70.5%			61.6%
Net profit margin	6.3%	24.1%	16.2%	30.0%	54.9%			54.4%

Source: Company data, Trigon

Komentarz: #Przychody. Przychody w 3Q25 to 64.2 mln PLN tj. poniżej naszych oczekiwań. Przychody segmentu I (zawierające m.in. sprzedaż Cronosa, ale również przychody z umów z WFH z Konami) to 46.2 mln PLN. Szacujemy, że przychody od Konami (WFH za SH1 Remake oraz rev-share od SH2) to ok. 10.2 mln PLN, a pozostałe przychody to sprzedaż backcatalog oraz przychody z Cronosa. Te ostatnie szacujemy na ok. 35 mln PLN (niecały miesiąc sprzedaży), co jest poniżej naszych oczekiwań, mimo że krzywa sprzedaży przez nas przyjęta wpisuje się w raportowane przez spółkę wolumeny. Niższy niż spodziewany odczyt może być zatem pokłosiem i) niższych przychodów na sztukę niż zakładaliśmy (co wynika np. z siatki cen przyjętych na różnych rynkach) i/lub ii) wyższego udziału niż oczekiwaliśmy mniej marżowej sprzedaży fizycznej. Niższe niż oczekiwane przychody w segmencie I zostały w części zrekompensowane bardzo dobrymi przychodami w segmencie III (15.1 mln PLN), które zawierają przychody z projektu realizowanego na zlecenie Netflixu (Projekt N, szacunkowo 13 mln PLN w kwartale).

#Koszty. Opex był niższy niż zakładaliśmy (o ok. 6 mln PLN) co przy wsparciu pozostałych przychodów operacyjnych pozwoliło na osiągnięcie wyniku operacyjnego EBIT na oczekiwanym przez nas poziomie (EBITDA powyżej naszych oczekiwań). Efektywna stopa podatkowa na poziomie 20% była wyższa od naszych założeń i przyczyniła się do zaraportowania niższego zysku netto niż oczekiwaliśmy w kwartale mimo EBIT będącego in line.

#CF. OCF vs wyniki wygląda na niski, ale przypominamy, że m.in. należności za sprzedaż m.in. Cronosa spłyną do spółki w 4Q, przez co pozycja gotówkowa spółki w 4Q będzie bardzo istotnie wyższa niż na koniec 3Q co pozwoli m.in. na istotne zmniejszenie zadłużenia netto.

#Cronos. Wartość nakładów przeniesionych z prac w toku na prace zakończone sugeruje, że budżet deweloperski gry to ok. 64 mln PLN, co jest wartością wyższą od naszych dotychczasowych założeń (ok. 58 mln PLN). Do tego należy doliczyć także koszty marketingowe (szacunkowo 12-13 mln PLN). Biorąc pod uwagę niższy przychód na sztukę wspomniany powyżej poziom BEP przesuwają się wyżej vs wcześniejsze nasze założenia.

#Outlook. W/w cyfry związane z Cronosem wpłyną na korektę w dół naszych założeń przychodowych dot. projektu, choć z założeniami dotyczącymi samego kształtowania się poziomu wolumenów czujemy się komfortowo (ok. 1 mln w rok). Jednocześnie in plus zaskoczyła nas sprzedaż w segmencie III. LTM P/E jest na poziomie 7.7x co jest atrakcyjnym poziomem, choć trzeba brać pod uwagę cykliczność dużych premier. Pozostajemy relatywnie pozytywni co do przyszłości spółki, zakładając, że usadowienie rozwoju spółki na dwóch filarach, tj. i) stabilnej współpracy z wydawcami w zakresie WFH (Konami, Netflix obecnie) oraz ii) dostarczaniu gier wydawanych samodzielnie dostarczanych do coraz szerszej grupy graczy, pozwoli na ewolucyjny rozwój studia i dalszej poprawy wyników w długim terminie. Zwracamy też uwagę na liczne premiery mniejszych projektów z marki Broken Mirror Games w najbliższych miesiącach. Uważamy również, że rynek mógł mieć bardziej zachowawcze oczekiwania względem wyników za 3Q niż my (brak konsensusu).

(Grzegorz Balcerski)

PLNm	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenues	56	94	89	171	161	154
EBITDA	15	26	41	96	75	71
EBIT	-3	5	23	76	17	33
Net profit	2.0	2.7	21.1	66.7	12.2	28.8
EPS (USD)	0.1	0.1	1.1	3.5	0.6	1.5
P/E (x)	244.4	177.9	22.8	7.2	39.3	16.7
EV/EBITDA adj. (x)	30.0	17.9	11.7	4.9	6.5	6.4
EV/Sales (x)	8.1	5.0	5.4	2.7	3.0	2.9
DY (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	1.5%

Source: Company data, Trigon

TRIGON DOM MAKLEKSKI S.A.

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

+48 22 330 11 11
recepca@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 Kosior, 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. Mogilska 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.