



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Ten Square Games – 1Q'20

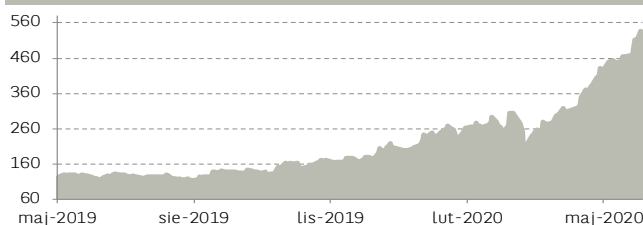
2020-05-26 11:48



PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce	
Cena	537
Kapitalizacja (mln zł)	3 859,6
Free float	36,42
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	10,2
P/E	50,5
P/BV	41,9

Notowania TEN za ostatnie 12 miesięcy



WYNIKI 1Q20

PLNm	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	45,3	49,9	67,7	78,3	95,0	110%	21%	94,9	0%
<i>Fishing Clash</i>	37,5	43,1	57,9	67,9	84,7	126%	25%		
<i>Let's Fish</i>	4,1	3,3	3,6	4,2	3,9	-5%	-7%		
<i>Wild Hunt</i>	2,4	2,1	2,3	2,7	3,5	46%	30%		
<i>Pozostałe</i>	1,2	1,4	4,2	3,8	2,9	142%	-24%		
Koszty sprzedaży	-29,7	-29,5	-41,0	-36,9	-48,5	63%	32%		
<i>Marketing (UA)</i>	-15,4	-14,3	-21,2	-13,7	-19,1	24%	40%		
<i>Inne</i>	-14,3	-15,2	-19,8	-23,3	-29,4	106%	26%		
EBITDA	12,5	16,4	22,1	34,8	38,2	206%	10%	41,0	-7%
EBIT	12,3	16,1	21,8	34,4	37,6	205%	9%	40,7	-8%
Zysk netto	10,4	13,1	18,1	34,8	35,3	240%	2%	36,9	-4%
Marża EBITDA	28%	33%	33%	44%	40%	44%	-9%		
Marża EBIT	27%	32%	32%	44%	44%	64%	1%		
OCF	12,0	6,2	14,6	33,7	29,8	148%	-12%		
MAU									
<i>Fishing Clash</i>	2,0	1,4	2,0	1,9	2,9	45%	53%		
<i>Let's Fish</i>	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	-20%	0%		
<i>Wild Hunt</i>	0,8	0,7	0,7	0,8	1,3	63%	63%		
ARPU									
<i>Fishing Clash</i>	6,3	10,0	9,7	11,9	9,8	56%	-18%		
<i>Let's Fish</i>	2,7	2,4	2,8	3,6	3,4	26%	-6%		
<i>Wild Hunt</i>	1,0	1,0	1,2	1,1	0,9	-10%	-18%		

KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Opublikowane wyniki Ten Square Games za I kwartał 2020 roku okazały się być nieznacznie słabsze od oczekiwań konsensusu rynkowego, co nie zmienia faktu iż ostatni kwartał był kolejnym rekordowym okresem dla spółki a przedstawione wyniki pozostają wyraźnie pozytywne. Spółka zrealizowała przychody na poziomie 95 mln zł, za które w 89% odpowiada flagowy produkt – Fishing Clash. Bieżąca pandemia koronawirusa wpłynęła na znaczący wzrost rynku gier mobilnych, na czym zyskuje również Ten Square Games.

