



SNIPER
GHOST WARRIOR

OPRACOWANIE:

INC | DOM
MAKLERSKI

ANALITYK:

DR MACIEJ KIETLIŃSKI, CIAA

SNIPER
GHOST WARRIOR

LORDS OF
FALLEN

RAPORT ANALITYCZNY
CI GAMES SE
Z SIEDZIBĄ W WARSZAWIE

DATA UDOSTĘPNIENIA: 9.03.2026 R., GODZ.: 9:15:00

SPIS TREŚCI

1. Podstawowe informacje o Spółce	3
2. Profil Spółki	4
2.1. Profil Biznesowy Spółki	4
2.2. Portfolio produktowe	4
2.3. Plan produktowy spółki na nadchodzące okresy	8
3. Prognoza przychodów i analiza scenariuszowa	10
3.1. Prognoza przychodów przy założeniu dalszej współpracy z Epic Games na zasadzie wyłączności – spojrzenie executive summary	10
3.2. Prognoza przychodów przy założeniu dalszej współpracy z Epic Games na zasadzie wyłączności – spojrzenie szczegółowe	11
3.3. Prognoza przychodów przy założeniu otwartej dystrybucji Lords of The Fallen 2 w wersji na PC - Sporządzenie executive summary	12
3.4. Prognoza przychodów przy założeniu otwartej dystrybucji Lords of The Fallen 2 w wersji na PC - spojrzenie szczegółowe	13
3.5. Analiza opłacalności scenariusza alternatywnego	14
4. Wybrane czynniki ryzyka	15
5. Zastrzeżenia prawne	17

1. Podstawowe informacje o Spółce

Celem niniejszego raportu jest przedstawienie scenariuszy generowania przychodów w związku z planowaną premierą **Lords of the Fallen 2 (LOF2)**. Analiza koncentruje się na wpływie potencjalnych modeli dystrybucji i monetyzacji – w szczególności wariantów publikacji gry na kluczowych platformach sprzedażowych – na profil przychodów oraz na potencjalne czynniki wrażliwości wynikające z pojawiających się w przestrzeni publicznej opinii dotyczących strategii wydawniczej. W niniejszym raporcie nie dokonano żadnej próby oszacowania wartości akcji spółki CI Games.

Na dzień sporządzenia raportu akcje spółki CI Games SE z siedzibą w Warszawie („Spółka”, ticker: CIG) są notowane na Parkiecie Głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podstawowe dane finansowe dla Grupy Kapitałowej CI Games

Dane w tys. PLN	2023	2024	9M 2025
Przychody ze sprzedaży	236 353	80 788	51 915
Zysk operacyjny	23 430	(3 923)	(1 671)
Zysk netto	7 560	(6 614)	912
Środki pieniężne na koniec okresu	30 233	6 287	7 000

Źródło: Raporty okresowe Spółki

Podstawowe dane rynkowe

Ticker: CIG

Rynek notowań: GPW

Sektor: Gaming

Cena zamknięcia 05/03/2026: 2,380 PLN

52 tyg. min/max (PLN): 1,500/ 3,380 PLN

Liczba akcji (mln szt.): 190,82

Kapitalizacja (mln PLN): 459

Free-float (%): 46,35

Średnie obroty na sesję (3M, w szt): 402 716

Źródło: stooq

Struktura Grupy Kapitałowej CI Games

Spółka	Udział w kapitale	Udział w prawach głosu	Metoda konsolidacji
CI Games Inc. USA	100%	100%	pełna
United Label S.A.	100%	100%	pełna
Business Area sp. z o.o	100%	100%	pełna
Business Area sp. z o.o. sp.j.	99,99%	99,99%	pełna
CI Games S.A. sp.j.	0,01%	0,01%	pełna
CI Games UK Ltd.	100%	100%	pełna
CI Games Mediterranean Projects S.L.	75%	75%	pełna
CI Games Bucharest Studio SRL	100%	100%	nie podlega konsolidacji*

*ze względu na poziom istotności tj. udział sumy bilansowej tej jednostki zależnej nie przekracza 2% sumy bilansowej Jednostki dominującej; Źródło: Sprawozdanie finansowe spółki za Q3 2025r.

2. Profil Spółki

2.1. Profil Biznesowy Spółki

- CI Games SE jest niezależnym podmiotem działającym globalnie w segmencie gier wideo, obejmującym pełny łańcuch wartości: wydawnictwo (publishing), produkcję (development) oraz dystrybucję (distribution). Spółka została założona w 2002 r. i posiada wieloletnie doświadczenie w komercjalizacji własnych marek, które uzyskały rozpoznawalność na rynkach międzynarodowych
- Model operacyjny CI Games opiera się na skalowaniu portfela IP oraz monetyzacji francyz poprzez sprzedaż globalną. Historycznie kluczowymi aktywami produktowymi były m.in. seria **Sniper Ghost Warrior** (szacowana sprzedaż przekraczająca 17mln egzemplarzy) oraz franczyza **Lords of the Fallen** (szacowana sprzedaż przekraczająca 5mln egzemplarzy), co potwierdza zdolność spółki do budowy i utrzymania komercyjnie istotnych marek w segmencie AAA.
- Spółka dysponuje rozproszoną, międzynarodową bazą produkcyjną – operacyjne studia zlokalizowane są w Warszawie, Barcelonie oraz Bukareszcie – co wspiera skalowalność projektów i dostęp do kompetencji na kluczowych rynkach talentowych.
- CI Games jest spółką **notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie** oraz większościowym udziałowcem **United Label** – wyspecjalizowanego studia wydawniczego utworzonego w 2018 r., skoncentrowanego na mniejszych, lecz ambitnych projektach. W ramach tej działalności United Label wprowadziło na rynek m.in. **Röki** (2020; uznanie krytyków i nominacja do The Game Awards w kategorii „Debut Indie Game”), a także tytuły **Eldest Souls** i **Tails of Iron** (premiery w 2021 r.), co dywersyfikuje ekspozycję grupy na segment indie/premium i poszerza pipeline wydawniczy

2.2. Portfolio produktowe

Gra	Krótki opis	Platformy wydania
Sniper Ghost Warrior Contracts 2	Taktyczna strzelanka FPP skoncentrowana na eliminacjach z ekstremalnych dystansów.	PC (Windows), PS4, PS5, Xbox One, Xbox Series X S
Sniper Ghost Warrior Contracts	Taktyczna strzelanka/stealth w formule kontraktów na relatywnie otwartych mapach	PC (Windows), PS4, Xbox One
Lords of the Fallen	Action-RPG w konwencji dark fantasy („soulslike”), oparty na wymagającej walce i progresji postaci	PC (Windows), PS4, Xbox One (oraz wersje mobilne: Android/iOS)
Sniper Ghost Warrior 3	Taktyczna strzelanka FPP z elementami skradania i otwartym światem	PC (Windows), PS4, Xbox One
Sniper: Ghost Warrior 2	Taktyczna strzelanka/stealth z naciskiem na balistykę i „snajperskie” podejście do misji	PC (Windows), PS3, Xbox 360
Sniper: Ghost Warrior (2010)	Taktyczna strzelanka/stealth osadzona w realiach działań snajperskich (wczesna odsłona serii).	PC (Windows), PS3, Xbox 360
Dogfight 1942	Zręcznościowy symulator walk powietrznych II WŚ.	PC (Windows), PS3, Xbox 360
Enemy Front	Strzelanka FPP w realiach II WŚ (wątek ruchu oporu; kampania single + multiplayer)	PC (Windows), PS3, Xbox 360
Alien Rage	Dynamiczny FPS science-fiction (kampania single + rywalizacja multiplayer).	PC (Windows), PS3, Xbox 360

