



# KOMENTARZ DO WYNIKÓW

## Ten Square Games – 3Q'20



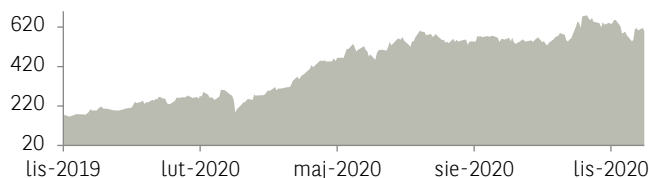
2020-11-24 14:44

### PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

#### Podstawowe dane o spółce

Cena	598,0
Kapitalizacja (mln zł)	4345,9
Free float	48,0%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	13,4
P/E	56,7
P/BV	47,0

#### Notowania TEN za ostatnie 12 miesięcy



### WYNIKI 3Q'20

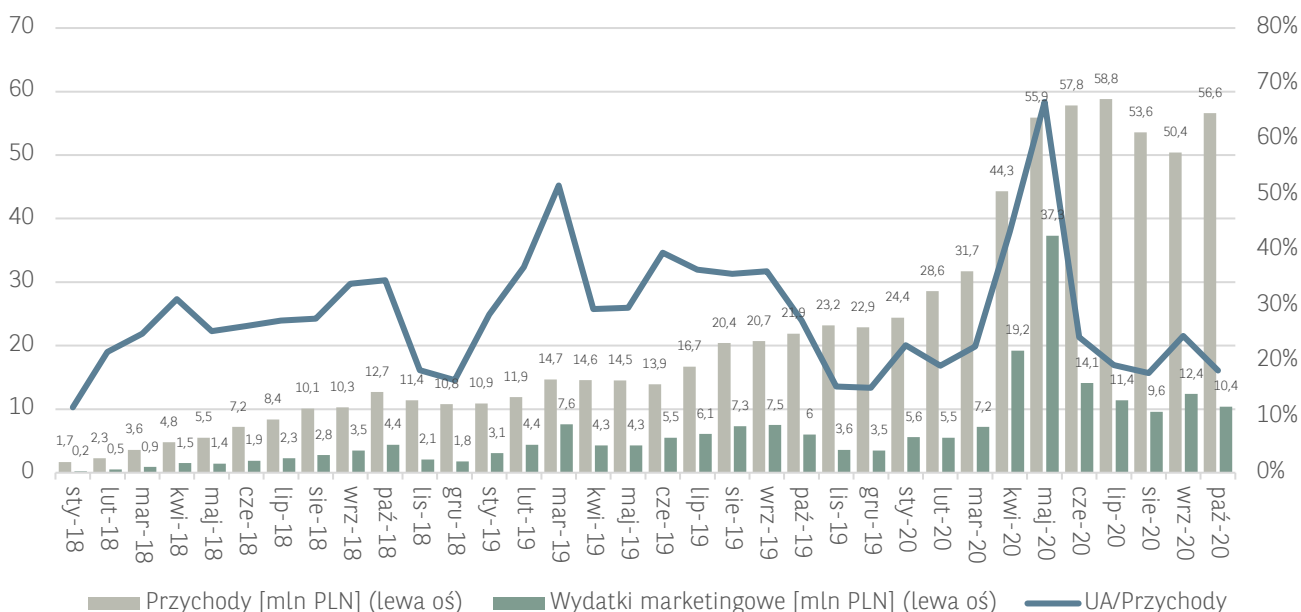
PLNm	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	r/r	kw/kw	Kons.	vKons.
Przychody	67,7	78,3	95,0	169,6	179,3	165%	6%	177,7	1%
<i>Fishing Clash</i>	57,9	67,9	84,7	158,0	164,3	184%	4%		
<i>Let's Fish</i>	3,6	4,2	3,9	4,6	3,7	3%	-19%		
<i>Wild Hunt</i>	2,3	2,7	3,5	4,4	3,7	61%	-15%		
<i>Hunting Clash</i>			0,1	0,3	3,4		867%		
Pozostałe	4,2	3,8	2,9	3,3	4,8	14%	43%		
Koszty sprzedaży	-41,0	-36,9	-48,5	-124,8	-95,3	132%	-24%		
<i>Marketing (UA)</i>	-21,2	-13,7	-19,1	-72,8	-40,4	91%	-44%		
<i>Inne</i>	-19,8	-23,3	-29,4	-52,0	-54,8	177%	5%		
EBITDA	22,1	34,8	38,2	30,2	67,3	205%	123%	65,6	3%
EBIT	21,8	34,4	37,6	29,4	66,5	205%	126%	64,1	4%
<b>Zysk netto</b>	<b>18,1</b>	<b>34,8</b>	<b>35,3</b>	<b>25,6</b>	<b>58,8</b>	<b>225%</b>	<b>129%</b>	<b>58,5</b>	<b>0%</b>
Marża EBITDA	33%	44%	40%	18%	38%				
Marża EBIT	32%	44%	44%	19%	40%				
OCF	14,6	33,7	29,8	13,9	65,9	351%	374%		
MAU									
<i>Fishing Clash</i>	2,0	1,9	2,9	6,9	4,2	110%	-40%		
<i>Let's Fish</i>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	-26%	-25%		
<i>Wild Hunt</i>	0,7	0,8	1,3	1,2	0,8	19%	-35%		
ARPMU									
<i>Fishing Clash</i>	9,7	11,9	9,8	7,6	13,1	35%	73%		
<i>Let's Fish</i>	2,8	3,6	3,4	3,5	3,9	38%	10%		
<i>Wild Hunt</i>	1,2	1,1	0,9	1,2	1,6	32%	32%		

### KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Ten Square Games kolejny kwartał z rzędu nie zawiodło i opublikowało solidne wyniki za 3Q'20, które były zbliżone do oczekiwań rynkowego konsensusu. Przychody w ostatnim kwartale wyniosły 179,3 mln zł i w dalszym ciągu były one napędzane głównie wynikiem gry Fishing Clash, która przyniosła przychody w wysokości 164,3 mln zł. Przy kosztach marketingu niższych o 44% od rekordowego w tym zakresie 2Q'20, spółka osiągnęła wynik EBITDA na poziomie 67,3 mln zł i zysk netto na poziomie 58,8 mln zł, co daje wzrost o 129% kw/kw i aż 225% r/r.



## Fishing Clash

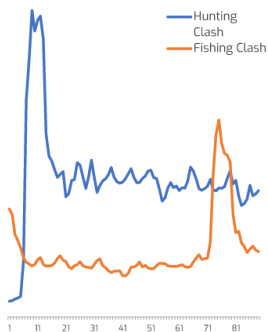


Dane za październik wskazują, iż Fishing Clash powrócił do wzrostu przychodów po dwóch miesiącach spadków i są one zbliżone do historycznie wysokich poziomów z czerwca br. To, co obecnie pozostaje znamienne to fakt znacząco niższych nakładów marketingowych (UA) niż miało to miejsce w 2Q'20. Wskaźnik UA/przychody jest obecnie na poziomach minimów w cyklu produkcyjnego gry. Obecne wysokie wartości przychodów są więc pokłosiem pozyskanych klientów w ramach budżetów marketingowych z poprzednich kwartałów. Względem 2Q znacząco spadło MAU (miesięczna liczba aktywnych użytkowników) z 6,9 do 4,2 mln, przy jednoczesnym znaczącym wzroście ARPU, co wskazuje iż w grze pozostali najlepiej konwertujący gracze. Spółka w dalszym ciągu skupia się na rozwoju gry jak i na poprawie parametrów – retencji jak i ARPDAU.

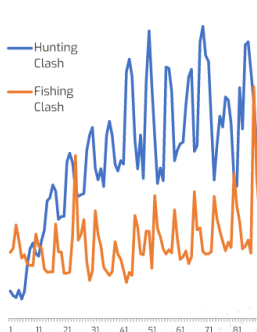
Poza Fishing Clash, który na poziomie wyniku finansowego jest i w najbliższych kwartałach wciąż będzie głównym motorem napędowym, w kontekście sentymentu inwestorów jednym z kluczowych czynników dla wyceny TEN pozostają oczekiwania względem kolejnych produkcji, które zdywersyfikowałyby źródła przychodów. Aktualnie najbardziej perspektywicznym tytułem pozostaje gra Hunting Clash, która zbudowana jest na mechanikach Fishing Clash.

## HUNTING CLASH – START PORÓWNYWALNY DO FISHING CLASH

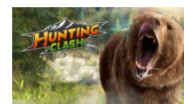
DAU – pierwsze 90 dni globalnego testingu



Płatności netto – pierwsze 90 dni globalnego testingu



Budżet UA 90 dni: 300k USD



Budżet UA 90 dni: ok. 2,4M USD  
ARPDau: 80% Fishing Clash\*  
ROAS: 66% Fishing Clash\*

\* Porównanie wskaźników dla każdej gry z pierwszych 90 dni globalnego testingu

Źródło: Prezentacja inwestorska spółki





Pierwsze dane po starcie gry Hunting Clash pozostają względnie optymistyczne pod względem aktywności użytkowników jak i monetyzacji w porównaniu do startu Fishing Clash. Niemniej jednak należy zwrócić uwagę, że Hunting Clash startuje jako bardziej zaawansowana gra niż Fishing Clash w momencie debiutu oraz nakłady na UA w wypadku Hunting Clash pozostają znacząco wyższe. Pomimo powyższego **Hunting Clash pozostaje najbardziej perspektywiczną grą, której udział w przychodach spółki w 2021 roku może znacząco wzrosnąć.**

