

3/2021/IPO (108) 15 października 2021

# Big Cheese Studio

Z przepisem na sukces



3/2021/IPO (108) 15 października 2021

Analityk: Tomasz Rodak, CFA

Sektor: Gry wideo

Free float: 26% (przed ofertą)/ 48% (po ofercie)

# Big Cheese Studio

## Z przepisem na sukces

Big Cheese Studio to producent i wydawca gier wideo na komputery PC, konsole oraz urządzenia mobilne. Do tej pory Studio skupiało się na produkcji i rozwoju symulatora gotowania *Cooking Simulator* (wraz z dodatkami). Obecnie Spółka rozwija się dodatkowo w kierunku tworzenia gier z gatunku symulatorów ekonomicznych (typu *tycoon*) oraz gier symulacyjno-bitewnych. *Cooking Simulator* wraz z dodatkami i portami przyniósł ponad 12-krotny zwrot na zainwestowanym kapitale i jest trzecią najbardziej dochodową<sup>1</sup> serią gier z Grupy PlayWay, ustępując jedynie *CMS 18/21* oraz *House Flipper*. Sukces gry *Cooking Simulator* wynikał z umiejętnego połączenia trzech najważniejszych atrybutów produktu, którymi są: rywalizacja, zabawa oraz możliwość tworzenia. Gra wyróżnia się również wysoką jakością (83% opinii na Steam jest obecnie pozytywnych), a dzięki popremierowemu wsparciu od dwóch lat generuje stabilne przychody dla Spółki. Wraz z sukcesem *Cooking Simulator* Big Cheese Studio stało się jedną z najbardziej obiecujących spółek zależnych PlayWay SA z aktywną polityką dywidendową, stabilnymi przepływami operacyjnymi oraz interesującym planem wydawniczym.

Najważniejszym nowym projektem Big Cheese Studio jest sequel *Cooking Simulator 2* (premiera planowana na II poł. 2022 r.), którego rozgrywka ma zostać uatrakcyjniona poprzez m.in. wprowadzenie trybu *multiplayer*. Ryzyko niepowodzenia tej premiery jest naszym zdaniem daleko niższe niż w przypadku zupełnie nowych tytułów, gdyż kolejne odsłony popularnych serii mają rzeszę oddanych fanów (ponad 700 tys. w przypadku gry *Cooking Simulator*) i sprzedają się zazwyczaj lepiej niż ich poprzednicy. Kolejne tytuły Spółki to: (1) *B-17 Squadron* – połączenie symulatora bombowca z czasów II Wojny Światowej z grą opartą na emocjach (premiera planowana w II poł. 2022 r.) oraz (2) *Pizza Empire* – symulator ekonomiczny skupiony na zarządzaniu restauracją (premiera planowana w II poł. 2022).

Dzięki wpływom z emisji nowych akcji (szacowanym na 5 mln zł) Spółka planuje zwiększyć zatrudnienie i produkować 3-4 nowe gry jednocześnie. Dzięki temu liczba premier powinna wzrosnąć docelowo do 1-2 rocznie. Dodatkowo budżet produkcyjny pojedynczej gry wzrośnie do 1,5-2 mln zł (z 0,8 mln zł w przypadku *Cooking Simulator*), co powinno prowadzić do wzrostu jakości i potencjału sprzedażowego wydawanych gier.

<sup>1</sup> pod względem przychodów brutto wygenerowanych w ciągu 60 dni od premiery na platformie PC

### Dane podstawowe

MSSR jednostkowe		2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	mln zł	11,5	14,8	21,7	29,4
EBITDA	mln zł	8,7	11,0	16,2	23,2
EBIT	mln zł	8,7	10,9	16,0	22,9
Zysk netto	mln zł	8,2	9,9	14,5	20,9
EPS	zł	2,06	2,25	3,29	4,73
Dynamika zysku netto	%	63	21	46	44
Dług netto	mln zł	-5,7	-13,4	-18,9	-27,7
P/E	x	35,5	29,4	20,1	14,0
EV/EBITDA	x	32,8	25,4	16,8	11,4
EV/EBIT	x	32,8	25,6	17,1	11,5
Stopa dywidendy brutto	%	1,5	2,1	2,5	3,6
DPS	zł	1,08	1,36	1,64	2,40
Liczba akcji na koniec okresu*	mln	4,0	4,4	4,4	4,4

Wskaźniki wyliczono przy wycenie 292,0 mln zł (średnia z wycen DM BOŚ)

\* rozwodniona maksymalna liczba akcji (uwzględnia przyszłą emisję akcji w ramach programu motywacyjnego)  
Źródło: Spółka, szacunki DM BOŚ SA

### Harmonogram oferty

Spotkania z inwestorami	18-27 października 2021 r.
Ustalenie ceny maksymalnej	do 28 października 2021 r.
Budowa księgi popytu	28 października 2021 r. (do godz. 16.00)
Publikacja ceny emisyjnej oraz ostatecznej liczby akcji oferowanych	29 października 2021 r. (do godz. 8.00)
Przyjmowanie zapisów	29 października – 9 listopada 2021 r. (do godz. 17.00)
Przyjmowanie zapisów od inwestorów zastępczych	do 9 listopada 2021 r.
Planowany termin przydziału akcji	do 15 listopada 2021 r.
Przewidywany termin rozpoczęcia notowań na GPW	około 2 tyg. od przydziału akcji

Źródło: Spółka

### Katalizatory

1. Wysoka jakość i sprzedaż pierwszej produkcji
2. Rozpoczęcie kampanii promocyjnej dla *Cooking Simulator 2*
3. Wprowadzenie trybu *multiplayer* w *Cooking Simulator 2*
4. Lepsza od oczekiwań sprzedaż nowych gier
5. Wzrost częstotliwości premier
6. Aktywna polityka dywidendowa
7. Rozwój segmentu wydawniczego (w tym nowe umowy wydawnicze) (nie uwzględniony w naszych prognozach)
8. Spodziewany dalszy dynamiczny wzrosty rynku gier
9. Potencjalne umocnienie USD względem PLN

### Czynniki ryzyka:

1. Niepowodzenie nowych gier
2. Opóźnienia premier
3. Wzrost kosztów produkcji gier
4. Ryzyko utraty kluczowych pracowników
5. Potencjalne osłabienie USD względem PLN

Głównym czynnikiem ryzyka dla Spółki jest ewentualne niepowodzenie premiery *Cooking Simulator 2*, która jest kluczowa dla wyceny Spółki. Pozostałe ryzyka to m.in. opóźnienia premier, wzrost kosztów produkcji czy też ryzyko utraty kluczowych pracowników.

Big Cheese Studio wyceniliśmy dwiema metodami: metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą, bazując na wskaźnikach P/E oraz EV/EBIT. Wartość Spółki (post-money) szacujemy metodą dochodową w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł. Wycena metodą porównawczą kształtuje się w przedziale 267 mln zł – 321 mln zł. Średnia wartość z obydwu metod implikuje wycenę Spółki na poziomie 292 mln zł.

## Spis treści

<b>1. Opinia inwestycyjna</b> .....	4
<b>2. Historia, struktura akcjonariatu i szczegóły oferty</b> .....	7
<b>3. Wycena</b> .....	10
<b>4. Otoczenie rynkowe</b> .....	13
<b>5. Model biznesowy i strategia</b> .....	15
5.1. Model biznesowy .....	15
5.2. Strategia .....	17
5.3. Polityka dywidendowa .....	17
5.4. Przewagi konkurencyjne .....	17
5.5. Czynniki ryzyka .....	18
<b>6. Finanse</b> .....	19
<b>7. Gry</b> .....	22
7.1. <i>Cooking Simulator</i> .....	22
7.2. <i>Cooking Simulator 2</i> .....	24
7.3. <i>B-17 Squadron</i> .....	26
7.4. <i>Pizza Empire</i> .....	26
7.5. Projekt V i kolejne gry .....	27
<b>8. Prognozy</b> .....	28
<b>9. Sprawozdania finansowe</b> .....	30

## 1. Opinia inwestycyjna

- ▲ Big Cheese Studio to producent gier wideo typu premium, spółka zależna Grupy PlayWay, odpowiedzialna za produkcję gry *Cooking Simulator*.
- ▲ Dzięki wpływom z emisji (ok. 5 mln zł) Spółka planuje zwiększyć częstotliwość i budżet kolejnych premier.
- ▲ *Cooking Simulator* jest trzecią najbardziej dochodową serią gier z Grupy PlayWay, a Big Cheese Studio jedną z najbardziej obiecujących spółek zależnych.
- ▲ Najważniejszym projektem Spółki jest sequel *Cooking Simulator 2* (premiery planowana na II poł. 2022 r.), którego rozgrywka ma być uatrakcyjniona poprzez m.in. wprowadzenie trybu wieloosobowego.
- ▲ Kolejne odsłony popularnych serii są mniej ryzykownymi projektami niż zupełnie nowe tytuły i sprzedają się zazwyczaj lepiej od poprzedników.
- ▲ Możliwość gry wieloosobowej (tryb *multiplayer*) będzie głównym wyróżnikiem sequelu.
- ▲ Spółka pracuje też nad dwiema innymi grami, a także dwoma dodatkami do pierwszej części *Cooking Simulator*.
- ▲ Do głównych przewag konkurencyjnych Spółki zaliczamy efektywność kosztową, umiejętność długotrwałej monetyzacji swoich gier oraz współpracę z Grupą PlayWay.
- ▲ Polityka dywidendowa przewiduje wypłatę dywidendy na poziomie do 90% zysku netto.
- ▲ Wyceniamy Big Cheese Studio (post-money) w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł (metodą DCF) oraz w przedziale 267 mln zł – 321 mln zł (metodą porównawczą). Średnia wycena to 292 mln zł.

Big Cheese Studio to producent gier wideo typu premium, członek Grupy PlayWay, odpowiedzialny za produkcję *Cooking Simulator*

Dzięki wpływom z emisji (ok. 5 mln zł) Spółka planuje zwiększyć częstotliwość i budżet kolejnych premier

*Cooking Simulator* jest trzecią najbardziej dochodową serią gier z Grupy PlayWay

Najważniejszym projektem Spółki jest sequel *Cooking Simulator 2*

Big Cheese Studio to producent i wydawca gier wideo na komputery PC, konsole oraz urządzenia mobilne; spółka należąca do Grupy PlayWay z 50,18% udziałem PlayWay w kapitale po emisji. Do tej pory Studio skupiało się na produkcji i rozwoju casualowej gry *Cooking Simulator* (wraz z dodatkami), która jest symulatorem gotowania. Obecnie Spółka rozwija się dodatkowo w kierunku tworzenia gier z gatunku symulatorów ekonomicznych (typu *tycoon*) oraz gier symulacyjno-bitewnych.

Dzięki wpływom z nowej emisji (szacowanym na 5 mln zł) Spółka planuje zwiększyć zatrudnienie i produkować 3-4 nowe gry jednocześnie. Dzięki temu liczba premier powinna wzrosnąć docelowo do 1-2 rocznie. Dodatkowo budżet produkcyjny pojedynczej gry powinien wzrosnąć do 1,5-2 mln zł, co powinno prowadzić do wzrostu jakości i potencjału sprzedażowego wydawanych gier.

*Cooking Simulator* jest trzecią najbardziej dochodową serią gier z Grupy PlayWay pod względem przychodów brutto wygenerowanych w ciągu 60 dni od premiery na platformie PC, ustępując jedynie seriom *Car Mechanic Simulator 18/21* oraz *House Flipper*. Jednocześnie *Cooking Simulator* jest czwartą najpopularniejszą grą z Grupy PlayWay pod względem sprzedanych egzemplarzy na platformie PC od dnia premiery do 30.04.2021<sup>1</sup>.

Najważniejszym nowym projektem Spółki jest sequel *Cooking Simulator 2* (premiery planowana na II poł. 2022 r.), którego rozgrywka ma być uatrakcyjniona poprzez m.in. wprowadzenie trybu wieloosobowego. W drugiej części gry Spółka planuje również uwzględnić inne sugestie graczy, co powinno pozytywnie wpłynąć na atrakcyjność projektu.

<sup>1</sup> Źródło: Sprawozdanie z działalności Grupy PlayWay za rok 2020

**Kolejne odstony popularnych serii sprzedają się zazwyczaj lepiej niż poprzednicy**

Szacując sprzedaż *Cooking Simulator 2*, należy wziąć pod uwagę fakt, że kolejne odstony popularnych serii są mniej ryzykownymi projektami niż zupełnie nowe tytuły i sprzedają się zazwyczaj lepiej niż ich poprzednicy. Teza ta została potwierdzona przez takie polskie serie gier jak *Wiedźmin*, *Car Mechanic Simulator* czy też *Sniper Ghost Warrior Contracts*. Spowodowane jest to faktem, że pierwsza część zdobyła już uznanie graczy i dysponuje rzeszą oddanych fanów, gotowych na zakup sequela. Dodatkowo istotny jest również wzrost rynku gier od momentu wydania pierwszej gry do premiery sequela.

**Możliwość gry wieloosobowej będzie głównym atutem sequela**

W naszej opinii, to jednak możliwość gry wieloosobowej (tryb *multiplayer*) będzie głównym atutem sequela. Obecnie gracze coraz mocniej dążą do interakcji ze znajomymi w trakcie gry, wspólnego wykonywania zadań czy też rywalizacji. Dlatego też uważamy, że dobrze przygotowany tryb wieloosobowy jest obecnie ważnym czynnikiem stanowiącym często o sukcesie gry wideo i zwiększającym jej potencjał sprzedażowy.

**Zakładamy, że CS2 sprzeda około 30% więcej egzemplarzy niż część pierwsza przy wyższej o 25% cenie wyjściowej**

Biorąc pod uwagę następujące czynniki:

- ▲ *Cooking Simulator 2* będzie uwzględniał uwagi zgłaszane przez miłośników pierwszej części gry;
- ▲ *Cooking Simulator 2* będzie posiadał tryb rozgrywki wieloosobowej (*multiplayer*);
- ▲ Kolejne odstony serii gier sprzedają się zazwyczaj lepiej niż ich poprzednicy;
- ▲ Od premiery pierwszej części gry liczba użytkowników platformy Steam wzrosła o 55% (z 16,3 mln do 25,3 mln),

zakładamy, że *Cooking Simulator 2* sprzeda w swoim cyklu życia na platformie PC około 30% więcej egzemplarzy niż pierwsza część serii. Przełoży się to na około 192 tys. brutto sprzedanych kopii w kwartale premiery oraz około 428 tys. brutto sprzedanych kopii w ciągu roku od premiery. Gra będzie również sprzedawana w cenie co najmniej 24,99 USD, co oznacza cenę 25% wyższą niż jej poprzedniczka.

**Spółka pracuje też nad dwiema kolejnymi grami, a także dwoma dodatkami do pierwszej części *Cooking Simulator***

Kolejne tytuły Spółki to: (1) symulator bombowca z czasów II Wojny Światowej *B-17 Squadron* (premiery planowana na II poł. 2022 r.) oraz (2) symulator zarządzania restauracją *Pizza Empire* (premiery planowana na II poł. 2022 r.). W przypadku tych tytułów nasze prognozy są ostrożniejsze i zakładamy, że sprzedadzą się one na poziomie odpowiednio 30%/50% wolumenów sprzedaży osiągniętych przez *Cooking Simulator 1*. Spółka planuje też nadal wspierać sprzedaż pierwszej części gry poprzez m.in. płatny dodatek *Shelter* (premiery planowana na listopad 2021 r.) oraz bezpłatny dodatek wprowadzający tryb *multiplayer* (premiery planowana na rok 2021).

**Spółka opanowała do perfekcji wsparcie popremierowe swoich gier**

Spółka opanowała do perfekcji wsparcie popremierowe swoich gier. Co warto podkreślić, w IV kw. 2020 r. gra *Cooking Simulator* wygenerowała wyższe przychody niż w kwartale premiery (II kw. 2019). Było to efektem aktywnej animacji sprzedaży poprzez wydanie trzech płatnych dodatków oraz dziewięciu dodatków tematycznych. Dzięki temu gry Spółki posiadają tzw. „długi ogon sprzedażowy”.

**Przewagi konkurencyjne**

Do głównych przewag konkurencyjnych Spółki zaliczamy efektywność kosztową, umiejętność długotrwałej monetyzacji swoich gier oraz współpracę z Grupą PlayWay, która zapewnia wysokie zasięgi marketingowe swoich kont wydawniczych oraz profili społecznościowych. Dodatkowym atutem jest posiadanie szerokiej bazy graczy z pierwszej części *Cooking Simulator*, którzy powinni generować wzmożony popyt na sequel.

**Polityka dywidendowa**

Zgodnie z polityką dywidendową zarząd zamierza rekomendować wypłatę dywidendy na poziomie do 90% zysku netto.

**Czynniki ryzyka**

Wśród najważniejszych czynników ryzyka identyfikujemy potencjalne niepowodzenie nowych gier, opóźnienie premier/ wzrost kosztów produkcji, a także utratę kluczowych pracowników.

**Rynek gier powinien wrócić do wzrostów w 2022 r.**

Po relatywnie płaskim roku bieżącym (wynikającym z wysokiej bazy roku 2020) oczekuje się, że rynek gier wideo wróci do wzrostów w przyszłym roku i osiągnie wartość 218,7 mld USD w 2024 r. Implikuje to dynamikę wzrostu CAGR na poziomie 8,7% rocznie w latach 2019-2024. Najważniejszym segmentem rynku dla Big Cheese Studio jest obecnie segment gier PC, a w szczególności platforma Steam, która w 2020 r. odpowiadała za 80% przychodów Spółki. Od momentu wydania pierwszej części gry *Cooking Simulator* (rok 2019) liczba użytkowników sklepu Steam wzrosła o 55%, co mocno poszerza grupę potencjalnych odbiorców drugiej części gry.