Źródło: Strona internetowa CI Games

Lords of The Fallen



Źródło: https://wallpapercg.com/the-lords-of-the-fallen-wallpapers?utm_

- Lords of the Fallen to **AAA action RPG w formule souls-like**, nastawione na wymagającą walkę, rozwój postaci i eksplorację w mrocznym, wysokofantastycznym świecie. Gracz wciela się w jednego z Mrocznych Krzyżowców i przemierza **dwa przenikające się wymiary** (świat żywych i Umbral), co wpływa na poziom trudności, ścieżki przejścia i dostęp do zasobów. Rdzeniem rozgrywki jest **taktyczny combat**, zarządzanie buildem (broń, pancerz, magia) oraz bossowie, gdzie postęp wynika głównie z opanowania mechanik i świadomych decyzji ekwipunkowych.
- Franczyza Lords of the Fallen pozostaje strategicznym aktywem CI Games i kluczowym driverem wartości w portfolio spółki. Skala biznesu jest istotna – szacowane ponad 5 mln sprzedanych egzemplarzy oraz szacowane 100+ mln USD skumulowanych przychodów – co potwierdza jej zdolność do generowania materialnych przepływów w dłuższym horyzoncie.
- Wydanie Lords of the Fallen (2023) jako pełnego rebootu i modernizacji IP zostało skutecznie pozycjonowane w segmencie AAA action RPG na platformy latest-gen, co przełożyło się na szybkie tempo monetyzacji (1 mln sprzedaży < 10 dni)).
- Z perspektywy jakości produktu tytuł utrzymuje umiarkowanie solidne oceny (Metacritic 75 na PC oraz 67% pozytywnych ocen na Steam), a jednocześnie spółka zademonstrowała ponadprzeciętną zdolność do poprawy retencji i zaangażowania poprzez ciągłe wsparcie live-ops.
- Dostarczenie 70+ darmowych aktualizacji i wyraźnie pozytywna reakcja społeczności wzmocniły dynamikę użytkowania, czego odzwierciedleniem był wysoki wskaźnik peak concurrent users w 2025 i na początku 2026 – na poziomach przewyższających znaczną część 2024. W efekcie franczyza buduje profil przychodów bliższy modelowi długiego ogona, ograniczając zależność od jednorazowego okna premierowego i zwiększając przewidywalność monetyzacji w czasie.

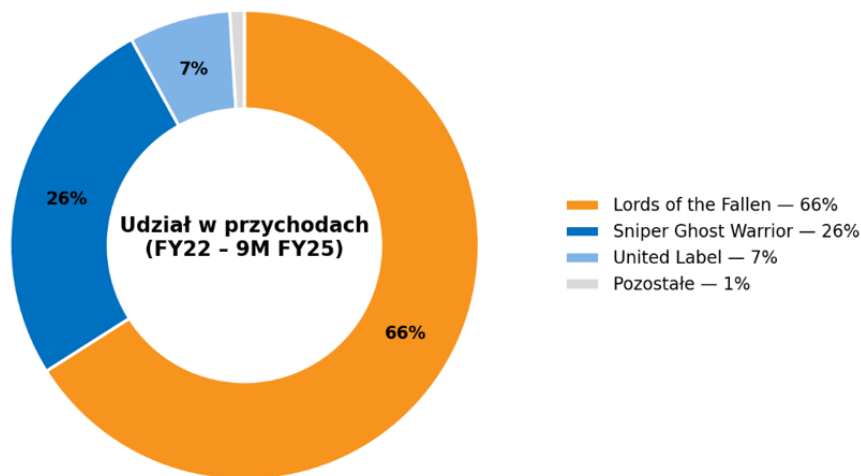
Sniper Ghost Warrior



Źródło: Steam, <https://pressakey.com/gameinfos,3058,,,Sniper-Ghost-Warrior-3,.html>

- Sniper Ghost Warrior (SGW) to jedna z kluczowych marek w portfelu CI Games, historycznie zapewniająca istotny udział w przychodach dzięki długiemu cyklowi życia tytułów i zdolności do generowania sprzedaży w modelu „long tail”. Franczyza jest pozycjonowana jako FPS z wyraźnym wyróżnikiem w postaci realistycznego doświadczenia snajperskiego, w tym rozbudowanej balistyki i nacisku na taktyczne podejście do eliminacji celów.
- W ujęciu biznesowym SGW pełni rolę stabilizatora wyników pomiędzy premierami największych tytułów, a kontynuacją rozwoju marki (w tym projekt SGW Evolved) wpisuje się w strategię utrzymania regularnej podaży produktów oraz dalszej monetyzacji bazy graczy.
- Franczyza Sniper Ghost Warrior osiągnęła dotychczas skalę (szacunkowo) 17,2+ mln sprzedanych egzemplarzy oraz 165+ mln USD skumulowanych przychodów, co potwierdza jej istotną pozycję komercyjną w portfolio. Marka posiada 15-letni track record i konsekwentnie budowaną bazę odbiorców – obejmującą fanów, media oraz środowisko influencerów – rozwijaną na przestrzeni pięciu odłón.
- W ujęciu rynkowym SGW jest pozycjonowana jako najlepiej sprzedająca się franczyza first-person sniping, co wzmacnia jej rozpoznawalność w segmencie FPS.
- Nowy projekt rozwijany jest pod nadzorem Executive Producera odpowiedzialnego za dwie ostatnie i najbardziej udane części serii, co ogranicza ryzyka wykonawcze na poziomie produkcyjnym. Jednocześnie spółka sygnalizuje, że prace znajdują się obecnie na wczesnym etapie, równoległe z rozbudową zasobów studia, co sugeruje fazę budowania zdolności produkcyjnych przed wejściem w intensywniejsze etapy developmentu.

Przybliżony udział procentowych poszczególnych francyz w przychodach spółki



Źródło: Dane spółki

- Portfolio produktowe wskazuje na koncentrację CI Games na dwóch filarach gatunkowych (FPS oraz action-RPG) i monetyzację przede wszystkim w oparciu o kluczowe franczyzy **Sniper Ghost Warrior** oraz **Lords of the Fallen**, przy jednoczesnym utrzymywaniu uzupełniającego katalogu tytułów legacy.
- Struktura przychodów potwierdza wysoką koncentrację wyników na wiodących IP: **Lords of the Fallen** odpowiada za ok. **66%** przychodów, a **Sniper Ghost Warrior** za ok. **26%** (łącznie ~92%)
- Koncentracja przychodów na dwóch wiodących francyzach odzwierciedla skalę oraz dojrzałość kluczowych IP spółki, które były rozwijane w wielu odsłonach i potwierdziły zdolność do długoterminowej monetyzacji. W praktyce oznacza to możliwość efektywnego wykorzystania rozpoznawalności marek, lepszą przewidywalność popytu w kolejnych cyklach wydawniczych oraz istotny potencjał sprzedaży katalogowej (backlist) pomiędzy premierami. Taki profil sprzyja również optymalizacji nakładów marketingowych dzięki re-użyciu kapitału marki i istniejącej bazie odbiorców
- Udział **United Label** na poziomie ok. **7%** wskazuje na istotny, choć nadal drugorzędny wkład działalności wydawniczej w segmencie indie/premium, stanowiący element dywersyfikacji, lecz bez przełomowego wpływu na miks przychodowy. W konsekwencji, dla oceny inwestycyjnej kluczowe znaczenie ma zdolność spółki do podtrzymania dynamiki sprzedaży głównych francyz oraz stopniowego obniżania koncentracji poprzez rozwój i skalowanie dodatkowych IP.

Przychody spółki w podziale na produkty

	FY22	FY23	FY24	9M FY25
Lords of the Fallen – franczyza	2,0	196,3	50,6	30,8
Sniper Ghost Warrior – franczyza	45,0	30,9	24,3	12,2
Legacy	1,2	1,3	1,1	0,8
United Label	8,5	7,8	4,8	8,1
Przychody razem	56,7	236,3	80,8	51,9
EBITDA	16,0	89,6	42,9	21,8

Źródło: Dane spółki

- Wyniki za **9M FY25** pozostają solidne, a kluczowym czynnikiem była **aktualizacja Lords of the Fallen v2.0 (kwiecień 2025)**, która potwierdziła skuteczność strategii **“Players First”** i przełożyła się na istotną monetyzację tytułu nawet **ponad 18 miesięcy po premierze**. Jednocześnie brak nowych, pełnoskalowych premier w latach **2024–2025** ograniczył poziom przychodów względem **wyjątkowo mocnego FY23**, co jest widoczne w porównaniu rok do roku.
- **Sniper Ghost Warrior** nadal generuje znaczące wpływy w późnej fazie cyklu życia produktu, odpowiadając w **FY24** za około **30%** sprzedaży, co wzmacnia dywersyfikację źródeł przychodu. Na poziomie rentowności spółka utrzymuje **dyscyplinę kosztową i wysoką sprawność operacyjną**, czego potwierdzeniem jest **stabilnie dodatnia EBITDA** w analizowanych okresach.

