

CI Games – komentarz po wynikach i konferencji za 4Q'23

2024-04-19

Spółka CI Games w dniu 17 kwietnia przedstawiła wyniki finansowe za 4Q'23, które następnego dnia omówiła podczas zorganizowanej konferencji z inwestorami. **W omawianym okresie Grupa pochwalić się mogła zwłaszcza rekordowym poziomem przychodów ze sprzedaży (185.9 mln PLN, +1 103.8% r/r), na co istotny wpływ miała październikowa premiera gry Lords of the Fallen.** Od momentu jej wydania (13.10) do dnia 31 grudnia ur. sprzedaż tytułu wyniosła prawie 1.3 mln sztuk, przy czym sama produkcja zebrała jak dotąd zaledwie mieszane recenzje - tylko 61% pozytywnych ocen na platformie Steam. Oprócz rekordowych przychodów, spółka w 4Q'23 wykazała również najwyższy w historii zysk z działalności operacyjnej (33.2 mln PLN; +2 033.1% r/r), a także wynik netto (18.2 mln PLN vs. -1.0 mln PLN rok temu). **Pomimo tak imponujących dynamik r/r, rezultaty przedstawione przez CI Games nie zdołały jednak spełnić rynkowych oczekiwań i tym samym zostały niekorzystnie odebrane wśród inwestorów.**

- ❑ **Spółka osiągnęła rekordowe przychody dzięki sprzedaży Lords of the Fallen.** Na przestrzeni minionego roku, spółka wygenerowała łączne przychody na poziomie 245.0 mln PLN, przez co były one nie tylko czterokrotnie wyższe niż przed rokiem, ale również najwyższe w całej dotychczasowej historii CI Games. Uzyskana wielkość sprzedaży możliwa była głównie dzięki październikowej premierze gry Lords of the Fallen, która odpowiadała aż za 83% skonsolidowanych rocznych przychodów Grupy. Tytuł ten zasługuje obecnie na miano nie tylko najlepiej sprzedającej się produkcji studia (od 16.10 do końca 2023 r. prawie 1.3 mln egzemplarzy), ale także i najdroższej (całkowite koszty projektu to ok. 281 mln PLN). Pomimo tego, oceny zebrane przez Lords of the Fallen nie zachwycają - zaledwie 61% pozytywnych ocen na Steam oraz 75% na Metacritic. **Spółka spodziewa się, że na przestrzeni najbliższych lat tytuł wygeneruje ok. 100 mln USD przychodu ze sprzedaży. Prognozę tę traktujemy jednak jako bardzo optymistyczną. W naszej opinii premiera tytułu nie była tak udana, jak zakładało studio, o czym świadczą nie tylko zebrane recenzje, ale także m.in. systematycznie spadająca liczba graczy.**
- ❑ **Trwają prace nad nowymi projektami.** Na dzień dzisiejszy CI Games koncentruje się nad dwoma nowymi projektami, które tworzone są przez wewnętrzne studia spółki. Pierwszym z nich jest **Project Survive** tworzony przez Underdog. Planowany budżet projektu ma być jednak zdecydowanie niższy niż w przypadku Lords of the Fallen. Gra powstaje przy użyciu silnika Unreal Engine 5 i ma zadebiutować na komputerach PC i konsolach nowej generacji w 2025 r. Drugim projektem jest natomiast **Project 3**, za które odpowiada Hexworks. Według informacji przekazanych przez prezesa spółki, tytuł ten, tak samo jak Lords of The Fallen, ma być grą AAA z gatunku action-RPG i podobnie jak w przypadku Projectu Survive, również powstaje w oparciu o silnik Unreal Engine 5. Szacunkowy budżet produkcyjny gry wynosi ok. 30 mln EUR, zaś jego premiera spodziewana jest w 2026 r. Jeszcze przed publikacją wyników rocznych, spółka informowała że rozważa finansowanie jednego z tytułów poprzez wydawcę, pozyskanie inwestora strategicznego lub finansowanie długiem.
- ❑ **Koszty sprzedanej produkcji rosną w tempie szybszym od przychodów.** Koszty wytworzenia sprzedanych produktów wyniosły w 4Q'23 rekordowe 81.2 mln PLN (+1 862.8% r/r), co wynikało głównie z wyższych kosztów amortyzacji prac rozwojowych Lords of the Fallen (rozpoznanie 35% kosztów rozwoju w RZiS za 2023 r.), kosztów produkcji tej gry na nośnikach fizycznych oraz nieskapitalizowanych kosztów prac związanych z Lords of the Fallen poniesionych po dacie premiery. **Wzrost kosztu amortyzacji w całości kosztów produkcji przełożył się jednocześnie na znaczące obniżenie marży brutto ze sprzedaży, która spadła aż o 16.8 p.p. r/r.**
- ❑ **Wzrost kosztów SG&A.** Koszty SG&A spółki zwiększyły się w IVQ'23 o 656.1% r/r do 70.5 mln PLN, co jest konsekwencją znaczącego wzrostu poziomu kosztów sprzedaży (z 5.2 mln PLN do 66.9 mln PLN), wynikającego z intensywnej kampanii reklamowej gry Lords of the Fallen. Rosnące koszty produkcji były jednocześnie kompensowane przez niższe koszty ogólnego zarządu, które spadły z 4.2 mln PLN do 3.6 mln PLN, tj. -14.0% r/r.
- ❑ **Wyniki pomimo znaczącej poprawy r/r pozostawiają niedosyt.** W 4Q'23 zysk z działalności operacyjnej CI Games wyniósł 33.2 mln PLN (+2 033.1% r/r), EBITDA wzrosła do 89.2 mln PLN (+2 194.4% r/r), zaś wynik netto osiągnął poziom 18.2 mln PLN. Pomimo tak znaczących dynamik r/r, przedstawione przez spółkę rezultaty oceniamy niekorzystnie. Warto zauważyć, że zysk netto CI Games osiągnięty w roku premiery największego tytułu w historii studia to bowiem niespełna 13.0 mln PLN (+59.2% r/r; marża netto 5.3%) i to przy jednoczesnym rozpoznaniu zaledwie 35% kosztów jej rozwoju w RZiS (przez co kolejny rok zapowiada się jako istotnie słabszy).