**Umowy lock-up**

Główni akcjonariusze spółki podpisali umowy lock-up na 24 miesiące.

**Wycena**

Big Cheese Studio wyceniliśmy dwiema metodami: metodą dochodową (DCF FCFF) i porównawczą, bazując na wskaźnikach P/E oraz EV/EBIT. Wartość Spółki (post-money) szacujemy metodą dochodową w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł. Wycena metodą porównawczą kształtuje się w przedziale 267 mln zł – 321 mln zł. Średnia wartość z obydwu metod implikuje wycenę Spółki na poziomie 292 mln zł.

## 2. Historia, struktura akcjonariatu i szczegóły oferty

- ▲ Największym akcjonariuszem Big Cheese Studio jest obecnie PlayWay SA, która posiada 69,63% akcji/głosów na walnym zgromadzeniu Spółki.
- ▲ Po przeprowadzeniu oferty udział PlayWay może spaść do 50,18%.
- ▲ Spółka chce wyemitować do 135 000 nowych akcji serii B (3,4% wszystkich akcji przed emisją).
- ▲ Dotychczasowi akcjonariusze zamierzają sprzedać do 870 000 akcji istniejących (21,8% wszystkich akcji przed emisją).
- ▲ Udział akcji w wolnym obrocie po emisji może wynieść do 47,64%.
- ▲ Po emisji i sprzedaży nowi akcjonariusze będą posiadać do 24,3% akcji/głosów w Spółce.
- ▲ Spółka zamierza pozyskać około 5 mln zł na produkcję i marketing trzech kolejnych gier.
- ▲ Główni akcjonariusze podpisali umowy typu lock-up na okres 24 miesięcy.

### Historia spółki

Big Cheese Studio S.A jest deweloperem gier wideo typu premium (gry płatne) założonym w 2017 roku w formie spółki z o.o. pod nazwą „Circus”. Założycielami Big Cheese Studio była spółka PlayWay SA oraz Mateusz Zawadzki. Głównym produktem Spółki była dotychczas gra *Cooking Simulator* (wraz z dodatkami), do której Spółka posiada pełnię praw majątkowych na wszystkich polach eksploatacji.

### Głównymi produktem Spółki jest seria gier *Cooking Simulator*

Obecnie Big Cheese Studio pracuje nad grą *Cooking Simulator 2 (CS2)*, która będzie kontynuacją (ang. *sequel*) głównej gry Spółki. Rozgrywka *CS2* ma być uatrakcyjniona poprzez wprowadzenie trybu wieloosobowego. Ponadto Spółka rozwija kilka kolejnych gier, które mają zostać wydane w okresie 2021-23.

Na moment wydania prospektu baza pracowników Spółki Big Cheese Studio wynosi 33 osoby. Spółka zatrudnia specjalistów z różnych dziedzin (oprogramowania, projektowania, 3D czy animacji). Działalność Big Cheese Studio prowadzona jest w wynajmowanym lokalu w siedzibie w Łodzi.

Tabela 1. Big Cheese Studio; Historia Spółki

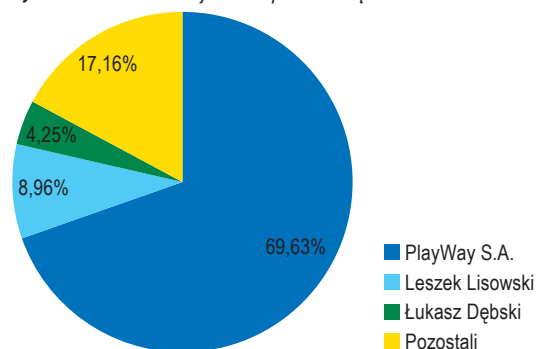
Data	Najważniejsze wydarzenia korporacyjne
III kw. 2017	PlayWay oraz Mateusz Zawadzki zakładają Circus Sp. z o.o. (obecnie Big Cheese Studio S.A.)
I kw. 2018	PlayWay przenosi prawa do gry <i>Cooking Simulator</i> na rzecz Big Cheese Studio
III kw. 2018	Podwyższenie kapitału zakładowego z kwoty 5 000 zł do kwoty 383 000 zł
II kw. 2019	Premiera gry <i>Cooking Simulator</i> w wersji na PC
III kw. 2019	Rejestracja zmiany nazwy Spółki z Circus na Big Cheese Studio
III kw. 2020	Podjęcie uchwały o przekształceniu w spółkę akcyjną
IV kw. 2020	Podjęcie uchwały o emisji nowych akcji oraz decyzji o wprowadzeniu Spółki na GPW

Źródło: Spółka, DMBOŚ S.A.

### Struktura akcjonariatu

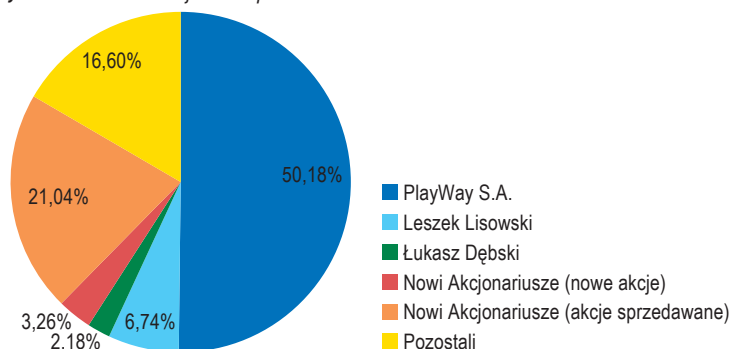
PlayWay SA jest obecnie większościowym udziałowcem Big Cheese Studio z 69,63% udziałem w kapitale i głosach na walnym zgromadzeniu Spółki. Głównymi właścicielami PlayWay SA są Krzysztof Kostowski (40,91% akcji) oraz ACRX Investments Ltd (40,91%). Pozostałymi ujawnionymi akcjonariuszami Big Cheese Studio są Leszek Lisowski (8,96%; były prezes zarządu Big Cheese Studio) oraz Łukasz Dębski (4,25%; obecny prezes zarządu Big Cheese Studio). Po emisji nowych akcji oraz sprzedaży akcji istniejących stan posiadania PlayWay spadnie do 50,18% kapitału zakładowego Spółki (przy założeniu sprzedaży wszystkich oferowanych akcji).

**Wykres 1.** Struktura akcjonariatu przed ofertą



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 2.** Struktura akcjonariatu po ofercie



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Program motywacyjny**

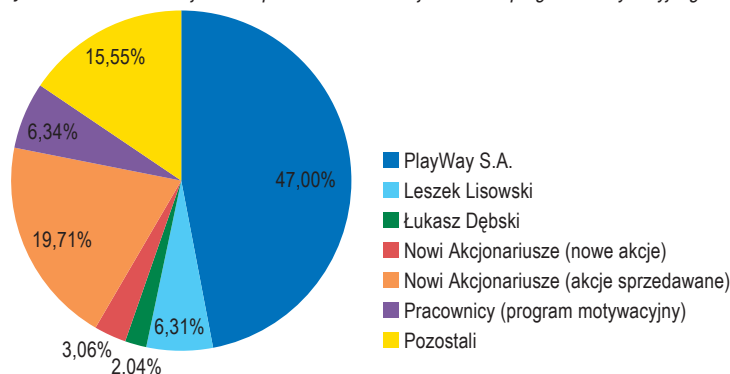
Zgodnie z prospektem emisyjnym w ciągu 6 miesięcy od dopuszczenia akcji Spółki do obrotu na GPW, Big Cheese Studio planuje wdrożyć program motywacyjny dla kluczowych pracowników. W tym celu Spółka przeprowadzi emisję do 280 000 akcji (7% kapitału zakładowego na dzień prospektu), które zostaną objęte przez wskazanych przez zarząd pracowników. Akcje będą obejmowane po cenie 0,01 zł za 1 akcję.

Akcje zostaną przyznane osobom uprawnionym po spełnieniu następujących kryteriów:

- ▲ Osiągnięcie o 20% większego wolumenu sprzedaży gry *Cooking Simulator 2* (PC) w okresie 3 miesięcy od dnia premiery w porównaniu do pierwszej części gry (**my zakładamy o 30% większy wolumen**).
- ▲ Osiągnięcie o 20% większego wolumenu sprzedaży gry *Cooking Simulator 2* (Xbox, PlayStation) w okresie 3 miesięcy od dnia premiery w porównaniu do pierwszej części gry (**my zakładamy o 30% większy wolumen**).
- ▲ Osiągnięcie pozytywnych ocen gry *Cooking Simulator 2* (PC), w tym m.in. na poziomie minimum 75% ocen pozytywnych na Steam.
- ▲ Pozyskanie i wydanie przez Spółkę co najmniej dwóch gier w segmencie wydawniczym, z założeniem, że każda z tych gier musi mieć powyżej 20 tys. wpisów na liście życzeń Steam na koniec 2023 r. (**segment wydawniczy nie jest uwzględniony w naszych prognozach**).
- ▲ Wydanie przez Spółkę co najmniej trzech gier własnych do końca 2023 r. (**my również zakładamy wydanie trzech gier własnych w tym okresie**).

Spółka zawarła umowę z PlayWay SA (głównym akcjonariuszem Spółki), zgodnie z którą PlayWay wyraził zgodę na powyższe warunki programu motywacyjnego i zobowiązał się głosować za jego przyjęciem. Poniżej zamieszczamy strukturę akcjonariatu po ofercie oraz emisji w ramach programu motywacyjnego.

**Wykres 3.** Struktura akcjonariatu po ofercie oraz emisji w ramach programu motywacyjnego



Źródło: Spółka, DM BOŚ SA



**Emisja i Sprzedaż**

W ramach niniejszej oferty Spółka i Sprzedający oferują maksymalnie 1 005 000 akcji:

- ▲ Big Cheese Studio zamierza wyemitować nie więcej niż 135 000 nowych Akcji Serii B,
- ▲ Dotychczasowi akcjonariusze zamierzają sprzedać nie więcej niż 870 000 akcji.

Przy założeniu sprzedaży wszystkich akcji w ofercie będą one stanowić 24,3% podwyższonego kapitału zakładowego Spółki. Intencją Spółki jest przydzielenie w pierwszej kolejności Nowych Akcji, a następnie Akcji Sprzedawanych.

**Szacunkowe wpływy z emisji oraz cele emisyjne**

Emisja Nowych Akcji stanowi 13% całej oferty (nie więcej niż 135 000 akcji). Z emisji Nowych Akcji Spółka zamierza pozyskać około 5 mln zł netto (po uwzględnieniu kosztów emisji). Wpływy z emisji zostaną przeznaczone na wykonanie przez wewnętrzne zespoły deweloperskie trzech kolejnych nowych gier. Pozyskane z emisji środki zostaną wykorzystane w latach 2021-2023, począwszy od II połowy 2021 roku.

*Tabela 2. Big Cheese Studio; Cele emisyjne*

Cel emisyjny	Szacowany termin premiery	Szacowana kwota (mln zł)
Produkcja gry <i>B-17 Squadron</i>	II poł. 2022 r.	1,5 – 1,75
Produkcja gry <i>Pizza Empire</i>	II poł. 2022 r.	1,5 – 1,75
Produkcja gry <i>Projekt V</i> (robocza nazwa)	II poł. 2023 r.	1,5 – 1,75
<b>Suma</b>		<b>4,5 – 5,25</b>

*Źródło: Spółka, DM BOS S.A.*

**Sprzedaż akcji istniejących**

Sprzedaż akcji istniejących stanowi 87% całej oferty (nie więcej niż 870 000 akcji). Akcjonariuszami sprzedającymi są:

- ▲ **PlayWay** – oferuje nie więcej niż 710 000 akcji. Po emisji nowych akcji oraz sprzedaży akcji istniejących stan posiadania PlayWay spadnie z 69,63% (przed ofertą) do 50,18% kapitału zakładowego Spółki (przy założeniu sprzedaży wszystkich oferowanych akcji).
- ▲ **Pan Leszek Lisowski** – oferuje nie więcej niż 80 000 akcji. Po emisji nowych akcji oraz sprzedaży akcji istniejących stan posiadania Leszka Lisowskiego spadnie z 8,96% (przed ofertą) do 6,74% kapitału zakładowego Spółki (przy założeniu sprzedaży wszystkich oferowanych akcji).
- ▲ **Pan Łukasz Dębski** (prezes zarządu Big Cheese Studio) – oferuje nie więcej niż 80 000 akcji. Po emisji nowych akcji oraz sprzedaży akcji istniejących stan posiadania Łukasza Dębskiego spadnie z 4,25% (przed ofertą) do 2,18% kapitału zakładowego Spółki (przy założeniu sprzedaży wszystkich oferowanych akcji).

Zgodnie z Prospektem Akcjonariusze Sprzedający zamierzają, w dłuższym terminie, zachować posiadane akcje (z wyłączeniem akcji objętych Ofertą), a ich intencją nie jest dalsza sprzedaż posiadanych akcji po przeprowadzeniu oferty.

**Główni akcjonariusze podpisali umowy typu lock-up na okres 24 miesięcy**

W dniach 2-9 lipca 2021 r. Spółka zawarła z głównymi akcjonariuszami, będącymi również stroną sprzedającą w niniejszej ofercie (w tym ze spółką PlayWay, Łukaszem Dębskim oraz Leszkiem Lisowskim), umowy o ograniczeniu zbywalności akcji (typu lock-up). Umowy będą obowiązywać przez okres 24 miesięcy od dnia zawarcia. Z umów wyłączone są akcje będące przedmiotem oferty. Po upływie 12 miesięcy Leszek Lisowski będzie mógł swobodnie zarządzać częścią (120 000) posiadanych akcji.

**Trzech innych akcjonariuszy podpisało umowy lock-up na okres 12 miesięcy**

Ponadto, 17 sierpnia 2021 r. Aleksy Uchański (101 000 akcji), Jakub Trzebiński (137 000 akcji) oraz Mateusz Zawadzki (93 500 akcji) podpisali umowy typu lock-up na okres 12 miesięcy od dnia zawarcia.

### 3. Wycena

- ▲ Zastosowaliśmy dwie metody wyceny: dochodową i porównawczą.
- ▲ W naszej wycenie zakładamy pozyskanie środków w kwocie 5,0 mln zł netto z emisji nowych akcji.
- ▲ Wycena metodą DCF kształtuje się w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł, a metodą porównawczą w przedziale 267 mln zł – 321 mln zł. Średnia wycena to 292 mln zł.

#### Dwie metody wyceny

Do wyceny Big Cheese Studio zastosowaliśmy dwie metody: dochodową (DCF FCFF) i porównawczą.

Założenia dla metody DCF:

- ▲ Okres prognozy: 6 lat;
- ▲ Stopa wolna od ryzyka na poziomie 2,5%;
- ▲ Premia za ryzyko na rynku akcji: 6,5%;
- ▲ Nielewarowana beta: 1,2;
- ▲ Stopa podatkowa: 10% w okresie dokładnych prognoz (ulga IP BOX), 19% w okresie rezydualnym;
- ▲ Wpływy z emisji akcji na poziomie 5,0 mln zł netto.

W wyniku wyceny metodą DCF FCFF uzyskaliśmy wartość Spółki w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł w zależności od przyjętej stopy rezydualnego wzrostu nominalnych przepływów pieniężnych oraz średniego ważonego kosztu kapitału w okresie rezydualnym. Wartość centralna wyceny DCF to 290 mln zł.

#### Wrażliwość wyceny DCF

Tabela 3. Big Cheese Studio; Wrażliwość wyceny na założenia okresu rezydualnego (mln zł)

Wzrost w okresie rezydualnym	WACC w okresie rezydualnym				
	9,9%	10,1%	10,3%	10,5%	10,7%
2,0%	273	268	264	260	256
2,5%	286	281	276	271	267
3,0%	301	295	290	284	279
3,5%	319	312	306	299	294
4,0%	340	332	324	317	310

Źródło: Spółka, DM BOŚ S.A.