2.3 Plan produktowy spółki na nadchodzące okresy



Źródło: Spółka

- Plan produktowy pokazuje czytelną, trzyetapową ścieżkę rozwoju – od kontynuacji sprawdzonego IP (**Lords of the Fallen II**, 2026), przez bardziej komercyjny restart (**SGW Evolved**, 2027 TBC), aż po nowe, filmowe doświadczenie fantasy (**Projekt H**, 2028 TBC). W krótkim terminie firma wzmacnia swoją pozycję w RPG, bazując na istniejących systemach i podejściu nastawionym na potrzeby graczy.
- W średnim terminie widać dywersyfikację gatunkową i próbę poszerzenia rynku poprzez FPS z elementami survivalu. Długofalowo plan sugeruje budowanie kolejnego dużego filaru w segmencie komercyjnego fantasy, przy czym oznaczenia TBC wskazują na elastyczność harmonogramu i konieczność kontrolowania ryzyk terminowych.

Lords of the Fallen 2

Lords of the Fallen II to kolejny, pełnoprawny „major entry” w rozwijanej franczyzie CI Games, planowany na **2026 r.** i budowany w filozofii **“Players First”** – czyli szeroki adresowalny rynek i projektowanie pod realne zachowania graczy, a nie tylko „core hardcore”. Tytuł ma rozwijać to, co gracze docenili w **LOTF 2023**, jednocześnie adresując kluczowe uwagi z poprzedniej iteracji jeszcze przed premierą. Od strony technologicznej gra powstaje na **Unreal Engine 5** i celuje w pełne spektrum platform current-gen: **PC, PS5/PS5 Pro oraz Xbox Series X|S**.

Dlaczego może pozytywnie zaskoczyć? Po pierwsze, spółka zakłada rosnącą bazę odbiorców: społeczność LOTF 2023 może według szacunków osiągnąć **blisko 10 mln graczy** do momentu premiery LOTF II, co realnie powiększa górny lejek sprzedażowy (awareness → purchase) na starcie.

Po drugie, gatunek souls-like w ostatnich latach znacząco się „zmainstreamował” – hity rynkowe poszerzyły pulę graczy, co powinno sprzyjać lepszej konwersji w 2026 niż w 2023. Po trzecie, otoczenie sprzętowe działa na korzyść: **zainstalowana baza konsol** w 2026 ma być według założeń **~2x wyższa vs 2023**, co wprost zwiększa potencjalny popyt na premierę na platformach konsolowych.

Dodatkowo LOTF II ma korzystać z „franchise learnings”: kluczowe elementy rozwijane w ramach **v2.0** (np. funkcje pokroju shared progression co-op) mają być fundamentem rozwiązań w sequelu, a słabości poprzedniej odsłony mają być „zamknięte” przed launch’em, redukując ryzyko powtórzenia problemów jakościowych w pierwszych tygodniach sprzedaży. Od strony produkcyjnej spółka podkreśla efekt dźwigni: wykorzystanie istniejącej bazy technologicznej, assetów i doświadczeń z LOTF 2023 ma poprawiać efektywność wytwarzania i jakość dowozu, co jest kluczowe dla utrzymania pozytywnego sentymentu po premierze i dłuższego, bardziej odpornego long-tail.

Można wymienić kilka przesłanek, które mogą świadczyć o tym, iż projekt ma znaczący potencjał sprzedażowy:

- **Silna marka i globalny zasięg IP:** *Lords of the Fallen* jest już rozpoznawalną marką na rynku globalnym, z wypracowaną, lojalną bazą graczy. To obniża ryzyko „cold startu” i wspiera lepszą konwersję marketingu na sprzedaż w oknie premierowym.
- **Wsparcie influencerów (influencer advocacy):** tytuł jest wskazywany jako „pewniak” wśród kluczowych twórców/komentatorów jak np. **Asmongold, Fextralife**. Dla gier z segmentu action-RPG/souls-like to krytyczne, bo część popytu buduje się przez społeczności i rekomendacje „taste-makers”, a nie tylko przez paid marketing.
- **Rygorystyczne playtesty i kontrola jakości („launch when ready”):** spółka deklaruje intensywne testy wewnętrzne i zewnętrzne na przestrzeni produkcji oraz podejście „wypuszczamy dopiero, gdy gotowe”. To bezpośrednio adresuje największe ryzyko premier AAA/AA: reputacyjny damage w pierwszych 1–2 tygodniach, który często nieodwracalnie psuje krzywą sprzedaży.
- **Udowodnione podejście live-ops / post-launch:** LOTF 2023 ma być pokazywany jako przykład konsekwentnego wsparcia po premierze – **70+ darmowych update’ów**, dobrze przyjętych przez community. To wzmacnia zaufanie rynku do tego, że sequel będzie dopracowany, co zwiększa skłonność do zakupu w dniu premiery.
- **Mocny odbiór materiałów marketingowych (trailer & gameplay reception):** **bardzo pozytywna reakcja community** na trailery i świeże materiały z walki, a trailer z **The Game Awards 2025** był **w top 10 najczęściej oglądanych** trailerów wydarzenia. To jest istotny sygnał wczesnego popytu (awareness + intent) i jakości „first impression”, która zwykle koreluje z siłą launchu.

Sniper Ghost Warrior Evolved

Sniper Ghost Warrior Evolved to kolejna duża odsłona franczyzy SGW z targetem premiery w 2027 r., rozwijana w podejściu „Players First” i projektowana pod szeroki, globalny rynek FPS. Kluczowa teza produktowa zakłada utrzymanie „signature” snajperskiego gameplayu, ale wzmocnienie go o immersyjne elementy zaczerpnięte z bardzo popularnego gatunku survival, co powinno poszerzyć bazę odbiorców poza klasycznych fanów serii. Tytuł powstaje na Unreal Engine 5 i jest budowany z myślą o pełnym pokryciu platform current-gen: PC, PS5/PS5 Pro oraz Xbox Series X|S.

Franczyza ma udokumentowaną zdolność monetyzacji: historycznie tytuły z linii Sniper Ghost Warrior Contracts osiągały atrakcyjne zwroty z inwestycji (ok. 1,8x ROI dla Contracts oraz ok. 3,0x ROI dla Contracts 2).

Co więcej, sama marka jest „sprawdzona rynkowo” – franczyza szacunkowo sprzedała 17 mln+ kopii w ramach pięciu komercyjnie udanych odsłon od 2010 r., co znacząco obniża ryzyko popytowe w porównaniu z nowym IP.

Ponadto jakość i odbiór ostatnich iteracji wspierają tezę o kontynuacji: SGW Contracts 2 (2021) uzyskało 84% oceny użytkowników na Steam, a dodatkowo sprzedało 1 mln kopii w mniej niż rok (najszybciej w historii serii).

Projekt H

Projekt H to wysokobudżetowa gra Action RPG osadzona w mrocznym, średniowiecznym dark fantasy, planowana z myślą o premierze w 2028 roku. Rdzeniem doświadczenia jest taktyczny, souls-like’owy model walki, który premiuje świadome decyzje, timing oraz czytelność systemów. Całość stworzona jest w podejściu „Players First”, aby zapewnić szeroką dostępność i atrakcyjność dla możliwie dużego rynku przy zachowaniu wysokiej jakości i głębi rozgrywki.

Produkcja celuje w silnie filmową, maksymalnie immersyjną prezentację, wspieraną przez najnowsze możliwości technologiczne. Gra powstaje na Unreal Engine 5 i jest projektowana pod PC, PlayStation 5 / PS5 Pro i Xbox Series X|S.

Projekt wykorzystuje rozpoznawalność i impet rynkowy marki Lords of the Fallen, zapewniając natychmiastową atrakcyjność dla rosnącej, zaangażowanej grupy odbiorców gatunku.

Opiera się na wieloletnim know-how zespołu w segmencie action RPG oraz na aktualnym trendzie powrotu do single-playerowych, linearnych gier akcji z silnym naciskiem na narrację i eksplorację. Rozwój będzie

zoptymalizowany dzięki wykorzystaniu sprawdzonych systemów i architektury technologicznej wywodzących się z franczyzy Lords of the Fallen. Dodatkową dźwignią efektywności jest współdzielenie kompetencji i zasobów między studiami, co ogranicza ryzyko i przyspiesza iterację.