- ❑ **Cash Flow.** W całym 2023 roku przepływy pieniężne z działalności operacyjnej osiągnęły poziom 71.1 mln PLN (wzrost z 31.7 mln PLN), co było w głównej mierze konsekwencją konwersji należności na środki pieniężne, które zostały pomniejszone o płatności kosztów operacyjnych (w tym kampanię marketingową).
- ❑ **Wzrost zadłużenia netto r/r.** Na koniec IVQ'23 dług netto spółki wyniósł 27.5 mln PLN i był tym samym o 15.6 mln PLN wyższy niż przed rokiem. Wzrost ten spowodowany był przez rosnące zobowiązania kredytowe (+39.2 mln PLN r/r).
- ❑ **Podwyższenie kapitału zakładowego spółki.** Pod koniec marca br. NWZ CI Games zdecydowało o upoważnieniu zarządu do emisji ok. 36.6 mln akcji serii M z pozbawieniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, w celu podwyższenia kapitału zakładowego do maks. ok. 2.2 mln PLN.

CI Games - wyniki kwartalne (mln PLN)

	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21	4Q'21	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23	3Q'23	4Q'23	r/r
Przychody ze sprzedaży	11,2	9,5	39,7	32,7	23,6	12,9	17,6	10,8	15,4	9,8	12,4	36,9	185,9	1103,8%
Koszty sprzedanej produkcji, towarów i usług	6,9	4,9	15,5	11,8	7,5	4,6	3,3	3,9	4,1	3,3	5,3	18,7	81,2	1862,8%
Zysk brutto ze sprzedaży	4,3	4,6	24,2	20,9	16,2	8,3	14,2	6,9	11,3	6,5	7,1	18,2	104,7	826,1%
Marża brutto ze sprzedaży	38,5%	48,7%	61,0%	64,0%	68,4%	64,6%	80,9%	63,9%	73,2%	66,0%	57,2%	49,2%	56,3%	-16,8 p.p.
SG&A	2,8	3,0	9,4	6,4	5,3	4,1	7,2	11,6	9,3	7,0	9,6	16,0	70,5	656,1%
SG&A jako % przychodów	24,6%	31,3%	23,7%	19,5%	22,6%	32,1%	40,8%	107,7%	60,4%	71,4%	77,7%	43,3%	37,9%	-22,4 p.p.
Wynik na pozostałej działalności netto oraz odpisy aktualizujące netto	1,0	0,9	0,0	-0,5	-1,9	0,0	-0,2	0,0	-0,4	-0,1	-0,9	0,1	-1,0	-
EBIT	2,5	2,5	14,8	14,0	8,9	4,2	6,8	-4,7	1,6	-0,6	-3,4	2,3	33,2	2033,1%
Marża EBIT	22,7%	26,3%	37,3%	43,0%	37,7%	32,5%	38,8%	-	10,1%	-	-	6,3%	17,8%	+7,7 p.p.
EBITDA	7,0	6,3	23,3	19,3	11,6	6,3	9,0	-3,1	3,9	1,2	-1,0	9,6	89,2	2194,4%
Marża EBITDA	62,0%	66,1%	58,6%	59,1%	49,0%	48,6%	51,4%	-	25,2%	12,3%	-	26,1%	48,0%	+22,8 p.p.
Zysk netto	1,9	2,7	10,9	12,8	10,4	4,0	9,2	-3,9	-1,0	-0,7	-2,8	-1,6	18,2	-
Marża zysku netto	16,6%	28,4%	27,4%	39,3%	43,9%	31,2%	52,2%	-	-	-	-	-	9,8%	-
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	7,1	6,2	4,7	37,1	6,1	12,4	3,1	13,0	3,2	9,1	8,6	9,5	43,9	1274,0%
Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-6,9	-8,4	-10,1	-14,7	-10,7	-15,7	-19,3	-23,8	-21,4	-22,9	-25,7	-21,1	-13,3	-
Przepływy pieniężne z działalności finansowej	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,5	3,9	13,9	15,2	14,0	19,5	-13,3	-

Źródło: CI Games, BM Banku Millennium

Grzegorz Gawkowski

Biurowe Maklerskie Banku Millennium SA

e-mail: grzegorz.gawkowski@bankmillennium.pl

Ważne informacje

Wszelkie informacje zawarte w niniejszym raporcie mają wyłącznie charakter informacyjny i nie stanowią one rekomendacji w rozumieniu Rozporządzenia delegowanego komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 r. uzupełniającego 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 partycularnych lub wskazań konfliktów interesów, , wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumentach bądź instrumentach finansowych.