Tabela 4. Big Cheese Studio; Wycena DCF

(mln zł)		2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	>2026P
<b>Przychody z produkcji</b>		<b>13,2</b>	<b>21,1</b>	<b>29,1</b>	<b>29,3</b>	<b>37,0</b>	<b>42,5</b>	
	<i>zmiana r/r</i>	15%	60%	38%	1%	26%	15%	
<b>EBIT</b>		<b>10,8</b>	<b>16,0</b>	<b>22,9</b>	<b>23,1</b>	<b>26,4</b>	<b>31,6</b>	
	<i>zmiana r/r</i>	24%	48%	43%	1%	14%	19%	
Marża EBIT		82,1%	76,0%	79,0%	78,7%	71,5%	74,2%	
Efektywna stopa podatkowa (T)		9%	10%	10%	10%	10%	19%	
<b>EBIT * (1-T)</b>		<b>9,8</b>	<b>14,4</b>	<b>20,7</b>	<b>20,8</b>	<b>23,8</b>	<b>25,6</b>	
	<i>zmiana r/r</i>	19%	47%	43%	1%	14%	7%	
<b>EBITDA</b>		<b>10,9</b>	<b>16,2</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>26,8</b>	<b>31,9</b>	
	<i>zmiana r/r</i>	25%	49%	43%	1%	14%	19%	
Marża EBITDA		83,0%	77,1%	79,9%	79,7%	72,4%	75,1%	
Amortyzacja (D)		0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	
<b>EBIT * (1-T) + D</b>		<b>9,9</b>	<b>14,6</b>	<b>20,9</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>25,9</b>	
	<i>zmiana r/r</i>	20%	48%	43%	1%	14%	8%	
Wydatki inwestycyjne		-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	
Zmiany w kapitale obrotowym		-1,2	-1,7	-1,5	-1,7	-1,3	-1,8	
Wpływy z emisji akcji		5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Wolne przepływy pieniężne</b>		<b>13,5</b>	<b>12,7</b>	<b>19,2</b>	<b>19,1</b>	<b>22,5</b>	<b>23,8</b>	
<b>Koszt kapitału własnego</b>								
Stopa wolna od ryzyka (nominalna)		2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Premia za ryzyko na rynku akcji		6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Nielewarowana beta		1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Lewarowana beta		1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
<b>Wymagana stopa zwrotu</b>		<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
<b>Koszt długu</b>								
Koszt długu przed opodatkowaniem		7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Efektywna stopa podatkowa		9,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	19,0%	19,0%
Koszt długu po opodatkowaniu		6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,7%	5,7%
<b>Średni ważony koszt kapitału (WACC)</b>								
Waga kapitału akcyjnego		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Koszt kapitału akcyjnego		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Waga długu		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Koszt długu po opodatkowaniu		6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	5,7%	5,7%
<b>WACC</b>		<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>	<b>10,3%</b>
Współczynnik dyskonta		1,02	1,13	1,24	1,37	1,51	1,67	
Wskaźnik dyskonta		0,98	0,89	0,80	0,73	0,66	0,60	
<b>Bieżąca wartość wolnych przepływów pieniężnych</b>		<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>14,3</b>	
Suma wartości bieżących wolnych przepływów pieniężnych								83,0
Waga długu w okresie rezydualnym								0%
Waga kapitału akcyjnego w okresie rezydualnym								100%
Średni ważony koszt kapitału akcyjnego w okresie dokładnych prognoz								10,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie dokładnych prognoz								10,3%
Średni ważony koszt kapitału w okresie rezydualnym								10,3%
<b>Nominalny wzrost wolnych przepływów pieniężnych w okresie rezydualnym</b>								<b>3,0%</b>
Wartość rezydualna								335,4
Wartość bieżąca wartości rezydualnej								201,1
<b>Wartość operacji Spółki</b>								<b>284,0</b>
Gotówka na koniec 2020								5,7
Dług na koniec 2020								0,0
<b>Wartość kapitałów własnych Spółki w horyzoncie 12 miesięcy</b>								<b>290</b>

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

Założenia dla metody porównawczej:

- ▲ Wycena na wskaźnikach P/E oraz EV/EBIT na lata 2021P-2023P;
- ▲ Bazę porównawczą stanowią światowi i polscy deweloperzy gier PC, konsolowych oraz mobilnych.

W wyniku wyceny metodą porównawczą uzyskaliśmy wartość Spółki w przedziale od 267 mln zł (w oparciu o wskaźnik EV/EBIT) do 321 mln zł (w oparciu o wskaźnik P/E). Średnia wartość wyceny porównawczej to 294 mln zł.

Tabela 5. Big Cheese Studio; Wycena porównawcza

	EV/EBIT			P/E		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
<b>Producenci i wydawcy gier wideo</b>						
11 bit studios	54,4	51,5	10,9	66,8	61,8	14,4
CD Projekt	58,2	22,8	34,8	68,9	27,7	42,3
Creepy Jar	11,2	15,3	8,4	14,0	19,1	11,4
PlayWay	19,3	15,4	13,1	22,1	18,6	16,1
Ten Square Games	12,9	9,6	7,3	14,7	11,6	9,5
<b>Mediana (polskie spółki)</b>	<b>19,3</b>	<b>15,4</b>	<b>10,9</b>	<b>22,1</b>	<b>19,1</b>	<b>14,4</b>
Activision Blizzard	14,3	12,4	10,5	19,8	17,5	15,8
Electronic Arts	16,9	15,4	13,8	23,6	20,3	18,5
Ubisoft	12,6	13,8	11,5	18,1	20,3	17,0
Take-Two	21,0	28,0	17,7	27,5	36,7	24,7
Konami	15,8	11,2	9,3	30,4	19,5	17,4
Capcom	23,9	16,3	14,7	37,7	26,1	24,4
Paradox Interactive	23,9	16,4	14,3	32,1	22,5	20,0
Embracer Group	n.m.	18,2	12,9	39,6	19,2	25,0
Square Enix	12,5	9,9	9,4	28,6	20,6	18,7
Frontier Developments	49,3	30,2	23,7	59,2	36,3	30,0
<b>Mediana (zagraniczne spółki)</b>	<b>16,9</b>	<b>15,9</b>	<b>13,4</b>	<b>29,5</b>	<b>20,4</b>	<b>19,3</b>
<b>Mediana (wszystkie spółki)</b>	<b>18,1</b>	<b>15,4</b>	<b>12,9</b>	<b>28,6</b>	<b>20,3</b>	<b>18,5</b>
Big Cheese Studio	25,6	17,1	11,5	29,4	20,1	14,0
Premia (dyskonto) cenowe Big Cheese Studio do mediany	42%	11%	-11%	3%	-1%	-24%
<b>Implikowana wartość kapitałów własnych Big Cheese Studio (mln zł)</b>	<b>209,9</b>	<b>265,9</b>	<b>324,4</b>	<b>283,7</b>	<b>294,9</b>	<b>385,6</b>
<b>Średnia wartość Big Cheese Studio dla mnożnika (mln zł)</b>	<b>267</b>			<b>321</b>		
<b>Średnia wartość Big Cheese Studio (mln zł)</b>	<b>294</b>					

Mnożniki zagranicznych spółek porównywanych pozyskane z serwisu Bloomberg w dn. 14.10.2021 r.

Mnożniki polskich spółek obliczone na podstawie prognoz DM BOŚ i cen zamknięcia z dn. 14.10.2021 r.

Mnożniki Big Cheese Studio wyliczone przy cenie 292 mln zł (Średnia z wycen DM BOŚ)

Źródło: Bloomberg, Szacunki DM BOŚ SA

#### Podsumowanie wycen

Wyceniamy Big Cheese Studio w przedziale 256 mln zł – 340 mln zł metodą dochodową oraz w przedziale 267 mln zł – 321 mln zł metodą porównawczą. Średnia wartość z obydwu metod implikuje wycenę Spółki na poziomie 292 mln zł.

Tabela 6. Big Cheese Studio; Podsumowanie wycen

Metoda wyceny	Przedział wyceny (mln zł)		
	Min	Wartość średnia	Max
DCF FCFF	256	290	340
Wycena porównawcza	267	294	321
<b>Średnia</b>	<b>292</b>		

Źródło: Szacunki DM BOŚ SA

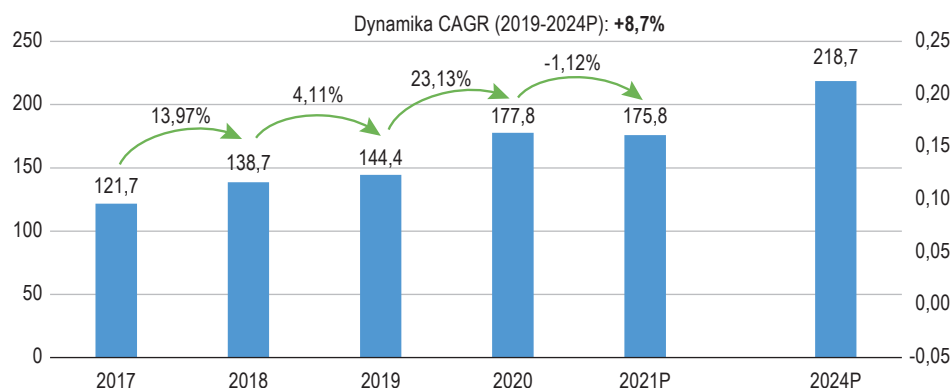
## 4. Otoczenie rynkowe

**Wartość rynku gier w 2021 r. pozostanie zbliżona do ubiegłorocznej, po bardzo mocnym 23% wzroście r/r w 2020 r.**

Zgodnie z najnowszym raportem Newzoo (z lipca 2021 roku) – jednej z czołowych firm analizujących rynek gier wideo – globalna wartość rynku osiągnie 175,8 mld USD w 2021 r., co oznacza spadek o 1% r/r. Nieznaczny spadek przychodów ma wynikać z bardzo wysokiej bazy roku ubiegłego, kiedy rynek urósł o 23% r/r, wspierany przez światowe regulacje wprowadzone w celu zapobiegania rozprzestrzenianiu się pandemii COVID-19. Wdrożone w wielu krajach ograniczenia mobilności wpłynęły na wzrost popularności tych form rozrywki, które dostępne były bez wychodzenia z domu, w tym przede wszystkim gier wideo.

Po relatywnie płaskim wzroście w roku bieżącym oczekuje się, że rynek wróci do wzrostów w roku 2022, a w 2024 osiągnie wartość 218,7 mld USD. Implikuje to średnią roczną stopę wzrostu (CAGR) na poziomie 8,7% rocznie w latach 2019-24.

**Wykres 4.** Wartość światowego rynku gier wideo w latach 2018-24 (mld USD)

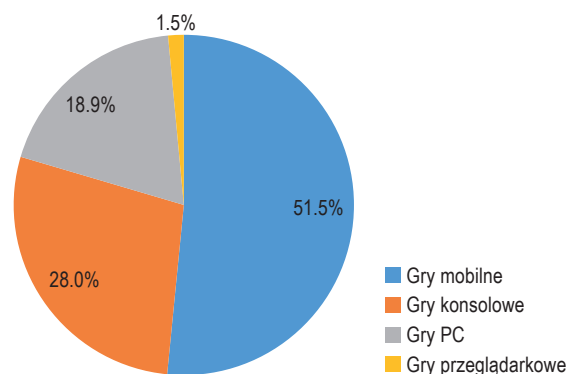


Źródło: Newzoo, DM BOS SA

**Gry mobilne są największym segmentem rynku gier z 52% udziałem w 2021 r.**

Już w 2017 r. gry mobilne stały się dominującą częścią rynku z szacowanym udziałem na poziomie 52% w 2021 r. W dalszej kolejności plasują się gry na konsole (28%), gry na platformę PC (19%) oraz gry przeglądarkowe (1%). Gry mobilne mają również pozostać jedynym segmentem rynku, który wzrośnie w 2021 r. (+4% r/r). Pozostałe segmenty mają zanotować spadki wynikające z wysokiej bazy 2020 r. (-9% r/r w przypadku gier konsolowych i -1% w przypadku gier PC).

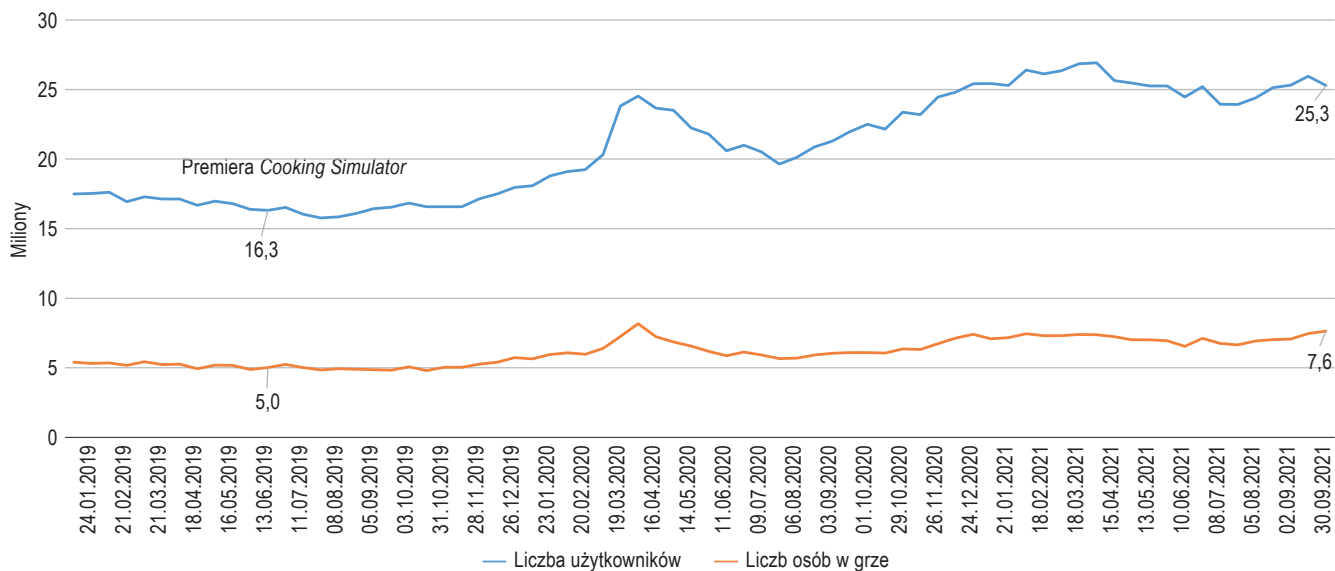
**Wykres 5.** Struktura przychodów rynku gier w 2021 r. według segmentów



Źródło: Newzoo, DM BOS SA

Najważniejszym segmentem rynku dla Big Cheese Studio jest obecnie segment gier PC, a w szczególności platforma Steam, która w 2020 r. odpowiadała za 80% przychodów Spółki. Od momentu wydania pierwszej części gry *Cooking Simulator* (2019) liczba użytkowników sklepu Steam wzrosła z 16,3 mln do 25,3 mln (+55%), co mocno poszerza grupę potencjalnych odbiorców drugiej części gry.

**Wykres 6.** Platforma Steam: liczba użytkowników oraz liczba osób w grze



Źródło: Steamdb.info, DM BOS SA

## 5. Model biznesowy i strategia

- ▲ **Big Cheese Studio to producent i wydawca gier komputerowych na komputery PC, konsole oraz urządzenia mobilne.**
- ▲ **Głównym produktem spółki była dotychczas gra *Cooking Simulator*.**
- ▲ **Produkcja gier komputerowych to złożony i wieloetapowy proces.**
- ▲ **Liczba premier powinna wzrosnąć do 1-2 rocznie.**
- ▲ **Budżet pojedynczej gry wzrośnie ponad dwukrotnie – do 1,5-2 mln zł.**
- ▲ **Aktywne wsparcie monetyzacji po premierze prowadzi do „długiego ogonu sprzedażowego”.**
- ▲ **Spółka planuje wejść w segment wydawniczy.**
- ▲ **Polityka dywidendowa zakłada wypłaty do 90% zysku netto.**
- ▲ **Główne przewagi konkurencyjne Big Cheese Studio to efektywność kosztowa, umiejętność długotrwałej monetyzacji gier oraz współpraca z grupą PlayWay.**
- ▲ **Wśród najważniejszych czynników ryzyka są ryzyko niepowodzenia czy opóźnienia premier oraz ryzyko utraty kluczowych pracowników.**

### 5.1. Model biznesowy

**Studio chce tworzyć symulatory ekonomiczne (tycoon) oraz gry symulacyjno-bitewne**

Big Cheese Studio to producent i wydawca gier komputerowych na komputery PC, konsole oraz urządzenia mobilne. Do tej pory Spółka skupiała się na produkcji i rozwoju casualowej gry *Cooking Simulator* (wraz z dodatkami), która jest symulatorem gotowania. Obecnie studio rozwija się dodatkowo w kierunku tworzenia gier z gatunku symulatorów ekonomicznych (typu *tycoon*) oraz gier symulacyjno-bitewnych.

**Tworzenie nowych koncepcji**

Spółka nieustannie prowadzi analizy rynku i tworzy koncepcje nowych gier. Powstałe pomysły są analizowane pod kątem opłacalności. Gdy Spółka uzna, że dany pomysł trafia w istniejącą lukę rynkową i ma szansę na odniesienie sukcesu, rozpoczyna się proces produkcji gry. Nowe gry mogą być również kontynuacją (sequelem) wcześniej już wydanych tytułów. Dodawane są nowe funkcje, scenariusze, ulepszana jest grafika oraz mechanika gry. Oprócz nowych edycji wcześniej wydanych gier, Spółka tworzy również dodatki do istniejących tytułów. Dodatki tworzone są do gier, które osiągnęły znaczącą popularność. Tworzenie dodatku wymaga znacznie mniejszego nakładu pracy deweloperów i niższych nakładów finansowych niż wyprodukowanie nowej edycji gry.

**Zespoły deweloperskie**

Pierwszym krokiem procesu produkcji jest wybór odpowiedniego zespołu deweloperskiego. Jako że każda gra jest inna pod względem tematyki, modelu rozgrywki i potencjalnego odbiorcy, kluczowe jest, aby wybrać zespół deweloperski o odpowiednich kompetencjach i doświadczeniu. Współpraca z zespołami deweloperskimi odbywa się przede wszystkim w oparciu o umowy cywilnoprawne. Obecnie nad grammi Spółki pracują 33 osoby. Kluczowe dla modelu biznesowego Spółki jest pozyskiwanie wykwalifikowanych i doświadczonych zespołów deweloperskich. Big Cheese Studio stara się zapewnić konkurencyjne systemy wynagradzania, aby przyciągać nowe zespoły deweloperskie oraz minimalizować ryzyko odejścia kluczowych osób pracujących nad projektami.