3. Prognoza przychodów i analiza scenariuszowa

3.1. Prognoza przychodów przy założeniu dalszej współpracy z Epic Games na zasadzie wyłączności – spojrzenie executive summary

Prognoza (PLN mln) – Przychody łącznie i wg produktów

Pozycja	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Lords of the Fallen - franczyza	41,1	32,9	26,3	21,0
Sniper Ghost Warrior - franczyza	16,3	13,8	11,8	10,0
Legacy	1,1	1,0	0,9	0,8
United Label	10,8	11,3	11,9	12,5
Lords of the Fallen 2 (premiera FY26)	0,0	243,5	57,4	34,6
Sniper Ghost Warrior Evolved (premiera FY27)	0,0	0,0	68,0	15,8
Project H (premiera FY28)	0,0	0,0	0,0	253,7
Przychody razem	69,2	302,4	176,1	348,4

Źródło: Analiza DM INC

Prognozowane wolumeny nowych tytułów (szt.)				
Lords of the Fallen 2	0	1 500 000	508 000	358 000
Sniper Ghost Warrior Evolved	0	0	600 000	200 000
Project H	0	0	0	1 500 000

Źródło: Analiza DM INC

- W scenariuszu bazowym prognozujemy wyraźną zmianę profilu przychodowego CI Games, zdominowaną przez cykl premierowy trzech nowych tytułów: **Lords of the Fallen 2 (FY26)**, **Sniper Ghost Warrior Evolved (FY27)** oraz **Project H (FY28)**. Model zakłada klasyczny „premiere-driven revenue profile” z istotnym pikiem przychodów w roku premiery oraz istotnym spadkiem w kolejnych latach.
- Skok w FY26E jest determinowany prognozowaną premierą **LOTF2 (243,5 mln PLN)**, a następnie w FY27E źródłem stabilizacji topline jest prognozowana premiera **SGW Evolved (68,0 mln PLN)**, natomiast FY28E domyka kolejną prognozowaną premiera – **Project H (253,7 mln PLN)**, częściowo kompensując wygasanie przychodów z LOTF2 i SGW Evolved w long-tail.
- Warto podkreślić, że przychody z istniejącego katalogu w horyzoncie prognozy mają charakter malejący, podczas gdy United Label zakłada umiarkowaną trajektorię wzrostu.

3.2. Prognoza przychodów przy założeniu dalszej współpracy z Epic Games na zasadzie wyłączności – spojrzenie szczegółowe

- W scenariuszu bazowym rozbijamy przychody z nowych premier na trzy główne kanały dystrybucji: PlayStation, PC oraz Xbox. Struktura kanałowa jest wprost pochodną przyjętego miks platform dla danej gry i roku, różnic w średniej cenie transakcyjnej pomiędzy PC i konsolami oraz założeń dotyczących podatku sprzedażowego i prowizji platform. W efekcie otrzymujemy powtarzalny obraz „konsolowo-zdominowanego launchu” z istotnym, ale nie dominującym udziałem PC, przy czym PC stanowi kluczowy element wrażliwości modelu na zmianę reżimu dystrybucyjnego w dalszej analizie rozpatrując alternatywnie rozpatrywany scenariusz niezależnienia się od Epic Games i wejścia spółki w formułę otwartej dystrybucji swoich produktów w wersji na PC.
- Dla **Lords of the Fallen 2** (premiera FY26) prognozujemy przychody na poziomie **243,5 mln PLN w FY26**, **57,4 mln PLN w FY27** oraz **34,6 mln PLN w FY28**. W roku premiery FY26 przychody są generowane przede wszystkim przez PlayStation, które odpowiada za ok. **50,7%** przychodów gry; kanał PC stanowi ok. **24,6%**, natomiast Xbox ok. **24,7%**. Co istotne, podobna proporcja utrzymuje się również w kolejnych latach (FY27–FY28), ponieważ model zakłada spójny miks platform w „ogonach” oraz stabilną relację cenową i prowizyjną pomiędzy kanałami. Z perspektywy analitycznej oznacza to, że LOTF2 ma materialną ekspozycję na PC już w scenariuszu status quo, co zwiększa wrażliwość przychodów na ewentualne decyzje dotyczące strategii dystrybucji na rynku PC
- Analogiczny obraz widoczny jest w przypadku **Sniper Ghost Warrior Evolved** (premiera FY27). W naszej prognozie przychody SGW Evolved wynoszą **68,0 mln PLN w FY27** oraz **15,8 mln PLN w FY28**. W roku premiery (FY27) PlayStation odpowiada za ok. **48,4%** przychodów gry, PC za ok. **35,5%**, a Xbox za ok. **16,1%**.
- W przypadku **Project H** (premiera FY28) prognozujemy przychody **253,7 mln PLN w FY28**. PlayStation odpowiada za ok. **39,3%** przychodów, PC za ok. **45,6%**, a Xbox za ok. **15,1%**.
- Na poziomie wolumenów sprzedaży (jednostek) model zakłada klasyczną krzywą „launch + decay” dla nowych tytułów. Dla LOTF2 prognozujemy **1,50 mln szt. w FY26**, następnie **0,51 mln szt. w FY27** oraz **0,36 mln szt. w FY28**, co implikuje zejście wolumenu do ok. **34%** poziomu launchu w roku 2 oraz do ok. **24%** w roku 3.
- Dla SGW Evolved prognozowany wolumen w roku premiery wynosi **0,60 mln szt. w FY27**, a w FY28 spada do **0,20 mln szt.**, czyli również do ok. **33%** poziomu launchu.
- Dla Project H w roku premiery (FY28) przyjmujemy **1,50 mln szt.** Taka konstrukcja jest zgodna z typową dynamiką sprzedaży gier premium: największa koncentracja przychodów i wolumenu przypada na pierwsze kwartały po premierze, a następnie następuje normalizacja w long-tail (wspierana promocjami).
- Kluczowe założenia, które zostały zaimplementowane do kalkulacji przychodów w modelu, mają charakter operacyjny i są spójne z logiką rozpoznawania topline w modelach publishingowych. W modelu przyjęto kurs **PLN/USD = 3,60** (wykorzystywany do przeliczeń pomocniczych).
- Założenia cenowe (ASP) **przyjęte do gier LOTF2 oraz Projekt H** wynikają z cen katalogowych LOTF: **69,99 USD na konsolach** oraz **69,99 USD na PC**, co przy kursie 3,6 implikuje **ASP** (po uwzględnieniu podatków i prowizji platform dystrybucyjnych) **konsolowe w launchu ~153,4 PLN/szt.** oraz **ASP** (po uwzględnieniu podatków i prowizji platform dystrybucyjnych) **PC w launchu ~192,8 PLN/szt.** Dodatkowo wprowadzono dyskonto ASP w long-tail: **0,70** w roku 2 oraz **0,60** w roku 3+, co odzwierciedla oczekiwany wzrost udziału promocji, regional pricing oraz naturalny spadek cen w dojrzałej fazie cyklu życia tytułu.
- Założenia cenowe (ASP) **przyjęte do SGW Evolved** wynikają z szacownych cen katalogowych: **49,99 USD na konsolach** oraz **49,99 USD na PC**, co przy kursie 3,6 implikuje **ASP** (po uwzględnieniu podatków i prowizji platform dystrybucyjnych) **konsolowe w launchu ~109,5 PLN/szt.** oraz **ASP PC** (po uwzględnieniu podatków i prowizji platform dystrybucyjnych) **w launchu ~76,7 PLN/szt.** Dodatkowo wprowadzono dyskonto ASP w long-tail: **0,70** w roku 2 oraz **0,60** w roku 3+, co odzwierciedla oczekiwany wzrost udziału promocji, regional pricing oraz naturalny spadek cen w dojrzałej fazie cyklu życia tytułu.
- Po stronie prowizji platform, w tej wersji modelu scenariusza bazowego efektywna prowizja użyta dla kanału PC uwzględniającego wszystkie platformy dystrybucyjne kształtuje się na poziomie ok. **22,85%**, dla wyłącznej dystrybucji Epic zastosowano **12%**, natomiast dla PS i Xbox zastosowano **30%**.

