



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Ten Square Games - 4Q'19

2020-03-24 16:37

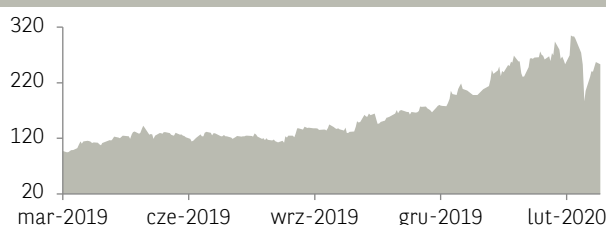


## PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

### Podstawowe dane o spółce

Cena	278,0
Kapitalizacja (mln zł)	2 020,0
Free float	49,9
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	16,0
P/E	36,5
P/BV	35,4

### Notowania TEN za ostatnie 12 miesięcy



## WYNIKI 4Q'19

PLNm	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	41,6	45,3	49,9	67,7	78,3	88%	16%	78,3	0%
<i>Fishing Clash</i>	34,8	37,5	43,1	57,9	67,9	95%	17%		
<i>Let's Fish</i>	4,7	4,1	3,3	3,6	4,2	-11%	17%		
<i>Wild Hunt</i>	2,0	2,4	2,1	2,3	2,7	35%	17%		
Pozostałe	1,2	1,2	1,4	4,2	3,8	217%	-10%		
Koszty sprzedaży	-21,3	-29,7	-29,5	-41,0	-36,9	73%	-10%		
<i>Marketing (UA)</i>	-8,6	-15,4	-14,3	-21,2	-13,7	59%	-35%		
<i>Inne</i>	-12,7	-14,3	-15,2	-19,8	-23,3	83%	18%		
EBITDA	16,7	12,5	16,4	22,0	34,6	107%	57%	33%	6%
EBITDA	16,5	12,3	16,1	21,8	34,4	108%	58%	32%	
<b>Zysk netto</b>	<b>13,7</b>	<b>10,4</b>	<b>13,1</b>	<b>18,1</b>	<b>34,8</b>	<b>154%</b>	<b>92%</b>	<b>32,7</b>	<b>7%</b>
Marża EBITDA	40%	28%	33%	33%	0,4	10%	33%		
Marża EBIT	40%	27%	32%	32%	0,4	10%	38%		
OCF	17,6	12,0	6,2	14,6	33,7	91%	131%		
MAU									
<i>Fishing Clash</i>	1,5	2,0	1,4	2,0	1,9	27%	-5%		
<i>Let's Fish</i>	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	-20%	0%		
<i>Wild Hunt</i>	1,2	0,8	0,7	0,7	0,8	-33%	14%		
ARPU									
<i>Fishing Clash</i>	7,7	6,3	10,0	9,7	12,2	58%	26%		
<i>Let's Fish</i>	2,9	2,7	2,4	2,8	3,6	24%	29%		
<i>Wild Hunt</i>	0,5	1,0	1,0	1,2	1,1	120%	-8%		