**Na początku powstaje dokument projektowy, który zawiera koncepcję gry...**

Zespół deweloperski rozpoczyna swoją pracę od stworzenia dokumentu projektowego (ang. *Game Design Document*). Dokument projektowy składa się z usystematyzowanej, syntetycznej specyfikacji produkowanego tytułu i jest wykorzystywany na każdym etapie pracy. Na podstawie tego dokumentu szacowany jest budżet projektu i ustalany harmonogram prac.

...następnie tworzony jest tzw. prototyp testujący mechaniki rozgrywki...

W dalszej kolejności powstaje prototypowa mechanika rozgrywki. Jest ona tworzona przy użyciu silników Unity, aby spełnić wymagany poziom technologii i standardów rynkowych. Prototypy są używane do testowania gry przez deweloperów.

...po dodaniu nowych funkcji, animacji i assetów graficznych powstaje grywalny *vertical slice*...

Następnie do gry dodawane są nowe funkcje, animacje oraz assety graficzne – grafiki, modele graficzne, tekstury, animacje, mechanika elementów rozgrywki, rozwiązania techniczne. Powstaje w pełni grywalny niewielki fragment gry o finalnym wyglądzie, tzw. *vertical slice*. Jest on wewnętrznie testowany i są do niego dodawane poprawki oraz nowa zawartość. Taka gra osiąga status wersji *alpha*. Po dodaniu kolejnych poprawek gra otrzymuje status *beta* – oznacza to, że posiada ona już wszystkie docelowe funkcjonalności. Od tego momentu gra zaczyna być testowana przez zewnętrznych betatesterów, którzy informują o wykrytych usterkach i sugerują możliwe usprawnienia. Po wprowadzeniu potrzebnych poprawek gra osiąga status *master* i jest udostępniana do testów przez wybranych graczy. Po pomyślnym przejściu tego etapu gra otrzymuje status *gold master* i jest gotowa do dystrybucji.

...kolejne fazy produkcji to wersja *alpha*, *beta*, *master* oraz *gold*.

#### Portowanie gier

Big Cheese Studio tworzy gry na platformę PC, ale są one później również portowane na inne popularne platformy, m.in. Xbox, PlayStation czy Nintendo Switch. Portowanie gier na platformy VR i mobile jest zlecane innym podmiotom z grupy PlayWay. Portowanie *Cooking Simulator* na konsolę Nintendo Switch również było wykonywane przez podmiot zewnętrzny, jednak w przyszłości będzie wykonywane przez wewnętrzny zespół Big Cheese Studio. Proces portowania, w zależności od silnika gry oraz złożoności projektu, trwa od dwóch do nawet kilkunastu miesięcy. Gra musi jeszcze przejść proces certyfikacji, zanim zostanie dopuszczona do wydania. Trwa on od kilku tygodni do kilku miesięcy.

#### Globalne platformy dystrybucyjne

Dzięki modelowi dystrybucji cyfrowej gry Spółki oferowane są na całym świecie. Spółka sprzedaje swoje produkty za pośrednictwem platform dystrybucyjnych, które są największymi dystrybutorami gier i aplikacji na świecie. Prowizja dystrybucyjna wynosi zazwyczaj 30%. Obecnie gry Big Cheese Studio dostępne są za pośrednictwem:

- ▲ Platformy Steam;
- ▲ Platformy GOG;
- ▲ Umów dystrybucyjnych z PlayWay SA na sprzedaż globalną wersji pudełkowych;
- ▲ Nintendo eShop;
- ▲ Google Play Store;
- ▲ Microsoft Store – Xbox;
- ▲ PlayStation Store;
- ▲ iOS AppStore.

Co więcej, w najbliższej przyszłości gry Spółki dostępne będą również w:

- ▲ Oculus Store;
- ▲ HTC Viveport oraz subskrypcja Viveport Infinity.



## 5.2. Strategia

**Liczba premier powinna wzrosnąć do 1-2 rocznie**

Obecnie Spółka jest w stanie realizować jeden duży projekt (dużą grę) oraz jeden mały projekt (dodatek lub port) jednocześnie. Dzięki środkom pozyskanym z emisji akcji i zwiększeniu zatrudnienia Spółka planuje jednoczesną produkcję 3-4 nowych gier. Dzięki temu liczba premier powinna wzrosnąć docelowo do 1-2 rocznie.

**Budżet pojedynczej gry wzrośnie ponad dwukrotnie – do 1,5-2 mln zł**

Produkcja pierwszego tytułu Spółki (*Cooking Simulator*) kosztowała ok. 0,8 mln zł. Dzięki środkom pozyskanym z emisji Spółka planuje ponad dwukrotnie zwiększyć budżet przeznaczony na produkcję jednej gry – do 1,5-2 mln zł. Powinno to wiązać się ze wzrostem jakości i potencjału sprzedażowego wydawanych gier.

**Aktywne wsparcie monetyzacji po premierze prowadzi do „długiego ogonu sprzedażowego”**

Spółka zamierza aktywnie wspierać monetyzację zarówno pierwszej swojej gry (*Cooking Simulator*), jak i kolejnych, poprzez wydawanie płatnych DLC, produkcję bezpłatnych „live opsów” (dodatków tematycznych) oraz portowanie na kolejne platformy. Dzięki temu gry wydawane przez Big Cheese Studio powinny posiadać tzw. „długi ogon sprzedażowy”, czego doskonałym przykładem jest pierwsza część gry *Cooking Simulator*, która w IV kw. 2020 r. wygenerowała wyższe przychody niż w kwartale premiery (II kw. 2019).

**Wejście w segment wydawniczy oraz poszukiwania nowych zespołów deweloperskich**

Spółka planuje wejść w segment wydawniczy, czyli inwestycje w produkcje gier zewnętrznych deweloperów w zamian za udział w przychodach z tych gier. Obecnie trwają zaawansowane rozmowy dotyczące pozyskania projektów wydawniczych. Ponadto Spółka systematycznie prowadzi poszukiwania nowych zespołów deweloperskich, które mogłyby stać się przedmiotem akwizycji.

## 5.3. Polityka dywidendowa

**Spółka wypłaciła dywidendę z zysku za lata 2019 oraz 2020...**

Spółka wypłaciła dotychczas dywidendę dwukrotnie:

- ▲ Z zysku za rok 2019 wynoszącego 5,06 mln zł wypłacono 4,30 mln zł dywidendy (stopa wypłaty dywidendy wyniosła 85%)
- ▲ Z zysku za rok 2020 wynoszącego 8,2 mln zł wypłacono 6,0 mln zł dywidendy (stopa wypłaty dywidendy wyniosła 73%)

**... w przyszłości planuje wypłaty dywidend do 90% zysku netto**

Zgodnie z polityką dywidendową Spółki przedstawioną w prospekcie zarząd zamierza rekomendować wypłatę dywidendy w zależności od perspektyw dalszej działalności Spółki, szacowanych zysków, zapotrzebowania na środki pieniężne, sytuacji finansowej czy też wskaźników zadłużenia. W szczególności Spółka zamierza przeznaczać na dywidendę do 90% zysku netto, jeżeli spełnione zostaną dwa poniższe warunki jednocześnie:

- ▲ planowane przychody ze sprzedaży gier w roku wypłaty dywidendy będą wyższe niż planowane potencjalne inwestycje i koszty wytworzenia gier w tym samym roku,
- ▲ po wypłacie dywidendy na koncie Spółki pozostanie minimum 2,00 mln zł gotówki.

## 5.4. Przewagi konkurencyjne

**Efektywność kosztowa**

Big Cheese Studio, podobnie jak inne spółki z Grupy PlayWay, opanowała do perfekcji efektywne zarządzanie kosztami produkcji gier. Dzięki niskim kosztom Spółka jest w stanie osiągać wysokie stopy zwrotu na swoich projektach.

**Współpraca z Grupą PlayWay**

Jako część Grupy PlayWay (po ofercie publicznej PlayWay będzie w posiadaniu 50,18% kapitału w Big Cheese Studio) Spółka ma możliwość korzystania z atutów konta wydawniczego Grupy PlayWay. Do najważniejszych korzyści należy cross promocja z innymi popularnymi grami Grupy PlayWay poprzez wysyłkę kuponów rabatowych na zakup gry do kilku milionów graczy – posiadaczy

takich gier jak *House Flipper*, seria *Car Mechanic Simulator* czy *Mr. Prepper*. Dodatkowo gry Spółki mogą być promowane na profilach społecznościowych Grupy PlayWay, które mają większe zasięgi niż profile Big Cheese Studio.

#### Umiejętność długotrwałej monetyzacji swoich produktów

Dzięki aktywnemu wsparciu gry po premierze gra *Cooking Simulator* w IV kw. 2020 r. wygenerowała wyższe przychody niż w kwartale premiery (II kw. 2019 r.). Spółka do tej pory wydała trzy płatne dodatki oraz dziewięć bezpłatnych dodatków eventowych, dzięki czemu gra posiada tzw. „długi ogon sprzedażowy”.

## 5.5. Czynniki ryzyka

Wśród najważniejszych czynników ryzyka dla Spółki identyfikujemy:

- ▲ **Ryzyko niepowodzenia premier.** Pomimo dążenia do dywersyfikacji swojej działalności poprzez produkcję kilku gier jednocześnie, zwiększenie częstotliwości premier oraz wejście w segment wydawniczy, Spółka jest nadal narażona na ryzyko niepowodzenia poszczególnych gier. W szczególności najbardziej negatywnie na wycenie odbiłoby się niepowodzenie drugiej części gry *Cooking Simulator*, która to gra obecnie wydaje się mieć największy potencjał sprzedażowy.
- ▲ **Ryzyko opóźnienia premier/ wzrostu kosztów produkcji.** Proces produkcji gier jest złożony i wieloetapowy, w związku z czym planowanie terminów premier oraz kosztów produkcji obarczone jest wysokim ryzykiem błędu. Każde opóźnienie premiery może się wiązać ze wzrostem budżetu produkcyjnego i/lub negatywną reakcją inwestorów.
- ▲ **Ryzyko utraty kluczowych pracowników.** Istotne dla modelu biznesowego Spółki jest pozyskiwanie i utrzymanie wykwalifikowanych i doświadczonych pracowników (w tym kadry zarządzającej) i/lub zespołów deweloperskich. Big Cheese Studio stara się zapewnić konkurencyjne systemy wynagradzania, aby przyciągać nowe zespoły deweloperskie oraz minimalizować ryzyko odejścia kluczowych osób pracujących nad projektami.

## 6. Finanse

- ▲ Głównym źródłem przychodów Spółki była dotychczas gra *Cooking Simulator* wraz z dodatkami.
- ▲ Spółka wykazuje koszty produkcji gier w momencie ich poniesienia. Wpływ na wynik jest neutralizowany przez korektę „zmiana stanu produktów”.
- ▲ Koszty produkcji gier ujmowane są w zapasach.
- ▲ Głównym składnikiem kosztów działalności operacyjnej są koszty pracy.
- ▲ Spółka finansuje się kapitałem własnym i przepływami operacyjnymi. Nie posiada kredytów lub pożyczek.

Tabela 7. Big Cheese; Rachunek zysków i strat

(tys. zł)	2018	2019	2020	I poł. 2020	I poł. 2021
<b>Przychody</b>	<b>626</b>	<b>7 602</b>	<b>11 521</b>	<b>4 173</b>	<b>7 528</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	34	7 479	11 433	3 809	6 765
<i>dynamika r/r</i>	-	<i>b.z.</i>	53%	<i>b.d.</i>	78%
Zmiana stanu produktów	593	123	87	364	763
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>627</b>	<b>2 184</b>	<b>2 803</b>	<b>1 239</b>	<b>1 756</b>
<i>dynamika r/r</i>	-	248%	28%	<i>b.d.</i>	42%
Amortyzacja	0	186	2	1	3
Usługi obce	383	1 189	1 762	744	950
Wynagrodzenia	237	642	1 002	475	760
Pozostałe koszty	6	167	37	18	43
<b>EBIT</b>	<b>0</b>	<b>5 418</b>	<b>8 718</b>	<b>2 935</b>	<b>5 772</b>
<i>dynamika r/r</i>	-	<i>b.z.</i>	61%	<i>b.d.</i>	97%
<i>Marża EBIT</i>	-	72%	76%	77%	85%
Przychody finansowe	0	23	14	93	113
Koszty finansowe	0	50	4	6	0
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>0</b>	<b>5 391</b>	<b>8 728</b>	<b>3 022</b>	<b>5 885</b>
<i>dynamika r/r</i>	-	<i>b.z.</i>	62%	<i>b.d.</i>	95%
<i>Marża brutto</i>	-	72%	76%	79%	87%
Podatek dochodowy	0	333	498	98	420
<i>Stoпа podatkowa</i>	-	6,2%	5,7%	3,2%	7,1%
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>0</b>	<b>5 059</b>	<b>8 230</b>	<b>2 924</b>	<b>5 465</b>
<i>dynamika r/r</i>	-	<i>b.z.</i>	63%	<i>b.d.</i>	87%
<i>Marża netto</i>	-	68%	72%	77%	81%
<b>EBITDA</b>	<b>0</b>	<b>5 604</b>	<b>8 720</b>	<b>2 936</b>	<b>5 775</b>
<i>dynamika r/r</i>	-	<i>b.z.</i>	56%	<i>b.d.</i>	97%
<i>Marża EBITDA</i>	-	75%	76%	77%	85%

\* marże liczone na przychodach ze sprzedaży produktów i usług

Źródło: Spółka, wyliczenia DM BOŚ SA

**Głównym źródłem przychodów była gra *Cooking Simulator* wraz z dodatkami**

Głównymi źródłami przychodów Spółki były generowane przez grę *Cooking Simulator*, której premiera odbyła się 6 czerwca 2019 r. (wersja PC). W kolejnych okresach Spółka wydawała również płatne i bezpłatne dodatki do głównej gry, a także jej wersje na kolejne platformy sprzętowe, co pobudzało sprzedaż wersji podstawowej. Dzięki wysokiej jakości gry oraz umiejętnej monetyzacji przychody produkcyjne Spółki wzrosły w 2020 r. do 11,4 mln zł (+53% r/r). Czynnikiem wspierającym wzrost przychodów w 2020 r. było wydanie dwóch płatnych dodatków (*Cakes and Cookies* w II kwartale 2020 roku oraz *Pizza* w IV kwartale 2020 roku), a także wydanie gry *Cooking Simulator* w wersji na konsole Nintendo Switch i Xbox.

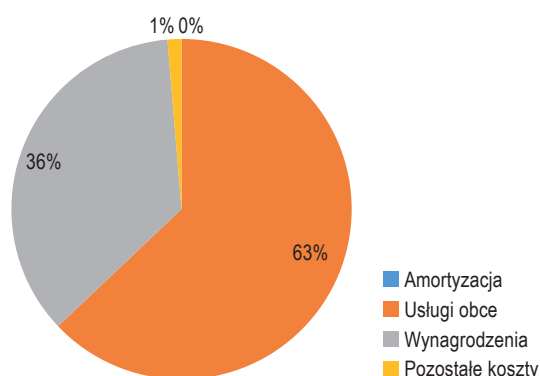
Spółka wykazuje koszty produkcji gier w momencie ich poniesienia. Wpływ na wynik jest neutralizowany przez korektę „zmiana stanu produktów”.

**Koszty produkcji ujmowane są w zapasach**

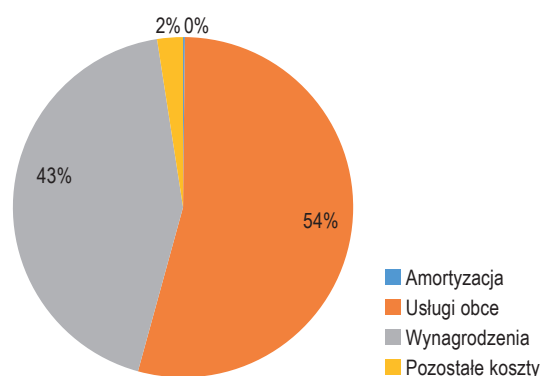
Zmiana stanu produktów nie jest faktyczną pozycją przychodową, lecz korektą wynikającą z zasad rachunkowości. Spółka wykazuje koszty produkcji gier w momencie ich poniesienia, a nie w okresie, na jaki przypadają (okres sprzedaży gry), i ujmuje je w zapasach. W celu neutralizacji wpływu kosztów na okres bieżący stosuje się korektę (dodatnia zmiana stanu produktów), której celem jest wyłączenie wpływu kosztów na wynik okresu bieżącego. Po premierze danej gry następuje ujemna korekta (zmiana stanu produktów) oraz obniżenie wartości zapasów.

**Koszty**

Głównym składnikiem kosztów działalności operacyjnej są pozycje Usługi obce oraz Wynagrodzenia, na które składają się głównie wewnętrzne koszty pracy, a także usługi deweloperów tworzących gry komputerowe. Inne składniki usług obcych to koszty pozostałych usług, w tym usługi bankowe, pocztowe, najmu, internetowe, prawne, doradcze, informatyczne czy księgowo. Wzrosty wynagrodzeń w latach 2019-20 wynikają ze wzrostu zatrudnienia – na koniec 2020 roku Spółka zatrudniała na podstawie umów cywilno-prawnych i umów współpracy 29 osób, na koniec 2019 roku 23 osoby, a na koniec 2018 roku 9 osób.