- Wreszcie, w warstwie „starego katalogu” model zakłada stałe tempa zmian rok do roku po FY25E: **LOTF franczyza (tail) –20% r/r**, **SGW franczyza (tail) –15% r/r**, **Legacy –10% r/r**, przy jednoczesnym umiarkowanym wzroście **United Label +5% r/r**. Te założenia są istotne, ponieważ mimo dominacji nowych premier w topline, istniejący katalog buduje bazę przychodową, wpływa na stabilność przepływu przychodów między premierami i ogranicza zmienność roczną w okresach „post-launch normalization”.

3.3. Prognoza przychodów przy założeniu otwartej dystrybucji Lords of The Fallen 2 w wersji na PC - Spojrzenie executive summary

Prognoza (PLN mln) – Przychody łącznie i wg produktów

Pozycja	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E
Lords of the Fallen - franczyza	41,1	32,9	26,3	21,0
Sniper Ghost Warrior - franczyza	16,3	13,8	11,8	10,0
Legacy	1,1	1,0	0,9	0,8
United Label	10,8	11,3	11,9	12,5
Lords of the Fallen 2 (premiera FY26)	0,0	323,3	79,2	48,5
Sniper Ghost Warrior Evolved (premiera FY27)	0,0	0,0	68,0	15,8
Project H (premiera FY28)	0,0	0,0	0,0	253,7
Przychody razem	69,2	382,3	198,0	362,3

Źródło: Analiza DM INC

Prognozowane wolumeny nowych tytułów (szt.)				
Lords of the Fallen 2	0	2 020 200	707 070	505 050
Sniper Ghost Warrior Evolved	0	0	600 000	200 000
Project H	0	0	0	1 500 000

Źródło: Analiza DM INC

- **W przestrzeni publicznej** pojawiły się **dywagacje** w zakresie **wpływu zmiany modelu dystrybucji gry Lords of the Fallen 2** na przychody spółki oraz strategię jej monetyzacji – nasza analiza jest próbą udzielenia odpowiedzi na wskazane pytania.
- W scenariuszu alternatywnym zakładamy **odejście od modelu PC-exclusivity na Epic Games Store dla gry Lords of the Fallen 2** i przejście na **otwartą dystrybucję wersji PC** (Steam + kanały third-party + Epic). To założenie ma charakter strategiczny: spółka przestaje być ograniczona do platformy o marginalnym udziale rynkowym na PC i otwiera sprzedaż na kanały o najwyższej płynności popytu (w szczególności Steam). W konsekwencji model implikuje **istotnie wyższą penetrację PC w miksie przychodowym** nowych premier, co przekłada się na wyższy topline w latach premierowych, mimo strukturalnie niższego ASP na PC względem konsol.
- W scenariuszu alternatywnym kluczowa jest **zmiana struktury kanałowej przychodów** nowych premier. Z punktu widzenia tezy inwestycyjnej najistotniejsze jest, że w warunkach otwartej dystrybucji PC udział PC w przychodach nowych tytułów rośnie do poziomów, które zaczynają konkurować z PlayStation jako dominującym kanałem.
- Dla **Lords of the Fallen 2** (szacowana premiera FY26) prognoza wskazuje na wyraźne przesunięcie miksu w stronę PC: w roku premiery FY26 przychody z tytułu wynoszą **323,3 mln PLN**, przy strukturze kanałowej ok. **PS 37,0% / PC 45,0% / Xbox 18,0%**. Oznacza to, że **PC staje się największym źródłem topline** dla LOTF2 w roku premiery – co jest bezpośrednią konsekwencją otwarcia dystrybucji na Steam i kanały third-party. W ujęciu wartościowym przekłada się to na ok. **145,4 mln PLN** przychodów z PC wobec **119,6 mln PLN** z PlayStation i **58,3 mln PLN** z Xbox. W kolejnych latach (FY27–FY28) struktura pozostaje zbliżona (modelowo spójny miks platform w ogonie przy dyskontach ASP), co implikuje trwałą,

podwyższoną ekspozycję franczyzy na kanał PC w całym 3-letnim oknie prognozy. Wolumenowo LOTF2 sprzedaje się w omawianym scenariuszu na poziomie **2,02 mln szt. w FY26**, następnie **0,71 mln szt. w FY27** i **0,51 mln szt. w FY28**, co odpowiada standardowej krzywej „launch + decay” (ok. 35% wolumenu w roku 2 i ok. 25% w roku 3).

- W przypadku planowanych premier SGW Evolved oraz Projektu H, założenia dotyczące zarówno wolumenów sprzedanych egzemplarzy jak i uzyskanych przychodów pozostają bez zmian wobec scenariusza bazowego

3.4. Prognoza przychodów przy założeniu otwartej dystrybucji Lords of The Fallen 2 w wersji na PC - spojrzenie szczegółowe

- Na poziomie topline w scenariuszu alternatywnym prognozowane **przychody łączne** wynoszą **69,2 mln PLN w FY25E**, **382,3 mln PLN w FY26E**, **198,0 mln PLN w FY27E** oraz **362,3 mln PLN w FY28E**. Skok w FY26E wynika z premiery **Lords of the Fallen 2**, dla której prognozujemy **323,3 mln PLN w FY26**, a następnie **79,2 mln PLN w FY27** i **48,5 mln PLN w FY28**.
- W FY27E drugim filarem topline jest premiera **Sniper Ghost Warrior Evolved** z przychodami **68,0 mln PLN w FY27** oraz **15,8 mln PLN w FY28**.
- FY28E domyka premiera **Project H** z przychodami **253,7 mln PLN**. Jednocześnie przychody z istniejącego katalogu (LOTF franczyza, SGW franczyza, Legacy) pozostają trendowo malejące zgodnie z przyjętymi stopami decay, podczas gdy **United Label** utrzymuje umiarkowaną trajektorię wzrostu.
- Po stronie założeń operacyjnych, scenariusz alternatywny utrzymuje tę samą mechanikę rozpoznawania topline co scenariusz bazowy. W modelu przyjęto kurs **PLN/USD = 3,6**. Założenia cenowe wynikają z cen katalogowych: **69,99 USD na konsolach** i **69,99 USD na PC** oraz podatków i prowizji platform dystrybucyjnych, co przekłada się na odpowiednio ASP wysokości **153,4 PLN (konsole)** oraz **169,0 PLN (PC)** w roku premiery. W long-tail stosowane są dyskonta ASP: **0,70 w roku 2** oraz **0,60 w roku 3+**, co odzwierciedla oczekiwane zwiększenie udziału promocji i regional pricing w dojrzałej fazie cyklu życia tytułu.
- Model uwzględni również dekompozycję kanału PC w scenariuszu otwartej dystrybucji (**Steam 80%**, **third-party 15%**, **Epic 5%**) oraz odpowiadające im prowizje (w tym wyższą prowizję Steam vs Epic), co pozwala uchwycić fakt, że wzrost przychodów w scenariuszu alternatywnym ma źródło przede wszystkim w **większej skali sprzedaży i przesunięciu miksu**, a nie w poprawie jednostkowego take rate.
- Dodatkowo, w scenariuszu alternatywnym uwzględniliśmy jakościowo inny profil monetyzacji w **long-tail na PC** wynikający z charakterystyki poszczególnych platform. Zgodnie z danymi historycznymi, **na Steam przychody z lat 3–5 typowo generowały szacunkowo ok. 30–35% wartości sprzedaży z lat 1–2 (a potencjalnie więcej)**, podczas gdy **na Epic – ze względu na bardziej stromą krzywą spadku – szacunkowo jedynie ok. 15–20%**. Innymi słowy, otwarcie dystrybucji PC nie tylko zwiększa bazę sprzedażową w oknie premierowym (większy dostęp do popytu dzięki dominującej pozycji Steam na rynku PC), ale również **poprawia “tail resilience”** – zdolność tytułu do dłuższego utrzymywania istotnych wolumenów i przychodów w kolejnych latach. Ten efekt działa wprost na korzyść scenariusza alternatywnego, ponieważ część upliftu względem status quo materializuje się nie tylko w roku premiery, lecz również w późniejszej fazie cyklu życia produktu, kiedy różnice w dynamice long-tail pomiędzy Steam i Epic istotnie się kumulują.
- Podsumowując, scenariusz alternatywny (**odejście od modelu PC-exclusivity na Epic Games Store dla gry Lords of the Fallen 2**) pokazuje, że otwarcie dystrybucji PC – zwłaszcza dla LOTF2 – prowadzi do wyraźnego zwiększenia ekspozycji na kanał PC (ok. **45%** przychodów tytułu w FY26) i podnosi potencjał topline w horyzoncie premierowym. W praktyce PC przestaje być kanałem drugoplanowym względem konsol, a staje się współliderem monetyzacji (LOTF2) lub istotnym kontrybutorem (SGW Evolved, Project H), co wzmacnia inwestycyjną tezę o materialności decyzji dystrybucyjnych na rynku PC dla profilu przychodowego CI Games w latach FY26–FY28.