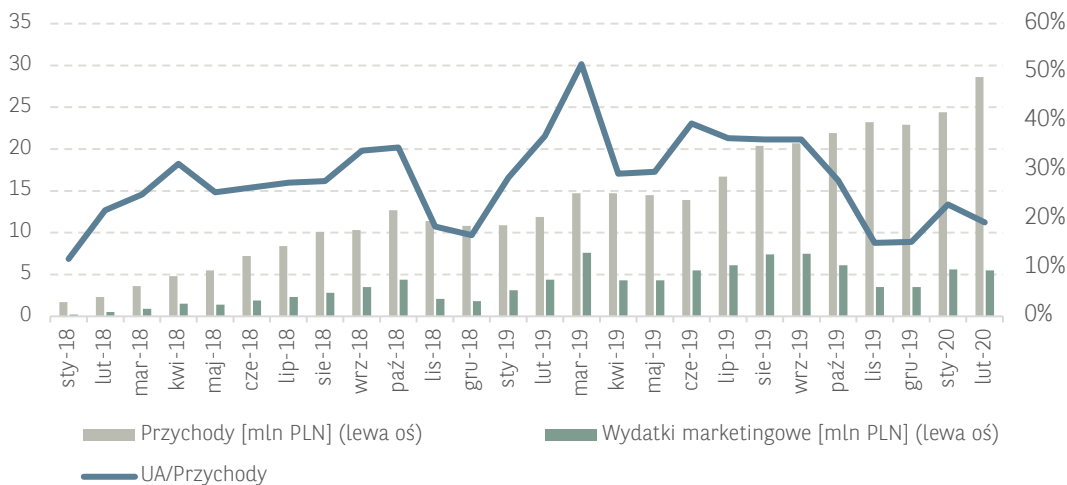
## KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane wyniki Ten Square Games za IV kwartał 2019 roku okazały się być lepsze od konsensusu rynkowego, co wpłynęło na bardzo dobre zachowanie kursu akcji po publikacji raportu okresowego. Pomimo przychodów w wysokości 78,3 mln zł, które były zgodne z oczekiwaniami rynkowego konsensusu, na poziomie zysku netto spółka osiągnęła wynik 34,8 mln zł, czyli o 7% lepszy od oczekiwań. Powyższe było wynikiem najniższego w historii cyklu życia gry Fishing Clash kwartalnego poziomu nakładów na user acquisition (UA) względem osiągniętych przychodów, co rozpatrujemy jako bardzo duży pozytyw.

Wyniki lepsze od konsensusu, pozytywnie odebrane przez rynek



## Fishing Clash



Obniżenie poziomu nakładów w okresie listopad-grudzień było szeroko oczekiwane i jednocześnie zapowiadane wielokrotnie przez spółkę. W powyższych miesiącach koszt pozyskania klienta znacząco rośnie, w związku z zwiększonym poziomem budżetów marketingowych w okresie świątecznym. Zarząd Ten Square Games konsekwentnie skaluje w tym czasie budżet w dół, zwracając uwagę na niską efektywność alternatywnego działania. Niemniej jednak w 2018 roku obniżenie nakładów wyraźnie wpłynęło na zatrzymanie trendu wzrostowego przychodów, co w roku 2019 praktycznie nie miało miejsca. Co więcej, według danych za styczeń i luty bieżącego roku, jedynie nieznaczny wzrost budżetu na UA pozwolił na znaczny wzrost przychodów, co będzie pozytywnie wpływać na poziom zysku netto w pierwszym kwartale. Zwracamy uwagę, iż w okresie ostatniego miesiąca w związku z panującą pandemią koronawirusa SARS-cov-2 duża część globalnych wydawców obniżyła poziom wydatków na marketing w związku z panującą niepewnością. Zarząd spółki zaznacza, iż może to stanowić okazję na pozyskanie większej liczby użytkowników bez zwiększenia nakładów.

*Niski poziom wydatków na marketing względem przychodów*

Na długoterminowy wzrost przychodów z Fishing Clash kluczowy wpływ może mieć przyznanie licencji na rynek chiński. Niemniej jednak jak zwracał uwagę Zarząd podczas telekonferencji, obecnie bardzo mała liczba gier otrzymuje takie licencje. Ten Square Games wraz z wydawcą Fishing Clash na rynek chiński (NetEase) jest w pełni przygotowany na wejście na powyższy rynek i czeka obecnie na decyzję.

*Termin przyznania licencji na rynku chińskim nie jest znany*

Poza Fishing Clash w kolejnych kwartałach większa uwaga rynku będzie skierowana ku nowym produktom. Obecnie w fazie soft launchu znajdują się trzy tytuły – Solitales, Flip This House oraz Hunting Clash. Z powyższych trzech tytułów w roku bieżącym przynajmniej jeden powinien doczekać się global launchu. Dodatkowo w III kwartale do fazy soft launchu powinien powrócić zmodyfikowany Golf Rush. Obecnie największe nadzieje pokładamy w Hunting Clashu, który może skorzystać na wypracowanych mechanikach w ramach Fishing Clasha. Uważamy, że bieżące portfolio stwarza bardzo duży potencjał do produkcji gry o zbliżonym potencjale do Fishing Clash.