**Wykres 7. Big Cheese Studio; Struktura kosztów w 2020 r.**


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Wykres 8. Big Cheese Studio; Struktura kosztów w I poł. 2021 r.**


Źródło: Spółka, DM BOŚ SA

**Tabela 8. Big Cheese; Bilans**

(tys. zł)	2018	Udział	2019	Udział	2020	Udział	I poł. 2021	Udział
<b>Aktywa Trwałe</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>	<b>9</b>	<b>0%</b>	<b>46</b>	<b>0%</b>	<b>39</b>	<b>0%</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0	0%	9	0%	12	0%	39	0%
Pozostałe aktywa długoterminowe	0	0%	0	0%	35	0%	0	0%
<b>Aktywa Obrotowe</b>	<b>962</b>	<b>100%</b>	<b>6 093</b>	<b>100%</b>	<b>10 056</b>	<b>100%</b>	<b>9 904</b>	<b>100%</b>
Zapasy	593	62%	715	12%	803	8%	1 566	16%
Należności z tytułu dostaw i usług od podmiotów powiązanych	0	0%	0	0%	631	6%	0	0%
Należności z tytułu dostaw i usług od pozostałych podmiotów	0	0%	584	10%	1 732	17%	1 447	15%
Należności z tytułu podatku dochodowego	0	0%	589	10%	806	8%	716	7%
Należności pozostałe	80	8%	193	3%	315	3%	567	6%
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	289	30%	4 012	66%	5 698	56%	5 528	56%
Pozostałe aktywa	0	0%	0	0%	72	1%	80	1%
<b>Aktywa razem</b>	<b>962</b>	<b>100%</b>	<b>6 102</b>	<b>100%</b>	<b>10 103</b>	<b>100%</b>	<b>9 943</b>	<b>100%</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>951</b>	<b>99%</b>	<b>6 010</b>	<b>98%</b>	<b>9 939</b>	<b>98%</b>	<b>9 404</b>	<b>95%</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>12</b>	<b>1%</b>	<b>92</b>	<b>2%</b>	<b>164</b>	<b>2%</b>	<b>539</b>	<b>5%</b>
Zobowiązania długoterminowe	0	0%	0	0%	0	0%	133	1%
Zobowiązania krótkoterminowe	12	1%	92	2%	164	2%	406	4%
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	9	1%	83	1%	150	1%	75	1%
Kredyty i pożyczki	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Zobowiązania pozostałe	3	0%	9	0%	13	0%	331	3%
<b>Pasywa razem</b>	<b>962</b>	<b>100%</b>	<b>6 102</b>	<b>100%</b>	<b>10 103</b>	<b>100%</b>	<b>9 943</b>	<b>100%</b>

Źródło: Spółka, wyliczenia DM BOŚ SA

**Aktywa**

Na koniec 2020 głównym składnikiem aktywów Spółki były: (i) środki pieniężne (5,7 mln zł), które stanowiły 56% pozycji aktywów, (ii) należności z tytułu dostaw i usług od pozostałych podmiotów (1,7 mln zł) (17% pozycji aktywów) oraz (iii) zapasy i należności z tytułu podatku dochodowego (każde 0,8 mln zł) (po 8% pozycji aktywów).

Należności z tytułu dostaw i usług od podmiotów powiązanych wyniosły na koniec 2020 r. 0,63 mln zł. Z tej kwoty 0,61 mln zł dotyczy należności od Ultimate Games SA z tytułu sprzedaży gry *Cooking Simulator* na Nintendo Switch oraz należności od PlayWay SA w wysokości 21 tys. zł.

Wzrost aktywów w 2019 r. (+534% r/r) oraz w 2020 r. (+66% r/r) wynikał głównie z wzrostu środków pieniężnych wygenerowanych z działalności operacyjnej (sprzedaży gry *Cooking Simulator* i jej dodatków) oraz wzrostu należności związanego z przyrostem sprzedaży.

**Pasywa**

Na koniec 2020 głównym składnikiem pasywów Spółki były kapitały własne (9,9 mln zł), które stanowiły 98% pozycji pasywów. Spółka finansuje się jedynie środkami własnymi. Na koniec 2020 r. Spółka nie posiadała kredytów lub pożyczek.

**Tabela 9. Big Cheese; Rachunek przepływów pieniężnych**

(tys. zł)	2018	2019	2020	I poł. 2020	I poł. 2021
<b>Zysk/ strata brutto</b>	<b>0</b>	<b>5 391</b>	<b>8 725</b>	<b>3 022</b>	<b>5 885</b>
Amortyzacja	0	186	2	1	3
Zmiana w kapitale obrotowym:	-661	-739	-1 918	-1 160	143
Zmiana stanu zapasów	-593	-123	-88	-364	-763
Zmiana stanu należności	-80	-697	-1 901	-835	664
Zmiana stanu zobowiązań	12	81	71	39	242
Pozostałe (w tym podatek)	0	-922	-818	-297	-170
<b>Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>-662</b>	<b>3 917</b>	<b>5 992</b>	<b>1 566</b>	<b>5 861</b>
Wydatki	0	-195	-5	0	-31
Wpływy	0	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0</b>	<b>-195</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>
Wydatki (dywidendy)	0	0	-4 300	-4 300	-6 000
Wpływy (podwyższenie kapitału)	947	0	0	0	0
<b>Przepływy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>947</b>	<b>0</b>	<b>-4 300</b>	<b>-4 300</b>	<b>-6 000</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>285</b>	<b>3 722</b>	<b>1 686</b>	<b>-2 734</b>	<b>-169</b>

Źródło: Spółka

**Przepływy operacyjne**

Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były generowane przez Spółkę głównie poprzez sprzedaż gry *Cooking Simulator* i jej dodatków. Premiera gry miała miejsce w II kw. 2019 roku, a więc w 2018 Spółka wygenerowała ujemne przepływy operacyjne będące efektem wzrostu zapasów (w pozycji zapasy Spółka ujmuje koszty produkcji gier). W kolejnych latach przepływy operacyjne rosły wraz ze wzrostem generowanych przychodów. Największe korekty w kapitale obrotowym dotyczyły wzrostu należności, co jest naturalnym efektem wzrostu sprzedaży.

**Przepływy inwestycyjne**

Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej stanowiły dotychczas niewielką część przepływów pieniężnych spółki. W tej pozycji Spółka ujawnia inwestycje w majątek trwały – głównie nabycie sprzętu komputerowego.

**Przepływy finansowe**

W 2018 r. jedynym składnikiem przepływów finansowych był wpływ z tytułu emisji nowych udziałów w wysokości 0,95 mln zł. Z kolei w 2020 r. Spółka odnotowała 4,3 mln zł wypływu z działalności finansowej z tytułu wypłaty dywidendy.

## 7. Gry

- ▲ *Cooking Simulator* jest flagową grą Spółki, w której użytkownik wciela się w rolę kucharza, którego celem jest przygotowanie wykwintnych dań w możliwie najkrótszym czasie.
- ▲ Od czasu premiery do końca II kwartału 2021 (w 2 lata) gra sprzedała się w 656 tys. egzemplarzy brutto na platformie PC, generując przychody szacowane na 19-21 mln zł (wraz z dodatkami).
- ▲ Gra została również wydana na inne platformy, w tym PS4, Xbox One, Nintendo Switch, VR, iOS oraz Android, generując w sumie ponad 25 mln zł do końca II kw. 2021 i osiągając ponad 12-krotny zwrot na zainwestowanym kapitale.
- ▲ *Cooking Simulator* jest trzecią najbardziej dochodową serią gier z Grupy PlayWay pod względem przychodów brutto wygenerowanych w ciągu 60 dni od premiery na platformie PC, ustępując jedynie serii *Car Mechanic Simulator* oraz *House Flipper*.
- ▲ Najważniejszym nowym projektem Spółki jest sequel *Cooking Simulator 2* (premiery planowana na II poł. 2021 r.), który zostanie uatrakcyjniony poprzez m.in. wprowadzenie trybu wieloosobowego.
- ▲ Zakładamy, że *Cooking Simulator 2* sprzeda w swoim cyklu życia około 30% więcej egzemplarzy niż pierwsza część serii przy wyższej o 25% cenie wyjściowej.
- ▲ Kolejne tytuły Spółki to: (1) symulator bombowca z czasów II Wojny Światowej *B-17 Squadron* (premiery planowana na II poł. 2022 r.) oraz (2) symulator zarządzania restauracją *Pizza Empire* (premiery planowana na II poł. 2022 r.)

### 7.1. Cooking Simulator

#### Cooking Simulator...

Big Cheese Studio wyprodukowało dotychczas jedną grę, trzy płatne dodatki DLC (*downloadable content*) oraz dziewięć bezpłatnych dodatków eventowych. Wszystkie produkty zostały wydane na platformę PC, a wersje na inne platformy są wydawane sukcesywnie (w tym na konsole, urządzenia mobilne oraz VR).

...jest flagową grą Spółki, w której gracz wciela się w rolę kucharza

*Cooking Simulator* jest flagową grą Spółki, w której użytkownik gra z perspektywy pierwszej osoby (FPP). Celem rozgrywki jest przygotowanie najbardziej wykwintnych dań w możliwie najkrótszym czasie. Gra posiada również tryb otwartego świata (*sandbox game*), w którym gracz może eksperymentować w kuchni według własnego uznania. Gracz ma do dyspozycji takie składniki jak różnego rodzaju warzywa, mięso, ryby czy wino. Wśród dostępnych narzędzi kuchennych można wymienić noże, garnki, kuchenki, opiekacze, naczynia czy mikrofalówki.

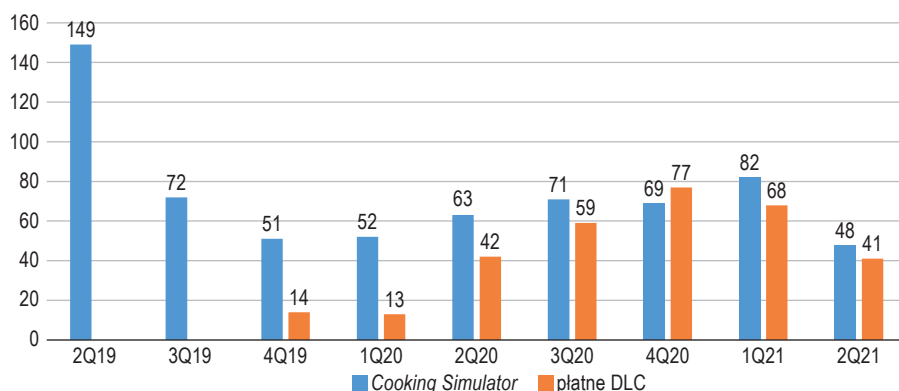
#### Wersja PC

Gra *Cooking Simulator* zadebiutowała na platformie Steam 6 czerwca 2019 r. w cenie 19,99 USD (z 10% rabatem). W ciągu kilku godzin po premierze awansowała na pierwszą pozycję najlepiej sprzedających się gier na Steamie i uzyskała 80% pozytywnych opinii od graczy. W ciągu trzech dni od premiery Spółka sprzedała ponad 55 000 egzemplarzy gry, co pozwoliło na zwrot kosztów produkcji i marketingu (szacowane na niecałe 1 mln zł).

Wersja PC sprzedała się w 656 tys. egzemplarzy w okresie od premiery do końca II kw. 2021

Zgodnie z Prospektem Emisyjnym do końca II kwartału 2021 wersja gry na komputery PC sprzedała się w 656 tys. egzemplarzy (brutto). Szacujemy, że przychody z wersji PC wyniosły w tym okresie około 19-21 mln zł (wraz z dodatkami).

**Wykres 9.** Cooking Simulator; wolumen sprzedaży brutto (tys. egz.)



Źródło: Spółka

**Wersja na duże konsole**

Debiut gry na duże konsole miał miejsce 14 sierpnia 2020 r. (XBOX) oraz 20 maja 2021 (PS4). Wersja konsolowa została przygotowana wewnętrznie przez Big Cheese Studio kosztem szacowanym na około 0,4 mln zł. Wydawcą wersji konsolowej była sama Spółka. Szacujemy, że do końca II kw. 2021 sprzedało się około 80-100 tysięcy egzemplarzy na konsole XBOX/ PS4, generując około 3-4 mln zł przychodu.

**Wersja na Nintendo Switch**

Debiut gry na Nintendo Switch miał miejsce 14 maja 2020 r. Wersja ta została przygotowana przez Ultimate Games, która to spółka została również wydawcą gry na konsole Nintendo.

**Gra Cooking Simulator osiągnęła dotychczas ponad 12-krotny zwrot na zainwestowanym kapitale**

Szacujemy, że do końca 2 kwartału 2021 gra *Cooking Simulator* wygenerowała ponad 25 mln zł przychodów, co przy koszcie produkcji szacowanym na około 2 mln zł (główna gra wraz z portami i dodatkami) implikuje ponad 12-krotny zwrot na zainwestowanym kapitale.

**Fot. 1.** Materiały marketingowe gry Cooking Simulator



Źródło: Steam

**Fot. 2.** Materiały marketingowe gry Cooking Simulator



Źródło: Steam

**Cooking Simulator jest trzecią najbardziej dochodową serią gier Grupy PlayWay**

*Cooking Simulator* jest trzecią najbardziej dochodową serią gier z Grupy PlayWay pod względem przychodów brutto wygenerowanych w ciągu 60 dni od premiery na platformie PC, ustępując jedynie grom *Car Mechanic Simulator 18/21* oraz *House Flipper*. Jednocześnie *Cooking Simulator* jest czwartą najpopularniejszą grą z Grupy PlayWay pod względem sprzedanych egzemplarzy na platformie PC od dnia premiery do 30.04.2021<sup>2</sup>.

**Geneza sukcesu gry Cooking Simulator**

Sukces gry *Cooking Simulator* wynikał z umiejętnego połączenia trzech najważniejszych atrybutów produktu, którymi są: rywalizacja, zabawa oraz możliwość tworzenia. Gra wyróżnia się również wysoką jakością (83% opinii na Steam jest obecnie pozytywnych), a dzięki popremierowemu wsparciu (w postaci płatnych i darmowych dodatków) od dwóch lat gra generuje stabilne przychody dla Spółki.

<sup>2</sup> Źródło: Sprawozdanie z działalności Grupy PlayWay za rok 2020

**Tabela 10. Parametry najbardziej popularnych gier Grupy PlayWay**

Gra	Data premiery	Pozytywne opinie na Steam	Przychody brutto w 60 dni po premierze (mln USD)	Wolumen sprzedaży na Steam od premiery (mln egz.)*	Wolumen sprzedaży brutto w 3 dni po premierze (tys. egz.)	Najwięcej graczy na Steam (tys. graczy)
<i>Car Mechanic Simulator 2021</i>	11.08.2021	95%	7,58**	-	132	22,6
<i>House Flipper</i>	17.05.2018	92%	6,96	2,04	80	10,9
<i>Car Mechanic Simulator 2018</i>	28.07.2017	89%	4,80	1,62	75	8,5
<i>Cooking Simulator</i>	06.06.2019	83%	2,47	0,62	55	3,5
<i>Thief Simulator</i>	09.11.2018	86%	2,47	0,80	36	2,7
<i>Uboat</i>	30.04.2019	79%	2,18	b.d.	57	5,8
<i>Drug Dealer Simulator</i>	16.04.2020	87%	2,14	b.d.	55	7,6
<i>The Tenants</i>	25.03.2021	84%	1,87	b.d.	50	4,6
<i>House Flipper Garden</i>	16.05.2019	65%	1,60	b.d.	b.d.	b.d.
<i>Mr. Prepper</i>	19.03.2021	83%	1,55	b.d.	61	6,9
<i>House Flipper HGTV</i>	14.05.2020	82%	1,14	b.d.	b.d.	b.d.
<i>Tank Mechanic Simulator</i>	20.02.2020	87%	1,03	b.d.	39	5,0
<i>911 Operator</i>	24.02.2017	91%	0,78	b.d.	26	2,0
<i>Gold Rush: The Game</i>	13.11.2017	70%	b.d.	0,48	44	6,6
<i>112 Operator</i>	23.04.2020	87%	b.d.	b.d.	21	1,8

\*Sprzedaż brutto (bez refundacji) od premiery do 30.4.2021

\*\* 48 dni po premierze

Źródło: PlayWay, Steam

## 7.2. *Cooking Simulator 2*

### *Cooking Simulator 2...*

Obecnie Big Cheese Studio pracuje nad grą *Cooking Simulator 2 (CS2)*, która będzie kontynuacją (ang. *sequel*) głównej gry Spółki. Rozgrywka *CS2* ma być uatrakcyjniona poprzez wprowadzenie trybu wieloosobowego. Ponadto Spółka rozwija kilka kolejnych gier, które mają zostać wydane w okresie 2022-23.

### ...zostanie wzbogacony o elementy wyczekiwane przez graczy

W ramach badania satysfakcji oraz ciągłej komunikacji z graczami Spółka starała się zidentyfikować największe braki pierwszej części gry, aby móc je usunąć w nowej odsłonie. Wśród najczęściej powtarzanych przez społeczność postulatów pojawiały się:

- ▲ Tryb wieloosobowy
- ▲ Tworzenie własnych potraw
- ▲ Rozwój interakcji i rozbudowa wewnętrznego ekosystemu progresu.