3.5. Analiza opłacalności scenariusza alternatywnego

Metryka	FY26E	FY27E	FY28E	Suma FY26–FY28
Przychody spółki (PLN mln)				
Scenariusz bazowy – Przychody razem	302,4	176,1	348,4	826,9
Scenariusz alternatywny – Przychody razem	382,3	198,0	362,3	942,6
Różnica	79,8	21,9	13,9	115,7
Zmiana %	26,4%	12,4%	4,0%	14,0%

LOTF2 – przychody (PLN mln)				
Scenariusz bazowy – LOTF2	243,5	57,4	34,6	335,4
Scenariusz alternatywny – LOTF2	323,3	79,2	48,5	451,0
Różnica	79,8	21,9	13,9	115,7
Zmiana %	32,8%	38,1%	40,4%	34,5%

LOTF2 – udział PC w przychodach (wartościowo)				
Scenariusz bazowy	26,9%	24,0%	22,8%	26,0%
Scenariusz alternatywny	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Zmiana (p.p.)	18,1	21,0	22,2	19,0

Źródło: Analiza DM INC

- W horyzoncie FY26–FY28 analiza scenariuszowa wskazuje, że ewentualne przejście z modelu bazowego (PC dystrybuowane wyłącznie w ramach Epic exclusivity) do scenariusza alternatywnego (otwarta dystrybucja PC, w tym Steam) może **istotnie zwiększyć przychody CI Games**. Prognozowane skumulowane przychody spółki w latach FY26–FY28 rosną z **826,9 mln PLN** w scenariuszu bazowym do **942,6 mln PLN** w scenariuszu alternatywnym, co oznacza **uplift o 115,7 mln PLN**, tj. **+14,0%** względem status quo.
- Efekt jest silnie skoncentrowany w roku premiery LOTF2: w FY26 różnica wynosi **+79,8 mln PLN (+26,4% r/r vs scenariusz bazowy)**, podczas gdy w FY27 i FY28 uplift wygasa odpowiednio do **+21,9 mln PLN (+12,4%)** oraz **+13,9 mln PLN (+4,0%)**. Profil ten jest spójny z ekonomią dystrybucji – największa korzyść pojawia się w „launch window”, a następnie maleje w miarę przechodzenia tytułu w long-tail oraz w miarę rosnącej wagi innych premier w miksie.
- Głównym źródłem wzrostu jest **Lords of the Fallen 2**, który w scenariuszu alternatywnym generuje w FY26–FY28 łącznie **451,0 mln PLN** przychodów wobec **335,4 mln PLN** w scenariuszu bazowym. Oznacza to **+115,7 mln PLN** różnicy, czyli **+34,5%** względem scenariusza bazowego. W praktyce oznacza to, że w ujęciu modelowym **cały skumulowany uplift spółki w okresie FY26–FY28 jest wytłumaczony poprawą monetyzacji LOTF2** w scenariuszu otwartej dystrybucji PC, przy pozostałych elementach (pozostałe premiery i ogon katalogu) traktowanych jako neutralne względem zmiany reżimu dystrybucyjnego w tej iteracji porównania.
- Mechanicznie efekt scenariusza alternatywnego wynika z wyraźnej zmiany miksu kanałowego LOTF2 na korzyść PC. W scenariuszu bazowym udział PC w przychodach LOTF2 wynosi **~26,0%**, natomiast w scenariuszu alternatywnym rośnie do **~45,0%**, co oznacza wzrost o **+19,0 p.p.** W konsekwencji PC staje się współdominującym kanałem dystrybucji (obok PlayStation) dla kluczowego tytułu spółki w roku premiery. Jest to zgodne z tezą stojącą za scenariuszem alternatywnym: otwarcie dystrybucji na PC (Steam i szeroką dystrybucję) nie tylko zwiększa potencjalny zasięg, ale również poprawia odporność sprzedaży na spadek po premierze dzięki silniejszemu long-tail na Steam w porównaniu z bardziej stromą krzywą wygasania sprzedaży w modelu Epic-exclusive. Innymi słowy, mimo nominalnie niższej ASP (średniej ceny sprzedaży) na PC względem konsol, **większy wolumen i wyższy udział PC w miksie przychodów** dominują efekt cenowy, co przekłada się na materialny uplift topline.
- Z perspektywy inwestorskiej wniosek jest jednoznaczny: przy założeniach modelu przejście na scenariusz otwartej dystrybucji PC **poprawia przychody spółki** w horyzoncie FY26–FY28, a kluczowym driverem tej poprawy jest LOTF2 – zarówno w roku premiery, jak i w kolejnych latach poprzez utrzymanie podwyższonej ekspozycji na PC.

4. Wybrane czynniki ryzyka

1) Ryzyko związane z przyjętymi założeniami do modelu przychodowego

W niniejszym raporcie analizie poddano dwa scenariusze sprzedaży gier z portfolio CI Games. Obydwa stanowią efekty wewnętrznej analizy DM INC i nie są prognozą podawaną przez spółkę. Istnieje ryzyko, że wskazane scenariusze się nie zmaterializują. Ponadto należy wskazać, że analizie poddano alternatywny scenariusz dystrybucji gry Lords of the Fallen 2 na zasadzie odejścia od wyłączności dla dystrybucji gry na platformie PC od Epic. Obecnie Emitent w żaden sposób nie skomentował publicznie możliwości realizacji takiego scenariusza, natomiast w przestrzeni publicznej pojawiły się liczne komentarze analityków giełdowych wskazujących na możliwość realizacji takich działań przez spółkę. Nie można zatem w żaden sposób potwierdzić, że przedstawiony w niniejszym raporcie scenariusz zostanie zrealizowany przez spółkę.

2) Ryzyko koncentracji przychodów na ograniczonej liczbie IP i premier

Działalność CI Games ma charakter projektowy i cykliczny, a przychody w znacznym stopniu zależą od powodzenia komercyjnego pojedynczych premier oraz monetyzacji długiego ogona sprzedaży (long-tail). Ewentualne niepowodzenie premier kluczowych tytułów, opóźnienia wydawnicze lub krótszy niż zakładany cykl życia produktu mogą skutkować istotnym obniżeniem przychodów, pogorszeniem płynności oraz koniecznością rewizji planów finansowania produkcji.

3) Ryzyko opóźnień w produkcji i przesunięć terminów premier

Proces wytwarzania gier AAA/AA jest obciążony wysoką niepewnością co do harmonogramu, budżetu i finalnego scope'u. Istnieje ryzyko przesunięć dat premier z przyczyn technologicznych, produkcyjnych, jakościowych (QA), organizacyjnych (rotacja kadry) lub zewnętrznych (certyfikacja konsol, zmiany wymagań platform). Opóźnienia mogą skutkować (i) utratą optymalnego okna rynkowego, (ii) koniecznością zwiększenia kosztów produkcji i testów, (iii) pogorszeniem odbioru inwestorskiego oraz (iv) spadkiem efektywności marketingu.

4) Ryzyko jakości produktu w dniu premiery

W branży gamingowej pierwsze tygodnie po premierze mają materialny wpływ na krzywą sprzedaży (recenzje, Metacritic, Steam rating, rekomendacje influencerów). Ryzyko błędów krytycznych, problemów technicznych (stabilność, optymalizacja, serwery, kompatybilność), niedostatków UX lub negatywnego sentymentu społeczności może prowadzić do trwałego osłabienia popytu, wzrostu refundów oraz konieczności kosztownych działań naprawczych.