*Trzy gry w fazie soft launchu*

Ten Square Games w obliczu trwającej pandemii prowadzi działalność w relatywnie bezpiecznej branży względem skutków ograniczeń wprowadzanych przez rząd. W branży IT możliwość pracy zdalnej pozostaje doskonale rozwinięta, stąd rozwój produktów wydaje się niezagrażony. Dodatkowo potencjalna liczba graczy jest obecnie większa, co również może pozytywnie wpłynąć na poziom przychodów. Niezależnie od aktualnej sytuacji spółka zakłada otwarcie nowego biura projektowego w Warszawie a także nie wyklucza transakcji M&A, nie podając jednakże na ten moment żadnych szczegółów. Uważamy, iż dotychczasowy track record spółki pozwala sądzić, iż Ten Square Games dokładnie analizując podejmowane projekty, wybierze w rzeczywistości atrakcyjne cele do przejęcia.

*Nowe biuro oraz potencjalne akwizycje*

Spółka zaczęła stosowanie ulgi podatkowej IP BOX, co przełożyło się na efektywną stopę



*Wysoki  
poziom  
generowanej gotówki*

podatkową na poziomie 9,7%. Całościowy pozytywny efekt niższej stawki podatkowej, który za cały 2019 rok został ujęty w czwartym kwartale wyniósł 7,3 mln zł. Zdaniem Zarządu w kolejnych okresach efektywna stopa podatkowa znajdzie się na podobnym poziomie. Na uwagę zasługuje także rekordowo wysoki FCF (+36 mln zł) w czwartym kwartale, potwierdzający silną pozycję gotówkową spółki, co w obecnych warunkach pozostaje bardzo dużym atutem. Pomimo powyższego i posiadanej polityki wypłaty dywidendy, Zarząd podczas konferencji prasowej zwracał uwagę, iż obecnie rozsądnym podejściem jest ograniczanie wypływu gotówki, co pozwala oczekiwać iż będzie on rekomendował brak wypłaty dywidendy. Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy odbędzie się w maju.

Podsumowując, oceniamy opublikowane wyniki jako bardzo pozytywne. Szczególnie naszą uwagę zwracają najniższe w historii cyklu życia gry Fishing Clash nakłady na marketing w stosunku do przychodów, które pozostają jednocześnie rekordowo wysokie. Jesteśmy pozytywnie nastawieni do projektów znajdujących się obecnie w fazie soft launchu – w szczególności zwracamy uwagę na potencjał gry Hunting Clash. Perspektywa uzyskania licencji na rynek chiński wciąż buduje dodatkowy potencjał do wzrostu kursu. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie względem akcji Ten Square Games jako naszym zdaniem jednej z najbardziej perspektywicznych spółek z polskiego sektora producentów gier.



## KONTAKT

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego	Telefon:	Adres e-mail:
Michał Krajczewski, CFA	22 507 52 91	<a href="mailto:michal.krajczewski@bnpparibas.pl">michal.krajczewski@bnpparibas.pl</a>
Adam Anioł, CFA	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak, CFA	22 507 52 92	<a href="mailto:szymon.nowak@bnpparibas.pl">szymon.nowak@bnpparibas.pl</a>
Lukas Cinikas	22 507 52 94	<a href="mailto:lukas.cinikas@bnpparibas.pl">lukas.cinikas@bnpparibas.pl</a>