### Możliwość gry wieloosobowej będzie głównym atutem sequela

Wszystkie powyższe elementy mają być uwzględnione w nowej wersji gry. W naszej opinii, to jednak możliwość gry wieloosobowej będzie głównym atutem sequela. Obecnie gracze coraz mocniej dążą do interakcji ze znajomymi w trakcie gry, wspólnego wykonywania zadań czy też rywalizacji. Dlatego też uważamy, że dobrze przygotowany tryb wieloosobowy jest obecnie ważnym czynnikiem stanowiącym często o sukcesie gry wideo i zwiększającym jej potencjał sprzedażowy.

### Tryb wieloosobowy zostanie przetestowany w pierwszej części gry

Jeszcze w 2021 r. Big Cheese Studio planuje wydanie dodatku do pierwszej części gry *Cooking Simulator*, który wprowadzi uproszczony tryb wieloosobowy. Dzięki temu Spółka będzie w stanie przetestować mechaniki trybu wieloosobowego przed wdrożeniem ich w drugiej części gry.

### Kolejne odsłony popularnych serii gier sprzedają się zazwyczaj lepiej od poprzedników...

Szacując sprzedaż *Cooking Simulator 2*, należy wziąć również pod uwagę fakt, że kolejne odsłony popularnych tytułów sprzedają się zazwyczaj lepiej niż ich poprzednicy, szczególnie w sytuacji, gdy kolejna część jest porównywalna lub przewyższa poprzednika pod względem ocen użytkowników. Spowodowane jest to faktem, że pierwsza część zdobyła już uznanie graczy i dysponuje rzeszą oddanych fanów gotowych na zakup sequela. Dodatkowo istotny jest również wzrost rynku gier od momentu wydania pierwszej gry do premiery sequela.

### ...tendencja ta została potwierdzona przez serie *Wiedźmin*, *CMS* czy *SGWC*

W przypadku znanych polskich serii gier ten trend został potwierdzony przez serię *Wiedźmin*, *Car Mechanic Simulator* czy też *Sniper Ghost Warrior Contracts*. Z kolei w przypadku serii *Sniper Ghost Warrior* oraz *911 Operator* wolumen sprzedaży kolejnych części był relatywnie płaski lub lekko spadkowy.



**Tabela 11. Polskie serie gier. porównanie sprzedaży kolejnych części (mln egzemplarzy)**

Gra	Wydawca	Dane sprzedażowe za okres	Dane sprzedażowe		
			Pierwsza część	Druga część	Trzecia część
Seria <i>Wiedźmin*</i>	CD Projekt	rok	1,2	1,7	10,0
Seria <i>Car Mechanic Simulator</i>	PlayWay	3 dni	b.d.	0,075***	0,132
Seria <i>Sniper Ghost Warrior Contracts</i>	CI Games	10 dni	w ciągu 10 dni po premierze wolumen sprzedaży cyfrowej „dwójki” był o 125% wyższy niż w przypadku pierwszej części (wyłączając sprzedaż przedpremierową)		
Seria <i>Sniper Ghost Warrior*</i>	CI Games	rok	1,5	1,4	1,4
Seria <i>911 Operator</i>	Games Operators	3 dni	0,026	0,021	-
Seria <i>Cooking Simulator (wersja PC)</i>	Big Cheese Studio	rok	0,32	0,43**	-

\*szacunki DM BOŚ SA

\*\* prognoza DM BOŚ SA

\*\*\*sprzedaż w ciągu 4 dni po premierze

Źródło: Szacunki DM BOŚ, Spółka, PlayWay, CI Games

**Nasze oczekiwania sprzedaży**

Biorąc pod uwagę następujące czynniki:

- ▲ *Cooking Simulator 2* będzie uwzględniał uwagi zgłaszane przez graczy;
- ▲ *Cooking Simulator 2* będzie posiadał tryb rozgrywki wieloosobowej;
- ▲ Sprzedaż kolejnych odsłon serii gier jest zazwyczaj lepsza niż ich poprzedników;
- ▲ Od czasu premiery pierwszej części gry *Cooking Simulator* liczba użytkowników platformy Steam wzrosła z 16,3 mln do 25,3 mln (+55%) (patrz Wykres 6 na stronie 14);

**CS2 powinien sprzedać około 30% więcej egzemplarzy niż część pierwsza...**

zakładamy, że *Cooking Simulator 2* sprzeda w swoim cyklu życia na platformie PC około 30% więcej egzemplarzy niż pierwsza część serii. Przełoży się to na około 192 tys. brutto sprzedanych kopii w kwartale premiery (wobec 149 tys. w przypadku pierwszej części) oraz około 428 tys. brutto sprzedanych kopii w ciągu roku (czterech pełnych kwartałów) od premiery (wobec 324 tys. brutto w przypadku pierwszej części).

**...przy wyższej o 25% cenie wyjściowej**

Dodatkowo zakładamy że wyjściowa cena gry na platformie Steam wyniesie 24,99 USD, czyli będzie wyższa o 25% od pierwszej części (19,99 USD). W efekcie *Cooking Simulator 2* (wersja PC) powinien wygenerować niemal 17 mln zł przychodów w pierwszym roku od premiery wobec szacowanych blisko 9 mln zł wygenerowanych przez pierwszą część.

**Marketing oparty na kilku filarach**

Zakładamy, że marketing/ promocja gry *Cooking Simulator 2* będą oparte na kilku filarach:

- ▲ Kupony rabatowe (*loyalty discounts*) rozesłane do posiadaczy pierwszej części gry;
- ▲ Cross promocja z innymi popularnymi grami Grupy PlayWay poprzez wysyłkę kuponów rabatowych na zakup gry do posiadaczy takich gier jak np. *House Flipper*, *CMS18* czy *Mr. Prepper*. Kupony rabatowe mogą zostać rozesłane do kilku milionów graczy;
- ▲ Współpraca z influencerami, streamerami, youtuberami, itp.;
- ▲ Współpraca z zewnętrznymi agencjami PR;
- ▲ Współpraca z prasą branżową.

**Gra zadebiutuje w II poł. 2022 r.**

Zgodnie z informacjami zawartymi w prospekcie Spółka planuje wydać grę w II poł. 2022 r. Zakładamy, że koszt gry wyniesie 2,4 mln zł, a koszt marketingu 0,2 mln zł.

### 7.3. B-17 Squadron

**B-17 to symulator myśliwca z II Wojny Światowej...**

*B17 Squadron* to połączenie realistycznego symulatora bombowca z grą opartą na emocjach. Rozgrywka pozwala wziąć udział w historycznej kampanii rozgrywającej się w okupowanej Europie. Gracz może zasiąść za sterami maszyny, zarządzać załogą B-17, zrzucić bomby i niszczyć kluczowe cele. Projekt łączy w sobie elementy symulacji z grą opartą na emocjach.

**...którego premiera planowana jest na II poł. 2022 roku.**

Gra posiada już swoją [kartę](#) na Steam, a także pierwsze materiały marketingowe (trailer, grafiki, opis fabuły). Rozpoczęcie pełnej produkcji nastąpi po pozyskaniu środków z emisji akcji. Zgodnie z prospektem debiut gry planowany jest na II połowę 2022 roku (w naszych prognozach – IV kwartał 2022 r.). Wydawcą gry na platformy PC będzie sama Spółka. Big Cheese Studio nie wyklucza również wydania gry na kolejne platformy (konsole Xbox, PlayStation, Nintendo Switch). Zakładamy, że koszt gry wyniesie 1,2 mln zł, a koszt marketingu 0,1 mln zł.

**Zakładamy sprzedaż B-17 o 70% mniejszą niż w przypadku pierwszej części *Cooking Simulator***

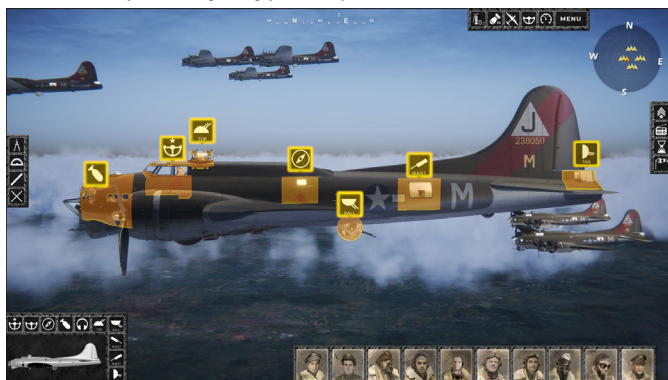
Zakładamy, że *B-17 Squadron* osiągnie w swoim cyklu życia sprzedaż na poziomie 30% pierwszej części *Cooking Simulator*. Przetoczy się to na około 41 tys. netto sprzedanych kopii w kwartale premiery (wobec szacowanych 135 tys. w przypadku *Cooking Simulator*) oraz około 86 tys. netto sprzedanych kopii w ciągu roku (czterech pełnych kwartałów) od premiery (wobec szacowanych 287 tys. netto w przypadku *Cooking Simulator*).

Tabela 12. *B-17 Squadron*; gry porównywalne

Gra	Wydawca	Data premiery	Pozytywne opinie na Steam	Liczba opinii na Steam
<i>Ace Combat 7</i>	Namco Bandai	31.01.2019	85%	16 650
<i>Uboat</i>	PlayWay	30.08.2018	79%	10 269
<i>Bomber Crew</i>	Curve Digital	19.10.2017	88%	6 939
<i>IL-2 Sturmovik: Battle of Stalingrad</i>	1C Game Studios	22.10.2014	80%	4 681
<i>303 Squadron</i>	Movie Games, Atomic Jelly	31.08.2018	59%	247

Źródło: Steam, DM BOŚ SA

Fot. 3. Materiały marketingowe gry B-17 Squadron



Źródło: Steam

Fot. 4. Materiały marketingowe gry B-17 Squadron



Źródło: Steam

### 7.4. Pizza Empire

**Pizza Empire to symulator zarządzania restauracją...**

*Pizza Empire* to symulator ekonomiczny (typu *tycoon*) skupiony na zarządzaniu restauracją (pizzerią). Do głównych zadań gracza będą należały m.in. budowa pizzerii, zatrudnienie pracowników, współpraca z dostawcami czy też stworzenie karty menu.

**...którego premiera planowana jest na II poł 2022 roku.**

Gra posiada już swoją [kartę](#) na Steam, a także pierwsze materiały marketingowe (grafiki oraz opis fabuły). Rozpoczęcie pełnej produkcji, podobnie jak w przypadku *B17 Squadron*, ma nastąpić po pozyskaniu środków z emisji akcji. Przy produkcji Spółka planuje wykorzystać część mechanik z gry *Cooking Simulator*, co powinno przyspieszyć proces. Zgodnie z prospektem debiut gry planowany jest na II połowę 2022 roku (w naszych prognozach – II kwartał 2023 r.). Wydawcą gry na platformę PC będzie sama Spółka. Big Cheese Studio nie wyklucza również wydania gry na kolejne platformy (konsole Xbox, PlayStation, Nintendo Switch). Zakładamy, że koszt gry wyniesie 1,0 mln zł, a koszt marketingu 0,1 mln zł.

**Zakładamy sprzedaż *Pizza Empire* o 50% niższą niż w przypadku pierwszej części *Cooking Simulator***

Zakładamy, że *Pizza Empire* osiągnie w swoim cyklu życia sprzedaż na poziomie 50% pierwszej części *Cooking Simulator*. Przełoży się to na około 68 tys. netto sprzedanych kopii w kwartale premiery (wobec szacowanych 135 tys. w przypadku *Cooking Simulator*) oraz około 144 tys. netto sprzedanych kopii w ciągu roku (czterech pełnych kwartałów) od premiery (wobec szacowanych 287 tys. netto w przypadku *Cooking Simulator*).

Tabela 13. *Pizza Empire*; gry porównywalne

Gra	Wydawca	Data premiery	Pozytywne opinie na Steam	Liczba opinii na Steam
<i>Two Point Hospital</i>	SEGA	30.08.2018	91%	18 513
<i>Transport Fever 2</i>	Good Shepherd Entertainment	11.12.2019	86%	11 068
<i>Project Hospital</i>	Oxymoron Games	30.10.2018	87%	4 068
<i>Cook, Serve, Delicious! 3?!</i>	Vertigo Gaming	14.10.2020	96%	1 123
<i>Farm Manager 2</i>	PlayWay, Sim Farm	06.05.2021	76%	996
<i>Chef: A Restaurant Tycoon Game</i>	Digital Tribe	20.08.2020	75%	871

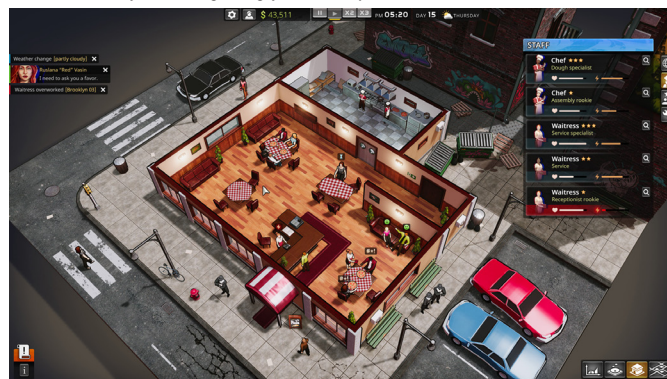
Źródło: Steam, DM BOŚ SA

Fot. 5. Materiały marketingowe gry *Pizza Empire*



Źródło: Steam

Fot. 6. Materiały marketingowe gry *Pizza Empire*



Źródło: Steam

## 7.5. Projekt V i kolejne gry

**Kolejne gry będą również w tematyce zarządzania, ekonomii, strategii czy też symulacyjno-bitewnej**

*Projekt V* (nazwa robocza) jest trzecim projektem, który ma być stworzony w ramach finansowania ze środków z emisji nowych akcji. Spółka ma przygotowany zarys kilku kolejnych gier, które będą badane pod kątem zainteresowania graczy. Premiera *Projektu V* planowana jest na II połowę 2023 roku (w naszych prognozach – II kwartał 2024 r.). Wśród wstępnej selekcji potencjalnych gier, które mogą zostać wyprodukowane jako *Projekt V*, Spółka rozpatruje gry o tematyce zarządzania, ekonomii, strategii czy też symulacyjno-bitewnej.

Tabela 14. Big Cheese Studio; Planowany harmonogram wydawniczy

Gra	Platforma	Planowana data wydania (zgodnie z Prospektem)	Data wydania założona przez DM BOŚ	Rola Spółki
<i>Cooking Simulator DLC</i>	PC	IV kw. 2021	IV kw. 2021	Producent, wydawca
<i>Cooking Simulator DLC</i>	PC	I poł. 2022	I poł. 2022	Producent, wydawca
<i>Cooking Simulator 2</i>	PC	II poł. 2022	III kw. 2022	Producent, wydawca
<i>Cooking Simulator 2</i>	Xbox Series X/ PS5	I poł. 2023	I kw. 2023	Producent, wydawca
<i>Cooking Simulator 2</i>	Nintendo Switch	I poł. 2023	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>Cooking Simulator 2 DLC</i>	PC	I poł. 2023	I kw. 2023	Producent, wydawca
<i>Pizza Empire</i>	PC	II poł. 2022	II kw. 2023	Producent, wydawca
<i>Pizza Empire</i>	Xbox Series X/ PS5	I poł. 2023	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>Pizza Empire</i>	Nintendo Switch	I poł. 2023	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>B17 Squadron</i>	PC	II poł. 2022	IV kw. 2022	Producent, wydawca
<i>B17 Squadron</i>	Xbox Series X/ PS5	I poł. 2023	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>B17 Squadron</i>	Nintendo Switch	I poł. 2023	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>Projekt V</i>	PC	II poł. 2023	II kw. 2024	Producent, wydawca
<i>Projekt V</i>	Xbox Series X/ PS5	I poł. 2024	niewuzględzony	Producent, wydawca
<i>Projekt V</i>	Nintendo Switch	I poł. 2024	niewuzględzony	Producent, wydawca

Źródło: Spółka

## 8. Prognozy

- ▲ **Zakładamy, że Spółka będzie wydawać 1-2 gry rocznie począwszy od 2022 r.**
- ▲ **Zatrudnienie powinno wzrosnąć z 33 osób obecnie do 60 osób na koniec 2024 r.**
- ▲ **Zakładamy wypłaty dywidend na poziomie 73% zysku netto.**
- ▲ **Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w latach 2021-25 dzięki uldze IP BOX.**

### Przychody

Dzięki środkom pozyskanym z emisji akcji i zwiększeniu zatrudnienia Big Cheese Studio planuje jednoczesną produkcję 3-4 nowych gier. W efekcie zakładamy, że Spółka będzie wydawała 1-2 gry rocznie w okresie prognozy. Założenia sprzedażowe poszczególnych gier przedstawione zostały w dziale *Gry* niniejszego raportu (s. 22). W poniższych tabelach przedstawiamy ich podsumowanie.