Niniejszy raport został przygotowany z dochowaniem należytej staranności i rzetelności, w oparciu o fakty uznane za wiarygodne, jednak Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie gwarantuje, że są one w pełni dokładne i kompletne. Podstawą przygotowania raportu były wszelkie informacje na temat spółek, jakie były publicznie dostępne i znane sporządzającemu do dnia jego sporządzenia. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. bez uzgodnień ze spółkami będącymi przedmiotem raportu ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy sprawdzą się. Inwestowanie w akcje spółek wymienionych w niniejszej analizie wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną, zmianami regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych, ryzykiem stóp procentowych, których wyeliminowanie jest praktycznie niemożliwe. Osoby, które brały udział w sporządzeniu niniejszego materiału, wg informacji w dniu sporządzenia raportu, nie posiadały akcji spółek wymienianych w raporcie ani żadnych instrumentów finansowych, których wartość jest w sposób istotny związana z wartością akcji emitowanych przez ww. spółki (np. instrumentów pochodnych na akcje).

Treść raportu nie była udostępniona spółkom będącymi przedmiotem raportu przed jego opublikowaniem. Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie analitycznym.

Osoba lub osoby wskazane na pierwszej stronie niniejszego raportu sporządziły analizę. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające raport nie jest bezpośrednio zależne od wyników finansowych uzyskiwanych przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. w ramach transakcji lub usług z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitentów, których dotyczy niniejszy raport.

Niniejszy raport stanowi badanie inwestycyjne w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy. Raport został przygotowany przez Biuro Maklerskie Banku Millennium S.A. wyłącznie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A., nie stanowi reklamy ani oferowania papierów wartościowych, może być on także dystrybuowany za pomocą środków masowego przekazu, na podstawie każdorazowej decyzji Dyrektora Departamentu Analiz Rynków Kapitałowych. Rozpowszechnianie lub powielanie niniejszego materiału w całości lub w części bez pisemnej zgody Biura Maklerskiego Banku Millennium S.A. jest zabronione. Niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Nadzór nad Biurem Maklerskim Banku Millennium S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Rozwiązania organizacyjne, administracyjne i bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania konfliktom interesów

Zasady zarządzania konfliktami interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. zostały zawarte w Polityce przeciwdziałania konfliktom interesów w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A. Skuteczne zarządzanie konfliktem interesów ma na celu działanie w najlepiej pojętym interesie Klienta i jest realizowane poprzez ustanowione środki ograniczania takiego ryzyka. W tym celu zostały wdrożone zasady odnoszące się do przyjmowania oraz przekazywania świadczeń pieniężnych i niepieniężnych, tzw. zachęt a także zawierania transakcji osobistych Osób zaangażowanych w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania organizacyjne określa między innymi Regulamin organizacyjny Biura Maklerskiego, który przewiduje: (a) nadzór nad osobami, których główne funkcje obejmują prowadzenie działań w imieniu lub świadczenie usług dla Klientów, których interesy mogą być sprzeczne lub którzy w inny sposób reprezentują różne sprzeczne interesy, w tym interesy Biura Maklerskiego; (b) środki zapobiegające lub ograniczające wywieranie przez osobę trzecią niewłaściwego wpływu na sposób, w jaki upoważniona osoba wykonuje czynności w ramach usług świadczonych przez Biuro Maklerskie (c) organizacyjne oddzielenie od siebie osób (zespołów) zajmujących się wykonywaniem czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów, (d) zapewnienie każdej jednostce organizacyjnej Biura Maklerskiego i jej pracownikom niezależności w zakresie, w jakim dotyczy to interesów Klientów, na rzecz których taka jednostka wykonuje określone czynności.

Przyjęte dla zapobiegania konfliktom interesów rozwiązania określa również Regulamin wynagradzania, który zapewnia, że nie istnieją żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników różnych jednostek organizacyjnych lub wysokością przychodów osiąganych przez różne jednostki organizacyjne, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Ograniczenia dotyczące przepływu informacji w celu zapobiegania konfliktom interesów, w tym informacji poufnych i stanowiących tajemnicę zawodową, określa Regulamin ochrony przepływu i uniemożliwienia wykorzystywania oraz przetwarzania informacji poufnych i przestrzegania tajemnicy zawodowej w Biurze Maklerskim Banku Millennium S.A.