5) Ryzyko technologiczne i produkcyjne związane z Unreal Engine 5

Wykorzystanie UE5 wiąże się z ryzykiem opóźnień wynikających z integracji, optymalizacji, kompatybilności z platformami docelowymi, a także ze zmianami i aktualizacjami silnika, które mogą wymuszać modyfikacje pipeline'u oraz dodatkowe prace techniczne. Ponadto istnieje ryzyko niedoszacowania nakładu pracy na optymalizację pod szeroką macierz sprzętową PC, co może przełożyć się na słabsze oceny i wzrost kosztów wsparcia post-launch.

6) Ryzyko utrzymania zasobów produkcyjnych i kluczowych kompetencji

Branża gier charakteryzuje się wysoką konkurencją o talenty (programiści, designerzy, artyści techniczni, producenci). Odejścia kluczowych osób, rotacja w zespołach lub trudności rekrutacyjne mogą wpływać na harmonogram i jakość dowiezienia produktu. W przypadku CI Games ryzyko to jest szczególnie istotne ze względu na koncentrację pipeline'u na kilku równoległych projektach i konieczność utrzymywania kompetencji UE5.

7) Ryzyko presji konkurencyjnej i „release clash”

Rynek action RPG/souls-like oraz FPS jest silnie konkurencyjny i wrażliwy na premiery wysokobudżetowych tytułów w zbliżonym oknie czasowym. Nałożenie się premiery CI Games z premierami konkurencji może ograniczyć widoczność w sklepach cyfrowych, obniżyć organiczny zasięg, wymusić głębsze dyskonta lub spowodować niższy wolumen w dniu premiery.

8) Ryzyko marketingowe i ryzyko efektywności UA (user acquisition)

Ostateczna skala sprzedaży zależy od skuteczności kampanii marketingowej, jakości komunikacji, materiałów promocyjnych, trailerów, a także od algorytmicznej widoczności na platformach (Steam, PlayStation Store, Microsoft Store). Nieosiągnięcie zakładanych KPI (wishlist, CTR, conversion) może skutkować istotnym odchyleniem wolumenów sprzedaży od prognoz.

9) Ryzyko platformowe i dystrybucyjne (uzależnienie od platform, polityk i algorytmów)

CI Games sprzedaje produkcje głównie za pośrednictwem platform dystrybucyjnych, które jednostronnie określają zasady ekspozycji, promocji, prowizji, refundów, ratingów i wymogów compliance. Zmiany w politykach platform, ograniczenia regionalne, decyzje moderacyjne, zmiany w systemach rekomendacji lub w warunkach promocji mogą negatywnie wpłynąć na sprzedaż i realizację prognoz.

10) Ryzyko cenowe i ryzyko dyskontów

Średnia cena transakcyjna (ASP) jest wypadkową polityki cenowej, cen regionalnych, rabatów i działań promocyjnych. Istnieje ryzyko szybszej i głębszej erozji ASP niż zakładana (presja konkurencji, wyprzedaże sezonowe, bundle, key stores), co bezpośrednio obniża przychody. Jednocześnie agresywne rabatowanie może „przesuwać” popyt w czasie i skrócić okres sprzedaży w cenie pełnej.

11) Ryzyko walutowe i geograficzne

Sprzedaż ma charakter globalny, a raportowanie i koszty w znacznym stopniu w PLN. Zmiany kursów walut (USD, EUR, GBP i innych) mogą istotnie wpływać na przychody w PLN, szczególnie przy dużych wolumenach w okresie premierowym. Dodatkowo zmiana miksu regionalnego (większy udział rynków o niższej sile nabywczej) może obniżać ASP.

12) Ryzyko praw własności intelektualnej (IP), licencji i sporów

Branża gamingowa jest podatna na spory dotyczące praw autorskich (assets, muzyka, kody, narzędzia), znaków towarowych, naruszeń licencyjnych, praw do wizerunku, a także roszczeń kontraktowych z podwykonawcami i partnerami. Materializacja tego ryzyka może skutkować kosztami prawnymi, koniecznością modyfikacji contentu, a w skrajnych przypadkach czasowym wstrzymaniem sprzedaży na platformach.

13) Ryzyko regulacyjne i compliance

Spółka podlega wymogom regulacyjnym dotyczącym m.in. ochrony danych, konsumenckich zasad refundów, oznaczeń wiekowych, treści wrażliwych, a także regulaminom platform i standardom certyfikacyjnym. Niespełnienie wymogów może skutkować opóźnieniami, odmową certyfikacji, ograniczeniem dystrybucji lub sankcjami kontraktowymi.

14) Ryzyko cyberbezpieczeństwa i wycieków

Wyciek buildów, danych produkcyjnych, assetów, lub ataki na infrastrukturę mogą prowadzić do szkód wizerunkowych, utraty przewagi informacyjnej, a także do konieczności poniesienia dodatkowych kosztów bezpieczeństwa i opóźnień. W przypadku gier online/coop istnieje ryzyko incydentów związanych z backendem i kontami graczy.

5. Zastrzeżenia prawne

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został przygotowany na zlecenie Emitenta, w związku z czym nie został przygotowany zgodnie z wymogami prawnymi zapewniającymi niezależność badań inwestycyjnych i że nie podlega żadnym zakazom w zakresie rozpowszechniania badań inwestycyjnych.

Niniejszy raport stanowi publikację handlową w rozumieniu art. 36 ust. 2 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.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych Domu Maklerskiego INC S.A., jak również innych klientów Domu Maklerskiego INC S.A. upoważnionych do otrzymywania raportów analitycznych w oparciu o zawarte umowy. Niniejszy raport, przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci Domu Maklerskiego INC S.A.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski INC S.A. Raport będzie publikowany na stronie internetowej Domu Maklerskiego INC S.A. oraz przekazywany indywidualnie do jego klientów.

Data sporządzenia materiału: 6 marca 2026 r.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom Domu Maklerskiego INC S.A.: 9 marca 2026 r. (9:15).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu odbiorców od: 9 marca 2026 r. (9:15).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują Domowi Maklerskiemu INC S.A.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w raporcie lub jakichkolwiek elementów raportu. Opracowanie nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

Raport, ani żadna jego kopia, nie mogą być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji raportu na stronach internetowych Emitenta, Domu Maklerskiego INC S.A. lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Osoby, które otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego Dom Maklerski INC S.A. nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. Dom Maklerski INC S.A. nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora. Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakakolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia z względu na indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Inwestor powinien mieć świadomość, że każda decyzja inwestycyjna na rynku kapitałowym jest obarczona szeregiem ryzyk, które mogą finalnie skutkować poniesieniem przez niego straty finansowej. Stopa zwrotu z poszczególnych inwestycji może ulegać wahaniom w zależności od różnych czynników, na które inwestor nie będzie miał wpływu. Dlatego, klient podejmujący pojedynczą decyzję inwestycyjną powinien nie tylko sprawdzić aktualność i poprawność poszczególnych założeń dokonanych przez analityka w raporcie ale i dokonać niezależnej oceny i przeprowadzić własne analizy (bazujące także na innych scenariuszach niż przedstawione przez analityka) uwzględniając poziom akceptowalnego przez siebie ryzyka. Decydując się na aktywność na rynku kapitałowym, inwestor powinien uwzględnić, że struktura portfelowa inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególne instrumenty przynoszący negatywną stopę zwrotu w danym okresie. Jednocześnie jednak, może to prowadzić do ograniczenia dodatkowej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelowa inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatkowej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Ostateczna decyzja w zakresie dokonania określonych transakcji / inwestycji w oparciu o raport, w szczególności nabycia lub zbycia instrumentu finansowego lub powstrzymania się od dokonania takich transakcji / inwestycji, należy wyłącznie do inwestora.