**Tabela 15.** Big Cheese; Sprzedaż głównych gier (wolumen netto; miliony egzemplarzy)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<i>Cooking Simulator</i> (PC)	0,24	0,22	0,22	0,15	0,07	0,04	0,02
<i>Cooking Simulator 1/2</i> (konsola)		0,05	0,10	0,08	0,12	0,11	0,10
<i>Cooking Simulator 1/2</i> (DLC)	0,01	0,18	0,18	0,12	0,22	0,21	0,17
<i>Cooking Simulator 2</i> (PC)				0,26	0,28	0,30	0,27
<i>B-17 Squadron</i> (PC)				0,04	0,06	0,07	0,06
<i>Pizza Empire</i> (PC)					0,12	0,11	0,11
Projekt V (PC)						0,17	0,15
Projekt VI (PC)							0,23
Projekt VII (PC)							0,20

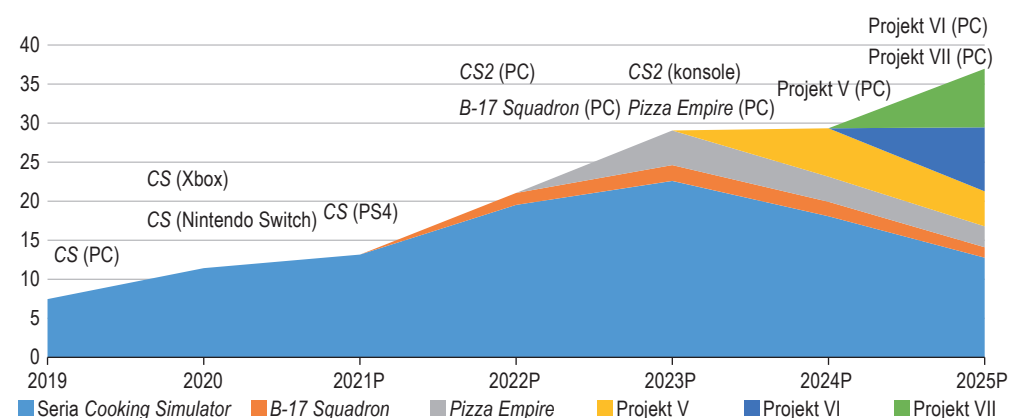
Źródło: Szacunki i prognozy DM BOS

**Tabela 16.** Big Cheese; Sprzedaż głównych gier (przychody netto; mln zł)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<i>Cooking Simulator</i> (PC)	7,3	6,4	6,4	3,5	1,4	0,6	0,2
<i>Cooking Simulator 1/2</i> (konsola)		2,1	3,7	2,4	6,5	4,7	3,4
<i>Cooking Simulator 1/2</i> (DLC)	0,1	2,9	3,0	1,6	3,9	3,1	2,0
<i>Cooking Simulator 2</i> (PC)				11,9	10,8	9,6	7,1
<i>B-17 Squadron</i> (PC)				1,5	2,0	1,9	1,3
<i>Pizza Empire</i> (PC)					4,4	3,2	2,7
Projekt V (PC)						6,2	4,5
Projekt VI (PC)							8,2
Projekt VII (PC)							7,5

Źródło: Szacunki i prognozy DM BOS

**Wykres 10.** Rozkład przychodów w podziale na główne projekty

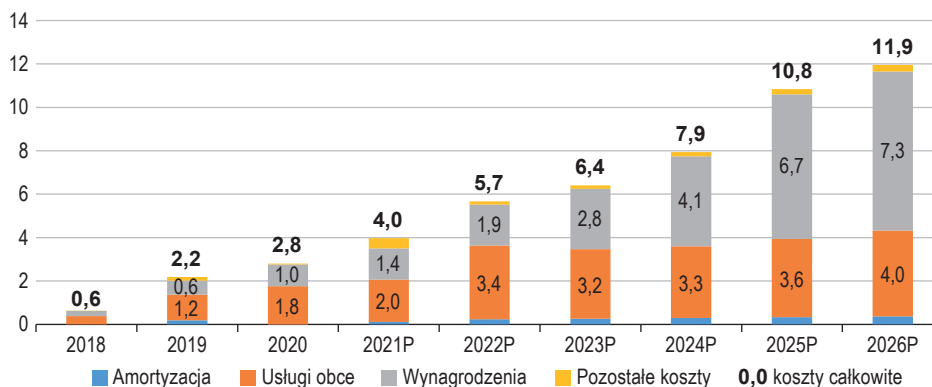


Źródło: Spółka

**Koszty**

Głównym składnikiem kosztów każdego dewelopera gier są koszty pracownicze (w przypadku Spółki są to pozycje Wynagrodzenia oraz Usługi Obce). Na moment przygotowania prospektu spółka Big Cheese Studio zatrudniała 33 osób. Zakładamy, że liczba zatrudnionych pracowników wzrośnie do 60 na koniec 2024 r. W przypadku pozostałych, mniej istotnych pozycji kosztowych (w tym amortyzacja i pozostałe koszty) zakładamy wzrosty na poziomie 3-5% kwartalnie w okresie prognozy.

**Wykres 11. Koszty operacyjne**



Źródło: Spółka, prognozy DM BOŚ SA

**Zakładamy wypłaty dywidend na poziomie 73% zysku netto**

Z naszych szacunków wynika, że w każdym roku prognozy Spółka spełni warunki wypłaty dywidendy określone w polityce dywidendowej (przedstawione w punkcie 5.3 niniejszego raportu na s. 17). W związku z powyższym w każdym roku prognozy (począwszy od 2022 r.) zakładamy wypłatę dywidendy na poziomie 73% zysku z roku ubiegłego.

**Zakładamy efektywną stopę podatkową na poziomie 10% w 2021-25**

31 marca 2020 r. Spółka otrzymała indywidualną interpretację IP BOX. W efekcie Spółka rozpoczęła rozliczanie ulgi podatkowej począwszy od wyników za rok 2019. W naszych prognozach zakładamy, że efektywna stopa podatkowa w latach 2021-25 wyniesie 10%. W okresie rezydualnym zakładamy standardową stopę podatkową – 19%.

Inne założenia:

- ▲ Zakładamy 5 mln zł wpływów netto z emisji akcji w 2021 r.;
- ▲ zakładamy koszt bonusów pracowniczych na poziomie 2% przychodów;
- ▲ w prognozach nie uwzględniamy potencjalnych kosztów programu motywacyjnego;
- ▲ zakładamy sprzedaż konsolowej wersji *Cooking Simulator 2* na poziomie 30% wersji PC (podobnie jak w przypadku „jedyńki”);
- ▲ nie uwzględniamy w prognozach przychodów z wersji konsolowych kolejnych gier;
- ▲ nie uwzględniamy w prognozach potencjalnych kontraktów wydawniczych.

## 9. Sprawozdania finansowe

Tabela 17. Big Cheese; Bilans

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Aktywa trwałe</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
Rzeczowe aktywa trwałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pozostałe aktywa długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Aktywa obrotowe</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>10,1</b>	<b>19,0</b>	<b>26,4</b>	<b>36,7</b>	<b>42,6</b>	<b>51,5</b>	<b>59,8</b>
Zapasy	0,6	0,7	0,8	1,9	2,5	2,8	4,5	4,8	5,8
Należności handlowe	0,0	0,6	2,4	2,6	3,8	5,0	5,1	6,2	7,1
Należności z tytułu podatku dochodowego	0,0	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	0,3	4,0	5,7	13,4	18,9	27,7	31,9	39,3	45,8
Pozostałe aktywa	0,1	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Aktywa razem</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>10,1</b>	<b>19,1</b>	<b>26,5</b>	<b>36,8</b>	<b>42,7</b>	<b>51,6</b>	<b>59,9</b>
<b>Kapitał własny</b>	<b>1,0</b>	<b>6,0</b>	<b>9,9</b>	<b>18,9</b>	<b>26,2</b>	<b>36,4</b>	<b>42,2</b>	<b>51,0</b>	<b>59,3</b>
<b>Zobowiązania</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>
Zobowiązania długoterminowe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania krótkoterminowe	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,6	0,7
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6
Kredyty i pożyczki	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zobowiązania pozostałe	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pasywa razem</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>10,1</b>	<b>19,1</b>	<b>26,5</b>	<b>36,8</b>	<b>42,7</b>	<b>51,6</b>	<b>59,9</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOS SA

Tabela 18. Big Cheese; Rachunek zysków i strat

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Przychody</b>	<b>0,6</b>	<b>7,6</b>	<b>11,5</b>	<b>14,8</b>	<b>21,7</b>	<b>29,4</b>	<b>31,0</b>	<b>37,3</b>	<b>43,5</b>
Przychody netto ze sprzedaży produktów i usług	0,0	7,5	11,4	13,2	21,1	29,1	29,3	37,0	42,5
Zmiana stanu produktów	0,6	0,1	0,1	1,7	0,6	0,3	1,7	0,3	1,0
<b>Koszty działalności operacyjnej</b>	<b>-0,6</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,7</b>	<b>-6,4</b>	<b>-7,9</b>	<b>-10,8</b>	<b>-11,9</b>
Amortyzacja	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Usługi obce	-0,4	-1,2	-1,8	-2,0	-3,4	-3,2	-3,3	-3,6	-4,0
Wynagrodzenia	-0,2	-0,6	-1,0	-1,4	-1,9	-2,8	-4,1	-6,7	-7,3
Pozostałe koszty	0,0	-0,2	0,0	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>0,0</b>	<b>5,4</b>	<b>8,7</b>	<b>10,9</b>	<b>16,0</b>	<b>22,9</b>	<b>23,1</b>	<b>26,4</b>	<b>31,6</b>
Przychody finansowe	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
Koszty finansowe	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zysk (strata) przed opodatkowaniem</b>	<b>0,0</b>	<b>5,4</b>	<b>8,7</b>	<b>11,0</b>	<b>16,2</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>26,8</b>	<b>32,0</b>
Podatek dochodowy	0,0	-0,3	-0,5	-1,0	-1,6	-2,3	-2,3	-2,7	-6,1
<b>Zysk (strata) netto</b>	<b>0,0</b>	<b>5,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,9</b>	<b>14,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,1</b>	<b>24,1</b>	<b>25,9</b>
EBITDA	0,0	5,6	8,7	11,0	16,2	23,2	23,4	26,8	31,9

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOS SA

Tabela 19. Big Cheese; Rachunek przepływów pieniężnych

(mln zł)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Zysk/ strata brutto</b>	<b>0,0</b>	<b>5,4</b>	<b>8,7</b>	<b>11,0</b>	<b>16,2</b>	<b>23,2</b>	<b>23,4</b>	<b>26,8</b>	<b>32,0</b>
Amortyzacja	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
<b>Zmiana w kapitale obrotowym:</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,8</b>
Zmiana stanu zapasów	-0,6	-0,1	-0,1	-1,0	-0,6	-0,3	-1,7	-0,3	-1,0
Zmiana stanu należności	-0,1	-0,7	-1,9	-0,3	-1,2	-1,2	0,0	-1,2	-0,8
Zmiana stanu zobowiązań	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1
Pozostałe	0,0	-0,9	-0,8	-1,1	-1,8	-2,6	-2,6	-3,0	-6,5
<b>Przeptywy pieniężne z działalności operacyjnej</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,9</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>	<b>12,9</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4</b>	<b>22,8</b>	<b>24,1</b>
Wydatki	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Wpływy	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Przeptywy pieniężne z działalności inwestycyjnej</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>
Wydatki (dywidendy)	0,0	0,0	-4,3	-6,0	-7,2	-10,6	-15,2	-15,4	-17,6
Wpływy (w tym szacowane 5 mln zł z emisji akcji)	0,9	0,0	0,0	5,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4
<b>Przeptywy pieniężne z działalności finansowej</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>-7,1</b>	<b>-10,4</b>	<b>-14,9</b>	<b>-15,0</b>	<b>-17,2</b>
<b>Zmiana stanu środków pieniężnych</b>	<b>0,3</b>	<b>3,7</b>	<b>1,7</b>	<b>7,7</b>	<b>5,6</b>	<b>8,8</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>	<b>6,5</b>

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOS SA

Tabela 20. Big Cheese; Wskaźniki

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Zmiana sprzedaży (r/r)	b.z.	51%	29%	46%	36%	6%	20%	17%
Zmiana przychodów z produkcji (r/r)	b.z.	53%	15%	60%	38%	1%	26%	15%
Zmiana EBITDA (r/r)	b.z.	56%	26%	48%	43%	1%	14%	19%
Zmiana zysku operacyjnego (r/r)	b.z.	61%	25%	47%	43%	1%	14%	19%
Zmiana zysku netto (r/r)	b.z.	63%	21%	46%	44%	1%	14%	7%
Rotacja należności (dni)	14	47	61	54	55	59	55	56
Rotacja zapasów (dni)	109	99	122	139	148	165	155	160
Rotacja zobowiązań (dni)	8	15	17	17	18	18	17	19
Rotacja gotówki (dni)	116	130	167	176	185	207	193	198
Kapitał obrotowy netto/ Sprzedaż	16%	26%	29%	28%	25%	29%	28%	28%
Marża EBITDA	74,9%	76,3%	83,4%	77,1%	79,9%	79,7%	72,4%	75,1%
Marża EBIT	72,4%	76,3%	82,5%	76,0%	79,0%	78,7%	71,5%	74,2%
Marża zysku brutto	72,1%	76,3%	83,3%	76,7%	79,8%	79,7%	72,4%	75,2%
Marża zysku netto	67,6%	72,0%	75,4%	69,1%	71,8%	71,8%	65,2%	60,9%
ROE	145,3%	103,2%	68,9%	64,6%	66,7%	53,5%	51,7%	47,0%
ROA	143,2%	101,6%	68,0%	63,8%	66,0%	53,0%	51,2%	46,5%
Wskaźnik płynności bieżącej	66,2	61,7	84,4	83,5	103,0	97,2	86,7	91,6
Wskaźnik płynności szybkiej	58,5	56,8	76,2	75,8	95,3	87,0	78,7	82,8

Źródło: Spółka, Szacunki DM BOS SA

## PODSTAWOWE POJĘCIA

**Rotacja należności w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach środki pieniężne z tytułu należności trafiają do firmy, liczona według formuły  $365 / (\text{przychody ze sprzedaży} / \text{średni stan należności w danym okresie})$ .

**Rotacja zapasów w dniach** – Pokazuje, średnio po ilu dniach zapasy są sprzedawane i odnawiane, liczona według formuły  $365 / (\text{koszt sprzedanych towarów} / \text{średni stan zapasów w danym okresie})$ .

**Rotacja zobowiązań handlowych w dniach** – Pokazuje liczoną w dniach średnią szybkość regulacji zobowiązań handlowych, liczona jest według formuły  $365 / (\text{koszt wytworzenia sprzedaży} / \text{średni stan zobowiązań handlowych w danym okresie})$ .

**Płynność bieżąca** – Pokazuje, w jakim stopniu możliwa jest ewentualna spłata zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę majątku obrotowego, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Płynność szybka** – Pokazuje zdolność do zapłaty zobowiązań krótkoterminowych poprzez zamianę na gotówkę najbardziej płynnych składników aktywów obrotowych, liczona jest jako stosunek aktywów obrotowych pomniejszonych o zapasy i krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe do zobowiązań krótkoterminowych.

**Wskaźnik pokrycia odsetek** – Pokazuje stopień zabezpieczenia obsługi długu, liczony jako stosunek zysku z działalności gospodarczej powiększonego o odsetki do wartości odsetek.

**Marża brutto na sprzedaży** – Procentowy stosunek zysku brutto ze sprzedaży do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBITDA** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża EBIT** – Procentowy stosunek zysku operacyjnego do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku przed opodatkowaniem** – Procentowy stosunek zysku przed opodatkowaniem do wartości przychodów ze sprzedaży.

**Marża zysku netto** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości przychodów ze sprzedaży.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do wartości aktywów przedsiębiorstwa na koniec danego okresu.

**EV** – Wielkość przybliżająca teoretyczny koszt przejęcia przedsiębiorstwa, liczona jako kapitalizacja spółki powiększona o oprocentowane zobowiązania i pomniejszona o gotówkę i jej odpowiedniki (np.: krótkoterminowe płynne papiery dłużne).

**EPS** – Zysk netto przypadający na jedną akcję wyemitowaną przez spółkę.

**CE** – Zysk netto powiększony o wartość amortyzacji.

**Stopy dywidendy brutto** – Procentowy stosunek wartości dywidendy przed potrąceniem podatku do bieżącej ceny akcji.

**Sprzedaż kasowa** – sprzedaż liczona kasowo. Wartość sprzedaży wynikająca ze sprawozdań finansowych za dany okres (ujęta memoriałowo), liczona jako wartość memoriałowa sprzedaży skorygowana o zmianę stanu należności handlowych.

**Kasowe koszty operacyjne** – Koszty operacyjne ujęte kasowo. Koszty operacyjne ujęte memoriałowo skorygowane odpowiednio o zmianę stanu zapasów, zmianę stanu zobowiązań handlowych, amortyzację, zapłacony podatek i zmianę podatków odroczonech.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych spółek dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Pragniemy zwrócić uwagę, że wykorzystujemy także inne metody wyceny (na przykład NAV, DDM, czy SOTP), jeśli wymagają tego dany przypadek.

## SYSTEM REKOMENDACYJNY

**Kupuj** – fundamentalnie niedowartościowana (potencjał wzrostu (procentowa różnica pomiędzy 12M EFV i ceną rynkową) powyżej kosztu kapitału) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Trzymaj** – albo (i) właściwie wyceniona, lub (ii) fundamentalnie niedowartościowana/przewartościowana, ale brak katalizatorów, które mogą zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną;

**Sprzedaj** – fundamentalnie przewartościowana (12M EFV < obecna cena rynkowa) + zidentyfikowane katalizatory, które powinny zniwelować różnicę pomiędzy ceną rynkową a wyceną.

**Przeważaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot lepszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

**Neutralnie** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot zbliżony do zwrotu z benchmarku w ciągu następnego kwartału.