Zespół Maklerów	Telefon:	Adres e-mail:
Maciej Sokołowski	22 578 57 68	<a href="mailto:maciej.sokolowski@bnpparibas.pl">maciej.sokolowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@bnpparibas.pl</a>
Grzegorz Leszek	22 566 97 07	<a href="mailto:grzegorz.leszek@bnpparibas.pl">grzegorz.leszek@bnpparibas.pl</a>
Monika Dudek	22 566 97 05	<a href="mailto:monika.dudek@bnpparibas.pl">monika.dudek@bnpparibas.pl</a>
Artur Sulejewski	22 566 97 04	<a href="mailto:artur.sulejewski@bnpparibas.pl">artur.sulejewski@bnpparibas.pl</a>
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Łukasz Żukowski	22 578 57 70	<a href="mailto:lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl">lukasz.zukowski1@bnpparibas.pl</a>
Adrian Cieślak	22 578 57 69	<a href="mailto:adrian.cieslak@bnpparibas.pl">adrian.cieslak@bnpparibas.pl</a>

Zespół Produktów Emisyjnych	Telefon:	Adres e-mail:
Marek Jaczewski	22 329 43 53	<a href="mailto:marek.jaczewski@bnpparibas.pl">marek.jaczewski@bnpparibas.pl</a>
Paulina Sołdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.soldaj@bnpparibas.pl">paulina.soldaj@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozdz@bnpparibas.pl">ewa.drozdz@bnpparibas.pl</a>
Michał Osiecki	22 566 97 34	<a href="mailto:michal.osiecki@bnpparibas.pl">michal.osiecki@bnpparibas.pl</a>

### Internetowe serwisy transakcyjne

#### **SIDOMA WEB**

- nowy system - wersja dla klientów chcących szybko i wygodnie złożyć zlecenie

#### **SIDOMA PROFESSIONAL**

- dotychczasowy system - wersja dla klientów doświadczonych

<https://www.webmakler.pl/>





## WYJAŚNIENIA UŻYTYCH TERMINÓW I SKRÓTÓW

EV – (enterprise value – wartość ekonomiczna) dług netto + wartość rynkowa  
EBIT – (earnings before Interest & tax – zysk przed odsetkami i podatkami) – zysk operacyjny

EBITDA – (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

ROE – (return on equity – zwrot na kapitale własnym) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu kapitałów własnych

ROA – (return on assets – zwrot na aktywach) – iloraz rocznego zysku netto oraz średniego stanu aktywów

NAV – wartość aktywów netto (aktywa – zobowiązania)

P/CE – iloraz kapitalizacji oraz zysku wraz z amortyzacją

EBIT/EV – iloraz zysku operacyjnego oraz wartości ekonomicznej

P/E (lub C/Z) – (price earnings ratio – wsk. cena / zysk) – iloraz ceny oraz rocznego zysku netto przypadającego na jedną akcję

P/BV (lub C/WK) – (cena/wartość księgowa) – iloraz ceny oraz wartości księgowej przypadającej na jedną akcję

EPS – (earnings per share – wsk. zysku na jedną akcję) – iloraz zysku netto oraz liczby akcji

DPS – (dividend per share – wsk. stopy dywidendy) – iloraz dywidendy na jedną akcję oraz ceny rynkowej jednej akcji

BVPS – (wsk. wartości księgowej na jedną akcję) – iloraz kapitału własnego oraz liczby akcji

Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ich ekwiwalenty

Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

Yield – w przypadku nieruchomości: stosunek przychodów z najmu do wartości nieruchomości

NOI – (net operating income) – różnica pomiędzy przychodami a kosztami operacyjnymi nieruchomości komercyjnej

NWC – (net working capital) = zapasy + należności krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług – zobowiązania krótkoterminowe z tyt. dostaw i usług







## NOTA PRAWNA

Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi. Nadzór nad działalnością BM BNP Paribas Bank Polska S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została opracowana wyłącznie - nie na potrzeby klientów Biura Maklerskiego BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej: BM BNP Paribas Bank Polska S.A.)