W opinii Domu Maklerskiego INC S.A., niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski INC S.A. uważa za wiarygodne. Źródła informacji wykorzystane w rekomendacji to wszelkie dane na temat przedmiotowych instrumentów finansowych dostępne analitykowi, w tym m.in. raporty okresowe i bieżące spółki, raporty okresowe i bieżące podmiotów wykorzystanych do wyceny porównawczej, raporty branżowe, informacje prasowe, inne. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje jednak dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku gdy informacje, na których oparto rekomendacje okazały się niedokładne, niewyczerpujące lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez Dom Maklerski INC S.A. bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. Dom Maklerski INC S.A. nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii Domu Maklerskiego INC S.A. niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. Dom Maklerski INC S.A. nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie. Przy sporządzaniu raportu wykorzystano narzędzia sztucznej inteligencji (AI) w zakresie sporządzanych opisów i treści. Wszystkie dane liczbowe oraz sam model finansowy zostały przygotowane bezpośrednio przez analityka sporządzającego raport.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka na dzień sporządzenia i mogą one być w każdej chwili, bez uprzedzenia zmienione. Dom Maklerski INC S.A. nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez Dom Maklerski INC S.A. Dom Maklerski INC S.A. dokonuje aktualizacji wydawanych raportów w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu informacyjnego GPW lub innych serwisów (m.in. Bloomberg). Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane do 1 dnia roboczego przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Raporty analityczne wydawane przez Dom Maklerski INC S.A. obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane. Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez Dom Maklerski INC S.A. raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Sprawozdanie z wykazem rekomendacji o charakterze ogólnym opublikowanych w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy” zawierającym m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty

przekazania wspomnianych materiałów analitycznych. Przedmiotowe sprawozdanie znajduje się w serwisie informacyjnym Domu Maklerskiego INC S.A: <https://dminc.pl>

6.1. DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO

Raport został sporządzony przez Dom Maklerski INC S.A. na zlecenie Emitenta.

Raport przed publikacją został ujawniony Emitentowi w celu sprawdzenia zgodności ze zobowiązaniami prawnymi. Raport zawiera uwagi do treści zgłoszone przez Emitenta.

Dom Maklerski INC S.A. otrzymał od Emitenta wynagrodzenie stałe z tytułu sporządzenia niniejszego raportu, określone w umowie dotyczącej sporządzenia raportu analitycznego. Analityk nie jest stroną jakiegokolwiek umowy zawartej z Emitentem i nie otrzymuje wynagrodzenia od Emitenta. Wynagrodzenie przysługujące Analitykowi z tytułu sporządzenia raportu należne od Domu Maklerskiego INC S.A. nie jest bezpośrednio powiązane z transakcjami dotyczącymi usług maklerskich świadczonych przez Dom Maklerski INC S.A. na rzecz Emitenta.

Na moment publikacji raportu Emitent jest w trakcie negocjacji z Domem Maklerskim umowy plasowania akcji i nie można wykluczyć, że w najbliższej przyszłości Emitent i Dom Maklerski zawrą umowę w zakresie świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych, w której wynagrodzenie Domu Maklerskiego będzie zależne od wpływów Emitenta z emisji akcji.

Spółka zależna Emitenta – United Label S.A. - była klientem domu maklerskiego w zakresie świadczenia usługi oferowania instrumentów finansowych. oraz była klientem podmiotu dominującego względem domu maklerskiego, tj. INC S.A., w zakresie pełnienia funkcji Autoryzowanego Doradcy na rynku NewConnect.

Dom Maklerski INC S.A. aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Inspektora Nadzoru. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w Domu Maklerskim INC S.A. jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim INC S.A.". Dom Maklerski INC S.A. stosuje wypracowane mechanizmy aby konflikty interesów były zarządzane przez bariery prawne oraz administracyjne mające na celu ograniczenie przepływu informacji pomiędzy jednostkami organizacyjnymi / poszczególnymi osobami zatrudnionymi w Domu Maklerskim INC S.A. lub innymi osobami. W szczególności struktura organizacyjna Domu Maklerskiego INC S.A. zapewnia organizacyjne oddzielenie od siebie Analityków od osób (zespołów) wykonujących czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów oraz zapobiega powstawaniu konfliktów interesów, a w przypadku powstania takiego konfliktu umożliwia ochronę interesów Klienta przed szkodliwym wpływem tego konfliktu. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniała możliwość wywierania przez osoby trzecie jakiegokolwiek niekorzystnego wpływu na sposób wykonywania pracy przez Analityków. Dom Maklerski INC S.A. dba o to, by nie istniały żadne powiązania pomiędzy wysokością wynagrodzeń pracowników jednej jednostki organizacyjnej oraz wysokością wynagrodzeń pracowników innej jednostki organizacyjnej lub wysokością przychodów osiągniętych przez tę inną jednostkę organizacyjną, jeżeli jednostki te wykonują czynności, które wiążą się z ryzykiem powstania konfliktu interesów.

Analityk (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd Domu Maklerskiego INC S.A. ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premialne. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez Dom Maklerski INC S.A., jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, które były lub mogły być uzyskiwane przez Dom Maklerski INC S.A.

Dom Maklerski INC S.A. posiada wdrożony Regulamin świadczenia usługi sporządzania analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w Domu Maklerskim INC S.A. DM INC ujawnia w treści sporządzanych raportów wszelkie powiązania i okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność sporządzanych raportów.

Zakazane jest przyjmowanie przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka korzyści materialnych lub niematerialnych (innych niż wynagrodzenie za sporządzenie raportu analitycznego) od podmiotów posiadających istotny interes w treści raportu, czy też proponowanie Emitentowi przez Dom Maklerski INC S.A. lub Analityka treści korzystnej dla tego Emitenta. Zakazane jest udostępnianie Emitentowi lub innym osobom niż Analitycy, raportu zawierającego treść zalecenia lub cenę docelową przed rozpoczęciem jego dystrybucji, w celach innych niż weryfikacja zgodności działania Domu Maklerskiego INC S.A. z jego zobowiązaniami prawnymi.

Dom Maklerski INC S.A. nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem analizy zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z tezami zawartymi w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy Domu Maklerskiego INC S.A. lub pełnomocnicy oraz akcjonariusze, mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta, w szczególności dotyczy to sytuacji posiadania nie więcej niż 5% kapitału, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła dokonać transakcji dotyczącej przedmiotowych instrumentów finansowych przed wydaniem niniejszej publikacji. Jednocześnie jednak przedmiotowe instrumenty z chwilą rozpoczęcia prac analitycznych (rozpoczęcia stałego monitoringu analitycznego przez analityka) są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz. Jednocześnie wskazuje się, że podmioty wchodzące w skład tej samej grupy kapitałowej co Dom Maklerski INC S.A., nie są na dzień sporządzenia raportu w posiadaniu akcji emitenta.

Zgodnie z najlepszą wiedzą Domu Maklerskiego, na moment publikacji raportu, pomiędzy Domem Maklerskim INC S.A. a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomym, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść sytuacje powstania potencjalnego konfliktu interesów, które nie zostały zidentyfikowane i ujawnione na moment publikacji przedmiotowego opracowania. W szczególności inwestor powinien zakładać, że Dom Maklerski INC S.A. może złożyć ofertę świadczenia usług spółce lub innym spółkom wymienionym w niniejszym raporcie.

Dom Maklerski INC S.A. jest nadzorowany przez Komisję Nadzoru Finansowego.

OPIS STANOWISK:

Dom Maklerski INC S.A.

ul. Arcybiskupa Antoniego Baraniaka 6, 61- 131 Poznań

tel.: 61 845 50 00

biuro@dminc.pl

DZIAŁ DORADZTWA INWESTYCYJNEGO I ANALIZ

Dr hab. Paweł Śliwiński, prof. nadzw. UEP

Prezes Zarządu, Dyrektor Działu Doradztwa Inwestycyjnego i Analiz

Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych

Pawel.Sliwinski@dminc.pl

dr Albert Trąpczyński

Makler Papierów Wartościowych

Albert.Trapczynski@dminc.pl

dr Maciej Kietliński, CIA

Doradca Inwestycyjny, Makler Papierów Wartościowych

Maciej.Kietlinski@dminc.pl

SPÓŁKA:

CI Games SE
Rondo Ignacego Daszyńskiego 2b,
00-843 Warszawa
KRS: 0001025884
<https://cigames.com/>

FIRMA

INWESTYCYJNA:

Dom Maklerski INC S.A.
Ul. Abpa A. Baraniaka 6
61-131 Poznań
KRS: 0000371004
www.dminc.pl