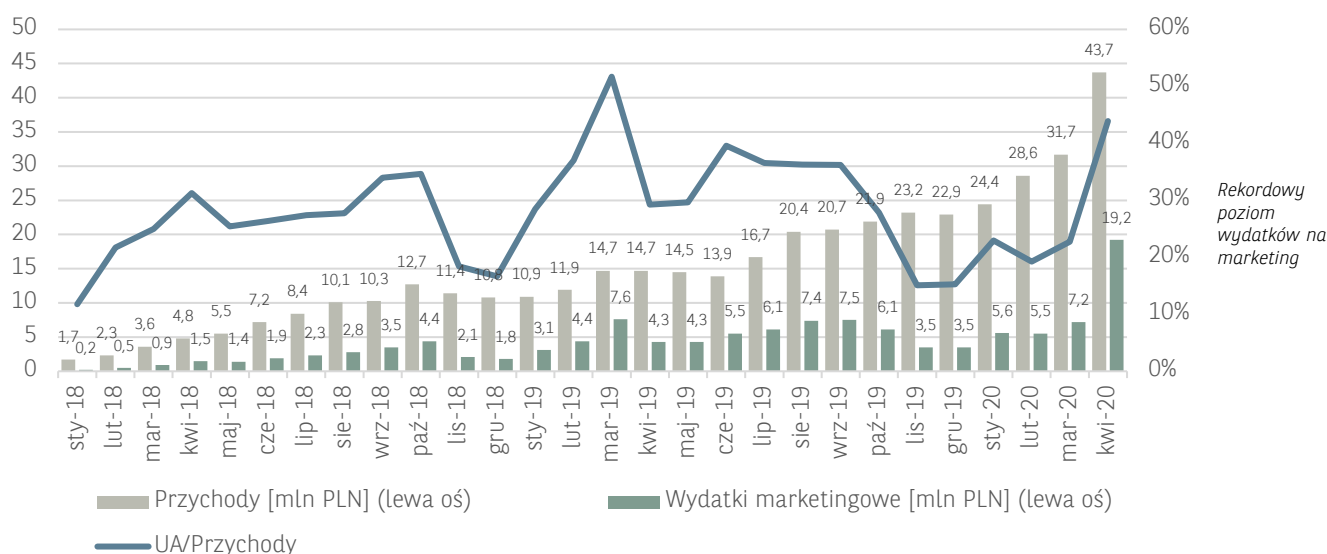
Wyniki słabsze od konsensusu, lecz wciąż bardzo pozytywne

Niemniej jednak największy wpływ bieżącej sytuacji będzie widoczny w wynikach za kolejny kwartał, co możemy już szacować po wstępnych danych za kwiecień i maj. W samym kwietniu Fishing Clash



przyniósł 43,7 mln zł przychodu, czyli ponad połowę wartości za cały pierwszy kwartał bieżącego roku. Tak wysoki skok na przychodach wynika z gwałtownie zwiększonego poziomu wydatków marketingowych (19,2 mln zł w kwietniu vs. 7,2 mln zł w marcu), co ma związek z wskazaniami modeli statystycznych spółki (oczekiwane wysokie ROI) i testów przeprowadzanych w marcu, na początku pandemii, które wskazały na bardzo korzystne warunki rynkowe. Powyższe ma związek z wycofywaniem budżetów marketingowych przez konkurentów w związku z pandemią Covid-19. Ten Square Games posiadając bardzo dobrą sytuację płynnościową wykorzystał aktualne warunki do przeskalowania Fishing Clash, co zaowocowało obecnością gry w TOP 70 najlepiej monetyzujących się gier mobilnych na świecie w sklepie Google Play. Zarząd spółki w trakcie wideokonferencji przekazał, iż w pierwszej połowie maja wydatki marketingowe na Fishing Clash sięgnęły 4,8 mln USD, co przy obecnym kursie USD/PLN daje ok. 19,75 mln zł. Spodziewamy się więc, iż maj będzie kolejnym rekordowym miesiącem pod względem przychodów jak i nakładów na marketing.

Fishing Clash



Przy tak dużej skali przełożenia wyników gry Fishing Clash na wyniki całej spółki, analiza pozostałych tytułów wydaje się zbędna. Let's Fish oraz Wild Hunt w dalszym ciągu stanowią stabilną bazę przychodową, lecz przy obecnych wynikach Fishing Clash ich znaczenie zdecydowanie maleje. Na długoterminowy wzrost przychodów z Fishing Clash kluczowy wpływ może mieć przyznanie licencji na rynek chiński. 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, co pozostaje niezależne od spółki. 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. Zmianą w stosunku do ostatniej konferencji z zarządem jest fakt, iż obecnie została przedstawiona zapowiedź wejścia trzech powyższych gier do fazy global launchu w III kw. bieżącego roku, podczas gdy jeszcze miesiąc temu zarząd mówił o jednej z powyższych gier. 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. Dodatkowo Ten Square Games w dalszym ciągu pracuje nad Golf Stars, czyli zmodyfikowanym Golf Rushem, który okazał się nie spełniać oczekiwań graczy jak i spółki.