Raport jest udostępniany klientom wyłącznie w celach informacyjnych i nie powinien być wykorzystywany w charakterze lub traktowany jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. BNP Paribas Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego dokumentu i ewentualne szkody poniesione w ich wyniku ponoszą wyłącznie podejmujący takie decyzje. Dokument ten został przygotowany przez BNP Paribas Bank Polska S.A. z zastosowaniem metodologicznej poprawności, zachowaniem należytej staranności i obiektywizmu. Korzystając z tego dokumentu, nie należy go traktować jako substytutu do przeprowadzenia własnej niezależnej oceny. Ani dokument ten, ani żaden jego fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM BNP Paribas Bank Polska S.A. w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia.

Raport przygotowany przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest ważny w okresie 12 miesięcy od dnia sporządzenia go i nie jest planowana jego aktualizacja, o ile nie nastąpią zmiany lub nie pojawią się nowe istotne informacje i okoliczności, będące podstawą wydania danej rekomendacji. Data sporządzenia raportu jest datą pierwszego udostępnienia rekomendacji do dystrybucji. Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części bez zgody BM BNP Paribas Bank Polska S.A. jest zabronione.

BM BNP Paribas Bank Polska S.A. przyjęło następującą metodologię w zakresie oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji w instrument finansowy będący przedmiotem Raportu w okresie 12 miesięcy od dnia wydania raportu:

Kupuj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 10%;

Neutralnie – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji znajduje się w przedziale (0%; + 10%);

Sprzedaj – oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji wyniesie poniżej 0%.

Metody wyceny zastosowane w prezentowanym dokumencie opierają się na metodach i modelach opisanych i powszechnie wykorzystywanych w literaturze fachowej. Używanie ich wymaga szacowania dużej liczby parametrów, m.in. takich jak: stopy procentowe, kursy walut, przyszłe zyski, przepływy pieniężne i wiele innych. Parametry te są zmienne w czasie, subiektywne i w rzeczywistości mogą różnić się od tych przyjętych do wyceny. Każda wycena zależy od wartości wprowadzonych parametrów i jest wrażliwa na ich zmianę. Wycena DCF: Metoda DCF bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Jej mocne strony to uwzględnienie przyszłych zmian w wolnych przepływach pieniężnych oraz kosztu pieniądza w czasie. Słabe strony to duża liczba parametrów, które należy oszacować oraz wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów. Wycena metodą porównawczą: Wycena ta opiera się na porównaniu wskaźników rynkowych wycenianej spółki ze wskaźnikami innych porównywalnych spółek. Mocna strona tej metody to mniejsza, w porównaniu z metodą DCF, liczba parametrów wyceny oraz relatywne odnoszenie się do wskaźników rynkowych wyselekcjonowanych spółek. Słabe strony, to przede wszystkim problem selekcji porównywanych spółek oraz efektywności rynku.

Pomiędzy BM BNP Paribas Bank Polska S.A. a Podmiotem Raportu nie występują powiązania i nie są mu znane informacje, o których mowa w §9 i §10 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców.

Osoby sporządzające niniejszą rekomendację/analizę/opracowanie:

- pobierają stałe wynagrodzenie niezależne od wydanego zalecenia, ceny docelowej, czy trafności rekomendacji i nie jest ono zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej BNP Paribas Bank Polska S.A.
- nie pełnią funkcji kierowniczych i nie zajmują stanowisk w organach nadzorczych Spółki i nie są z nią powiązane żadną umową.

Spółka nie posiada akcji BNP Paribas Bank Polska S.A., a podmioty powiązane z BNP Paribas Bank Polska S.A. nie posiadają akcji Spółki. Niniejsza rekomendacja/analiza/opracowanie nie została udostępniona emitentowi przed datą pierwszego ich udostępnienia do dystrybucji.

Wykaz rekomendacji/analiz/opracowań/komentarzy sporządzanych przez BM BNP Paribas Bank Polska S.A. wraz z informacją dotyczącą pro- porcji udzielanych rekomendacji „kupuj”, „sprzedaj”, „neutralnie” jest dostępny na stronie:

<https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/raporty-biura-maklerskiego.asp>

„Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych” jest dostępna na stronie: [https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