Dwa pozostałe projekty, które znajdowały się we wczesnych fazach, czyli Solitales oraz Flip This House zostały zawieszono i nie będą dalej rozwijane. Znajdą się one w tzw. „low maintenance mode”, czyli nie znikają ze sklepów, lecz nie będą dalej rozwijane. W wypadku Solitales ruch organiczny okazał się znacząco poniżej oczekiwań, co ograniczało potencjał skalowania. W kontekście Flip This House spółka zwraca uwagę na zmianę otoczenia rynkowego i pojawienie się wielu nowych gier o podobnej tematyce. Powyższe pozostaje nieznacznie negatywnym czynnikiem dla TEN. Pierwsze napływające dane wprawdzie wskazywały, że to Hunting Clash ma największe szanse odnieść sukces wśród nowych produkcji, lecz jednak jest to gra oparta na mechanikach Fishing Clash, a każda próba realizacji gry niezwiązanej z nią zakończyła się niepowodzeniem. W związku z powyższym na TEN może wciąż ciążyć łątka firmy jednej produkcji, co jednak nie powinno mieć dużego znaczenia w obliczu rosnących przychodów z posiadanych tytułów.

Widoczny wzrost kosztów w roku bieżącym wynika z znaczącego wzrostu zatrudnienia, które prawie dwukrotnie wzrosło. Obecnie na Ten Square Games składa się 9 zespołów deweloperskich, 5 projektów w fazie live, 1 w produkcji oraz kilka w wczesnym etapie developmentu. Grą znajdującą się w produkcji jest Golf Rush, którego wcześniejszy global launch okazał się niepowodzeniem. Obecnie gra wraz z zmienionymi mechanikami ma ponownie pojawić się jeszcze w tym roku w formie technicznego launchu, po czym pełen soft launch nastąpi w 1Q'20.

Szansą na kolejne tytuły pozostają nowe studia w Warszawie oraz Berlinie. Wrocławskie studio Ten Square Games skupi się na tytułach mających w swoim DNA Fishing Clash, natomiast warszawskie studio ma pracować nad niezależnymi projektami, co pozytywnie powinno zdywersyfikować portfolio gier.

**W dłuższym terminie istotnym dla perspektyw spółki jest rozwój przez M&A.** Spółka już podczas konferencji za 1Q'20 komentowała, że posiada przygotowaną listę podmiotów, a pierwsze rozmowy w tym temacie już się rozpoczęły. W związku z powyższym sądzimy, iż w horyzoncie dwóch kwartałów istnieje zwiększone prawdopodobieństwo pojawienia się informacji o możliwej transakcji. W związku z przeciągającą się kwestią uzyskania licencji na wydanie Fishing Clash w Chinach, ekspansja w innych obszarach nabiera wyraźnego znaczenia.

Podsumowując, wyniki za 3Q'20 odbieramy neutralnie. Z jednej strony spółka w dalszym ciągu umiejętnie skaluje grę Fishing Clash i pozwala oczekiwać sukcesu bliźniaczego Hunting Clash, a z drugiej niepowodzenie dwóch pozostałych projektów jest czynnikiem nieznacznie negatywnym, choć należy zaznaczyć również, iż czynnikiem w pełni normalnym dla branży gier mobilnych. W długim terminie umiejętność szybkiego ucinania mniej perspektywicznych projektów może być dużym atutem. W najbliższych kwartałach najważniejsze z perspektywy kształtowania się kursu poza wynikami Fishing Clash pozostaną parametry Hunting Clash oraz oczekiwanie na informacje o możliwych przejęciach.





## 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 Aniol	22 507 52 93	<a href="mailto:adam.aniol1@bnpparibas.pl">adam.aniol1@bnpparibas.pl</a>
Szymon Nowak	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:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	<a href="mailto:s.orzechowski@bnpparibas.pl">s.orzechowski@bnpparibas.pl</a>
Marcin Rżany	22 507 52 73	<a href="mailto:marcin.rzany@bnpparibas.pl">marcin.rzany@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>
Karolina Marczuk	22 566 97 38	<a href="mailto:karolina.marczuk@bnpparibas.pl">karolina.marczuk@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 Sotdaj	22 566 97 32	<a href="mailto:paulina.sotdaj@bnpparibas.pl">paulina.sotdaj@bnpparibas.pl</a>
Beata Skóra-Bydgoska	722 375 391	<a href="mailto:beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl">beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl</a>
Damian Sieńko	691 333 562	<a href="mailto:damian.sienko@bnpparibas.pl">damian.sienko@bnpparibas.pl</a>
Ewa Drózdź	22 368 92 50	<a href="mailto:ewa.drozdz@bnpparibas.pl">ewa.drozdz@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. do- staw 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](http://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.