Spodziewamy się, iż w najbliższych miesiącach równie szeroko co na wyniki Fishing Clash, rynek będzie patrzył na możliwe M&A zapowiadane przez Ten Square Games. Dzisiejsza wideokonferencja była drugą z rzędu podczas której możliwość przejęcia zespołu, spółki, czy też samego IP przez Ten Square Games została wyraźnie zaznaczona. Uważamy, iż dotychczasowy track record spółki pozwala sądzić, iż Ten Square Games dokładnie analizując podejmowane projekty, wybierze w rzeczywistości atrakcyjne cele do przejęcia, co przełożyłoby się na prawdopodobne zwiększenie liczby prowadzonych projektów i dywersyfikację źródeł przychodu.

Spółka w IV kw. ubiegłego roku zaczęła stosowanie ulgi podatkowej IP BOX, co przełożyło się na

Rekordowy poziom wydatków na marketing

Szybsze oczekiwane wyjście gier z fazy soft launchu

Możliwe M&A



efektywną stopę 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. Posiadając już proces zastosowania interpretacji podatkowej, spółka od I kw. 2020 roku na bieżąco stosuje ulgę IP BOX, co przełożyło się w ostatnim kwartale na efektywną stopę podatkową w wysokości 9,8% w porównaniu do 18,3% w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Ulgę IP BOX

Zwracamy uwagę, iż w II kw. bieżącego roku Ten Square Games może rozpoznać jednorazowy koszt wynikający z rozliczenia programu motywacyjnego dla nowego CEO, który zakłada iż otrzyma on 144 825 akcji od bieżących akcjonariuszy po cenie nominalnej równej 0,1 zł. Szacowana wartość programu może wynieść ok. 75 mln PLN, a dokładna wartość będzie uzależniona od kursu rynkowego akcji. Powyższy koszt ma charakter księgowy (niegotówkowy).

Podsumowując, oceniamy opublikowane wyniki jako pozytywne. Spółka wielokrotnie udowodniła wysokie kompetencje w zakresie prowadzenia UA, co pozwala oczekiwać iż poniesione w drugim kwartale wydatki przełożą się na znaczący wzrost przychodów z gry Fishing Clash. Jesteśmy także 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. Nie bez znaczenia pozostaje ponadto rozbudowa spółki o kolejne zespoły jak i potencjalne przejęcie kolejnych, co zwiększy dywersyfikację źródeł przychodów na więcej gier. Utrzymujemy nasze pozytywne nastawienie względem akcji Ten Square Games jako naszym zdaniem jednej z najbardziej perspektywicznych spółek z polskiego sektora producentów gier.

*Utrzymujemy
pozytywne
nastawienie*





KONTAKT

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

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

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

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

Nadzór nad Biurem Maklerskim BNP Paribas Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ulicy Twardej 18, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejsza publikacja została przygotowana przez Biuro Maklerskie BNP Paribas Bank Polska S.A. (dalej BM) dla klientów BM wyłącznie w celach informacyjnych, nie uwzględnia indywidualnej sytuacji i potrzeb klienta oraz nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 z dnia 9 marca 2016 roku. Niniejsza publikacja nie powinna być wykorzystywana w charakterze lub traktowana jako oferta lub nakłanianie do oferty sprzedaży, kupna lub subskrypcji instrumentów finansowych. BM dołożyło należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji. Niniejsza analiza nie jest przygotowana na indywidualne zamówienie jakiegokolwiek Klienta BNP Paribas Bank Polska S.A. Wszelkie informacje i opinie zawarte w powyższym dokumencie zostały przygotowane lub zaczerpnięte ze źródeł uznanych przez BM za wiarygodne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Przedstawione prognozy są oparte wyłącznie o analizę przeprowadzoną przez BM, opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne i BM nie gwarantuje ich sprawdzenia się. Publikacja niniejsza ani żaden jej fragment nie jest poradą inwestycyjną, prawną, księgową, podatkową czy jakąkolwiek inną. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie BM w dniu jego sporządzenia i mogą podlegać zmianom bez uprzedniego powiadomienia. BM nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i kompletność przedstawionych w niniejszym dokumencie informacji i prognoz, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji. BM udostępni niniejszą publikację nieodpłatnie, nie była ona przekazywana wcześniej lub udostępniana przed datą publikacji. Analiza udostępniana jest na stronie www.bnp-paribas-bank.pl oraz wysyłana poprzez pocztę elektroniczną. Niniejsza analiza nie posiada daty ważności. Zabronione jest powielanie i rozpowszechnianie tej publikacji lub jej części bez zgody BM.