**Niedowóżaj** – oczekujemy, iż inwestycja w akcje spółki da zwrot gorszy niż benchmark w ciągu następnego kwartału.

Historia rekomendacji obejmuje rekomendacje DM BOŚ SA. Rekomendacja zapada w dniu jej zmiany – zapadnięcie poprzez zmianę – lub w dniu, w którym upływa 12 miesięcy od jej wydania – zapadnięcie poprzez upływ czasu, którykolwiek z tych dni okaże się pierwszy. Relatywna stopa zwrotu z rekomendacji oznacza stopę zwrotu z akcji spółki, której rekomendacja dotyczy, w okresie od jej wydania do zapadnięcia (lub w okresie od wydania do chwili obecnej, w przypadku rekomendacji podtrzymywanych) odniesioną do stopy zwrotu z benchmarku w tym samym okresie. Benchmarkiem jest indeks WIG. W przypadku zapadnięcia danej rekomendacji poprzez jej zmianę oraz dla rekomendacji podtrzymywanych, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia stopy zwrotu i relatywnej stopy zwrotu brana jest cena zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia/ podtrzymania rekomendacji oraz wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji. W przypadku, gdy rekomendacja zapadła poprzez upływ czasu, jako wartości końcowe służące do wyznaczenia relatywnej stopy zwrotu brana jest średnia cen zamknięcia akcji z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji oraz średnia wartość benchmarku z dnia zapadnięcia rekomendacji i czterech bezpośrednio poprzedzających go sesji.

## Banki

**Marża odsetkowa netto** – Procentowy stosunek wyniku odsetkowego za dany okres sprawozdawczy netto do średniej wartości aktywów w okresie.

**Dochody pozaodsetkowe** – Suma dochodów z prowizji i opłat, wyniku na operacjach finansowych, wyniku z pozycji wymiany i dochodów z akcji i udziałów.

**Spread odsetkowy** – Różnica średniego oprocentowania aktywów odsetkowych i średniego oprocentowania pasywów odsetkowych w danym okresie.

**Koszty/Dochody** – Syntetyczny wskaźnik efektywności pokazujący procentową relację sumy kosztów ogólnych, amortyzacji do wyniku na działalności bankowej powiększonego o pozostałe przychody operacyjne netto.

**ROE** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej w okresie wartości kapitału własnego banku, powiększonego o zysk netto za dany okres.

**ROA** – Procentowy stosunek zysku netto do średniej wartości aktywów banku w danym okresie.

**Kredyty nieregularne** – Kredyty zaklasyfikowane do kategorii „koszyka 3”.

**Wskaźnik pokrycia kredytów nieregularnych** – Procentowy stosunek pokrycia portfela kredytów nieregularnych rezerwami.

**Odpisy na rezerwy netto** – Różnica między rezerwami utworzonymi i rozwiązanymi w danym okresie.

DM BOŚ SA wycenia akcje analizowanych banków dwiema metodami wyceny: metodą porównawczą i zmodyfikowaną metodą DDM (zdyskontowanych płatności dywidend). Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wycenić prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DDM jest to, że jest ona niezależna od bieżącej wyceny rynkowej spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Wadą metody DDM jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej.

Założenia użyte w opracowaniu wyceny mogą ulec zmianie, wpływając tym samym na poziom wyceny. Wśród najważniejszych założeń wymienić należy wzrost PKB, prognozowany poziom inflacji, zmiany stóp procentowych i kursów walut, poziomu zatrudnienia i zmian wynagrodzeń, popytu na dobra spółki, kształtowania się cen substytutów produktów spółki i cen surowców, intensyfikacji działań konkurencji, kondycji głównych odbiorców produktów spółki i jej dostawców, zmian legislacyjnych, itp. Zmiany zachodzące w otoczeniu spółki są monitorowane przez osoby sporządzające rekomendację, szacowane, uwzględniane w wycenie i publikowane w rekomendacji, jak tylko zajdzie taka potrzeba.



Niniejszy raport został sporządzony w Wydziale Analiz i Rekomendacji Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska SA z siedzibą w Warszawie (dalej DM BOŚ SA) w celu informacyjnym. Raport nie jest rekomendacją w rozumieniu „Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 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 partykularnych lub wskazań konfliktów interesów”. Raport jest badaniem inwestycyjnym w rozumieniu „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”.

Niniejszy dokument nie stanowi prospektu ani innego dokumentu informacyjnego w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE (dalej jako „Rozporządzenie 2017/1129”) oraz ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. Dz. U. z 2020 r. poz. 2080, dalej jako „Ustawa o ofercie”).

Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie stanowią oferty sprzedaży ani zachęty do składania ofert kupna. Niniejszy dokument nie ma na celu reklamy, promowania czy zachęty do nabycia lub objęcia, zbycia lub subskrypcji jakichkolwiek papierów wartościowych ani innych instrumentów finansowych.

Jedynie prawnie wiążącym dokumentem zawierającym informacje o Big Cheese Studio Spółka Akcyjna z siedzibą w Łodzi (dalej jako „Spółka”) i ofercie publicznej papierów wartościowych emitowanych przez Spółkę (dalej jako „Oferta”) jest prospekt sporządzony na podstawie Rozporządzenia 2017/1129 oraz z uwzględnieniem przepisów Ustawy o ofercie oraz innych właściwych przepisów prawa, wraz z opublikowanymi suplementami i komunikatami aktualizującymi, przygotowany w związku z Ofertą. W związku z Ofertą w Polsce prospekt jest opublikowany i dostępny na stronie internetowej Spółki (<https://bigcheesestudio.com/>).

DM BOŚ SA nie pełni funkcji gwaranta emisji papierów wartościowych Spółki. DM BOŚ SA nie jest uprawniony do składania jakichkolwiek oświadczeń ani zapewnień, w tym związanych z ofertą papierów wartościowych, w imieniu Spółki, jej akcjonariuszy ani jej doradców. Informacje, opinie i przewidywania przedstawione w niniejszym dokumencie nie mogą być traktowane jako zatwierdzone lub autoryzowane przez jakąkolwiek inną osobę.

Inwestowanie w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków. Na cenę instrumentów finansowych może wpływać wiele czynników, zależnych lub niezależnych od Spółki i jej wyników biznesowych, w szczególności zmiany prawa, sytuacja polityczna, ekonomiczna lub podatkowa. Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie analityczny i w żadnym wypadku nie powinien stanowić podstawy do podejmowania decyzji o nabyciu papierów wartościowych Spółki.

Wyrażane opinie inwestycyjne stanowią niezależne, aktualne opinie DM BOŚ SA. Wszelkie szacunki i opinie zawarte w niniejszym raporcie stanowią ocenę DM BOŚ SA na dzień jego wydania. DM BOŚ SA ostrzega, iż niniejszy raport nie stanowi usługi doradztwa, o którym mowa w art. 76 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz. U. 2021, poz. 328 z późn. zm.) (dalej jako „Ustawa o obrocie”), porady prawnej lub podatkowej, a także nie stanowi podstawy do zawarcia jakiegokolwiek umowy lub powstania jakiegokolwiek zobowiązania, ani też nie jest wskazaniem, iż jakiegokolwiek inwestycja jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji klienta.

Informacje zawarte w niniejszym raporcie oparte są na danych uzyskanych ze źródeł, które DM BOŚ SA, działając w dobrej wierze i z należytą starannością, uważa za wiarygodne. DM BOŚ SA nie gwarantuje jednak dokładności, kompletności oraz trafności tych informacji. DM BOŚ SA, jego organy zarządcze, organy nadzorcze, ani pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za działania lub zaniechania klienta podjęte na podstawie niniejszego raportu, nie ponoszą odpowiedzialności za straty lub utracone korzyści klienta, ani za wszelkie szkody, poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych klienta oraz skutki finansowe i niefinansowe powstałe w wyniku wykorzystania niniejszego raportu lub zawartych w nim informacji. Wszelkie opinie, prognozy, kalkulacje i szacunki zawarte w niniejszym raporcie stanowią jedynie wyraz subiektywnej oceny autora na moment jej wydania i mogą być w każdym czasie bez uprzedzenia zmieniane. Informacje tu zawarte mogą stanowić stwierdzenia dotyczące przyszłości. Stwierdzenia takie mogą być identyfikowane poprzez użycie określeń dotyczących przyszłości, takich jak np. „może”, „będzie”, „spodziewa się”, „jest oczekiwany”, „powinno”, „przewiduje się”, „uważać”, „sądzić”, „zakłada się”, a także ich zaprzeczeń, ich odmian lub zbliżonych terminów. Stwierdzenia dotyczące przyszłości wiążą się z szeregiem znanych i nieznanymi ryzyk, niepewności oraz innych czynników, które mogą wpłynąć na wyniki, poziom działalności, osiągane cele Spółki i spowodować, że będą one istotnie różne od zakładanych przyszłych wyników. Z zastrzeżeniem obowiązujących przepisów prawa, DM BOŚ SA nie jest zobowiązany do aktualizowania ani weryfikowania jakichkolwiek stwierdzeń dotyczących przyszłości, które mogą być tu zawarte w przypadku wystąpienia jakichkolwiek przyszłych zdarzeń, powzięcia nowych informacji czy wystąpienia jakichkolwiek innych okoliczności. Informacje, opinie i prognozy przedstawione w niniejszym raporcie mogą ulec zmianie i DM BOŚ SA nie jest zobowiązany do dostarczenia odbiorcy niniejszego raportu jakichkolwiek dodatkowych informacji czy aktualizacji niniejszego raportu. Nie można wykluczyć, że DM BOŚ SA sporządził lub że sporządzi w przyszłości inne raporty lub inne dokumenty, o treści niezgodnej z informacjami zaprezentowanymi w niniejszym raporcie lub wyciągających inne wnioski z tych informacji. Takie raporty mogą przedstawiać różne założenia, opinie i metody analityczne analityków, którzy je sporządzają, a DM BOŚ SA nie jest zobowiązany do zapewnienia, że inne sporządzone raporty zostaną dostarczone odbiorcy niniejszego dokumentu.

Zabronione jest powielanie, redystrybuowanie i rozpowszechnianie niniejszego raportu – w całości lub w części – bez pisemnej zgody DM BOŚ SA. Klient wykorzystuje informacje zawarte w niniejszym raporcie na własne ryzyko i odpowiedzialność. Ponadto rozpowszechnianie tego dokumentu w niektórych państwach może być zabronione. Niedozwolona jest dystrybucja niniejszego dokumentu w innych krajach.

Regulamin doradztwa inwestycyjnego i sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych oraz instrumentów bazowych instrumentów pochodnych znajduje się na stronie internetowej bossa.pl w dziale Dokumenty.

W DM BOŚ SA obowiązują regulacje wewnętrzne służące aktywnemu zarządzaniu konfliktami interesów, w których w szczególności określone zostały wewnętrzne rozwiązania organizacyjne i administracyjne oraz bariery informacyjne ustanowione w celu zapobiegania i unikania konfliktów interesów dotyczących rekomendacji. Szczególnym środkiem organizacyjnym jest stworzenie „chińskich murów”, czyli barier informacyjnych uniemożliwiających niekontrolowany przepływ informacji pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi lub pracownikami DM BOŚ SA, którymi zostały rozdzielone poszczególne jednostki organizacyjne DM BOŚ SA. W uzasadnionych przypadkach DM BOŚ SA tworzy „chińskie mury” również w związku z realizacją określonego projektu. Ewentualne konflikty interesów dotyczące konkretnej rekomendacji, która jest dostępna publicznie lub dla szerokiego kręgu osób, są ujawnione w rekomendacji albo w dołączonym do niej dokumencie.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy raport otrzymują wynagrodzenie zmienne zależne pośrednio od wyników finansowych DM BOŚ SA, które z kolei zależą – między innymi – od wyniku osiągniętego ze świadczenia usług maklerskich.

Powyższy raport został sporządzony w związku z Ofertą oraz wprowadzeniem i dopuszczeniem akcji w kapitale zakładowym Spółki do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA („GPW”), na podstawie umowy zawartej przez DM BOŚ SA ze Spółką, a DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie z tytułu usług świadczonych w związku z Ofertą, w tym z tytułu przygotowania niniejszego raportu.

DM BOŚ SA, jego dyrektorzy, członkowie kierownictwa, pracownicy, doradcy ani agenci nie ponoszą odpowiedzialności ani nie składają oświadczeń i zapewnień, wyraźnych czy dorozumianych, w zakresie prawdziwości, poprawności lub kompletności informacji zawartych w niniejszym materiale (ani w zakresie ewentualnych pominięć informacji w tym materiale), lub w innych informacjach dotyczących Spółki, lub ich podmiotów zależnych lub powiązanych, czy to w formie pisemnej, ustnej, wizualnej czy elektronicznej i niezależnie od sposobu transmisji lub udostępnienia, ani z tytułu strat wynikających w jakikolwiek sposób z korzystania z tych materiałów lub ich treści lub w inny sposób z nimi związanych.

Raport adresowany jest do nieograniczonego kręgu odbiorców. Został sporządzony na potrzeby klientów DM BOŚ SA oraz innych osób zainteresowanych. Raport nie jest przeznaczony do publikacji lub dystrybucji poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej.

Wybrane fragmenty niniejszego raportu zostały zaprezentowane Spółce przed jego dystrybucją do klientów, w celu weryfikacji dokładności faktów zawartych w części opisowej niniejszego raportu.

DM BOŚ SA dołożył wszelkiej staranności w celu zapewnienia metodologicznej poprawności i obiektywizmu niniejszego raportu.

DM BOŚ SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podejmowanych w oparciu o niniejszy raport.

Niniejszy raport jest pierwszym raportem adresowanym do nieoznaczonego kręgu odbiorców, publikowanym opracowaniem DM BOŚ SA dotyczącym Spółki.

Nadzór nad DM BOŚ SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia raportu jest: 15 października 2021 r., 11:00.

Data pierwszego udostępnienia do dystrybucji raportu jest: 15 października 2021 r., 11:10.

Źródła informacji: materiały Spółki, prospekt, sprawozdania finansowe Spółki, materiały i sprawozdania finansowe Grupy PlayWay S.A., serwisy Steam oraz Steamdb.info, Newzoo, serwis Bloomberg. Wymienione źródła informacji DM BOŚ SA uważa za wiarygodne i dokładne, jednak nie gwarantuje ich kompletności.

DM BOŚ SA zawarł ze Spółką oraz akcjonariuszami sprzedającymi akcje umowę dotyczącą przygotowania i przeprowadzenia oferty publicznej, przechowywania i prowadzenia rejestru, pełnienia funkcji Pośrednika Rejestracyjnego w związku z rejestracją w KDPW akcji emitowanych przez Big Cheese Studio Spółka Akcyjna oraz dopuszczeniem i wprowadzeniem ich do obrotu. Z tytułu wykonanych usług DM BOŚ SA otrzyma wynagrodzenie.

Jednocześnie DM BOŚ SA nie pozostaje w tej samej grupie kapitałowej, do której należy Spółka. DM BOŚ SA nie posiada bezpośrednio lub pośrednio poprzez podmioty pozostające w tej samej grupie kapitałowej akcji Spółki będących przedmiotem raportu w łącznej liczbie stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego. Nie ma powiązań finansowych o charakterze odbiegającym od standardów rynkowych ze Spółką po stronie osoby przygotowującej rekomendację lub osoby bliskiej. Osoby przygotowujące niniejszy raport, lub osoby bliskie, nie pełnią funkcji w organach Spółki ani nie zajmują stanowisk kierowniczych u Spółki. Nie występują powiązania pomiędzy osobą przygotowującą niniejszy raport, osobą jej bliską, a Spółką.

Poza wyżej wymienionymi przypadkami, pomiędzy DM BOŚ SA, analitykiem/analitykami przygotowującymi niniejszy raport a Spółką nie występują jakiegokolwiek powiązania oraz okoliczności, co do których można w uzasadniony sposób oczekiwać, że będą miały negatywny wpływ na obiektywność raportu, z uwzględnieniem interesów lub konfliktów interesów, z ich strony lub ze strony jakiegokolwiek osoby fizycznej lub prawnej, dotyczących instrumentu finansowego lub Spółki.

#### **Maklerzy**

**Piotr Kalbarczyk**  
tel.: +48 (22) 504 32 43  
p.kalbarczyk@bossa.pl

#### **Wydział Analiz i Rekomendacji**

**Sobiesław Pająk, CFA**  
(Strategia, TMT)

**Sylwia Jaśkiewicz, CFA**  
(Materiały budowlane,  
Dobra podstawowe i konsumenne,  
ochrona zdrowia)

**Tomasz Rodak, CFA**  
(Dobra konsumenne, gry wideo)

**Maciej Wewiórski**  
(Deweloperzy mieszkaniowi  
i nieruchomości, budownictwo)

**Michał Sobolewski, CFA, FRM**  
(Banki i finanse specjalne)

**Jakub Viscardi**  
(Telekomunikacja, Dobra podstawowe  
i konsumenne,  
dystrybutorzy IT, energetyka)

**Łukasz Prokopiuk, CFA**  
(Chemia, górnictwo,  
maszyny górnicze, paliwa)

**Mikołaj Stępień**  
asystent analityka

**Michał Zamel**  
asystent analityka

Copyright © 2021 by DM BOŚ S.A.

**Dom Maklerski Banku Ochrony  
Środowiska Spółka Akcyjna**  
ul. Marszałkowska 78/80  
00-517 Warszawa  
www.bossa.pl  
Information: (+48) 0 801 104 104