



KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Ten Square Games - 4Q'20

2021-03-23 15:23

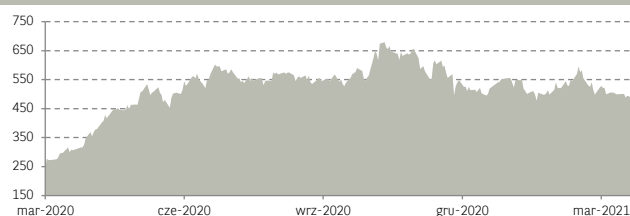


PODSTAWOWE DANE O SPÓŁCE

Podstawowe dane o spółce

Cena	496,5
Kapitalizacja (mln zł)	3 608,2
Free float	58,3%
Wartość dzienna obrotów (mln PLN)	10,6
P/E	23,7
P/BV	20,32

Notowania TEN za ostatnie 12 miesięcy



WYNIKI 4Q'20

PLNm	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	r/r	kw/kw
Przychody	67,7	78,3	95,0	169,6	179,3	134,3	72%	-25%
<i>Fishing Clash</i>	57,9	67,9	84,7	158,0	164,3	155,4	129%	-5%
<i>Let's Fish</i>	3,6	4,2	3,9	4,6	3,7	4,3	4%	17%
<i>Wild Hunt</i>	2,3	2,7	3,5	4,4	3,7	3,8	40%	2%
<i>Hunting Clash</i>			0,1	0,3	3,4	12,3		266%
<i>Pozostałe</i>	4,2	3,8	2,9	3,3	4,8	4,6	21%	-4%
<i>Przychody odroczone</i>		-0,3	0,1	-0,7	-0,6	-46,5		
Koszty sprzedaży	-41,0	-36,9	-48,5	-124,8	-95,3	-75,0	103%	-21%
<i>Marketing (UA)</i>	-21,2	-13,7	-19,1	-72,8	-40,4	-32,3	136%	-20%
<i>Inne</i>	-19,8	-23,3	-29,4	-52,0	-54,8	-42,6	83%	-22%
EBITDA	22,1	34,8	38,2	30,2	67,3	39,2	13%	-42%
EBIT	21,8	34,4	37,6	29,4	66,5	38,3	11%	-42%
Zysk netto	18,1	34,8	35,3	25,6	58,8	31,9	-8%	-46%
Marża EBITDA	33%	44%	40%	18%	38%	38%		
Marża EBIT	32%	44%	44%	19%	40%	40%		
OCF	14,6	33,7	29,8	13,9	65,9	84,2	150%	28%
AMAU								
<i>Fishing Clash</i>	2,0	1,9	2,9	6,9	4,2	3,2	74%	-23%
<i>Let's Fish</i>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	-10%	8%
<i>Wild Hunt</i>	0,7	0,8	1,3	1,2	0,8	0,6	-27%	-24%
<i>Hunting Clash</i>		0,0	0,0	0,1	1,2	1,8	7755%	44%
ARPMU								
<i>Fishing Clash</i>	9,7	11,9	9,8	7,6	13,1	16,1	35%	22%
<i>Let's Fish</i>	2,8	3,6	3,4	3,5	3,9	4,2	16%	8%
<i>Wild Hunt</i>	1,2	1,1	0,9	1,2	1,6	2,1	94%	34%
<i>Hunting Clash</i>		0,0	0,5	1,2	0,9	2,3		153%

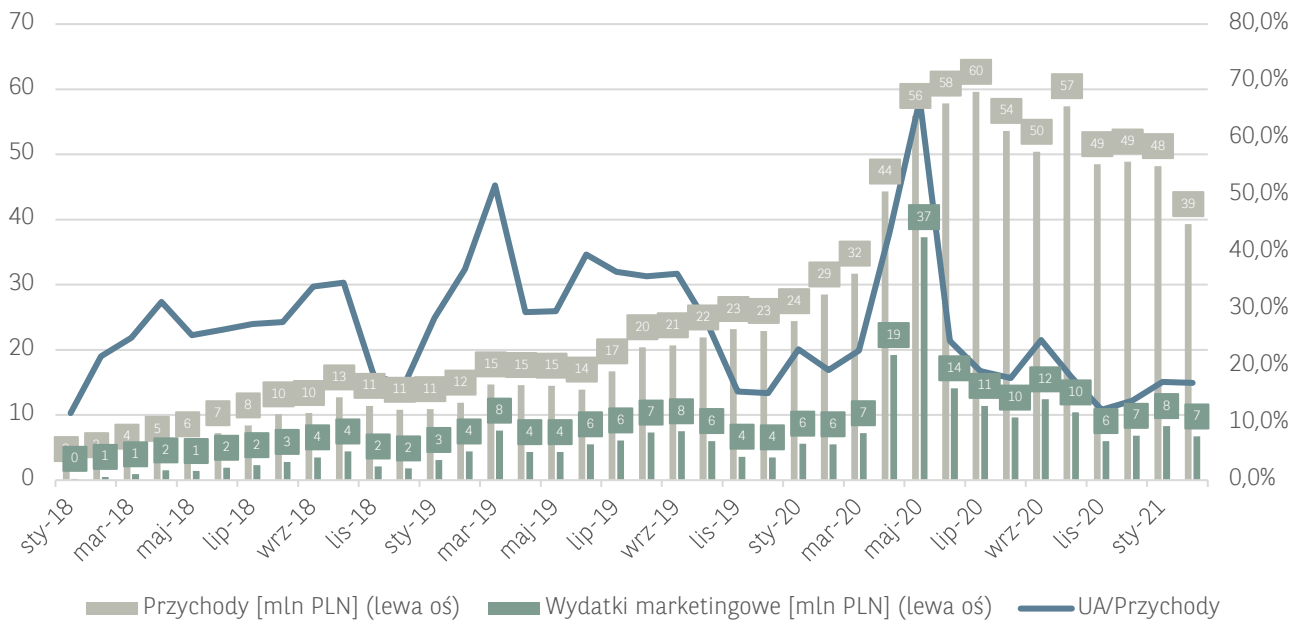
KOMENTARZ DO WYNIKÓW

Ten Square Games opublikował wyniki za 4Q'20, które po wyłączeniu ogłoszonego wcześniej rozpoznania przychodów ze sprzedaży dóbr cyfrowych, jako przychód odroczone w kwocie 43,2 mln zł, znalazły się na poziomie zbliżonym do wyników za 3Q'20. Realizuje się scenariusz wyłuszczenia krzywej przychodów z Fishing Clash na rzecz nowych tytułów. Obecnie wyniki pierwszych kwartałów gry Hunting Clash odbieramy jako pozytywne i pozwalające stawiać optymistyczne prognozy na przyszłość. Uważamy, iż aktualnie Ten Square



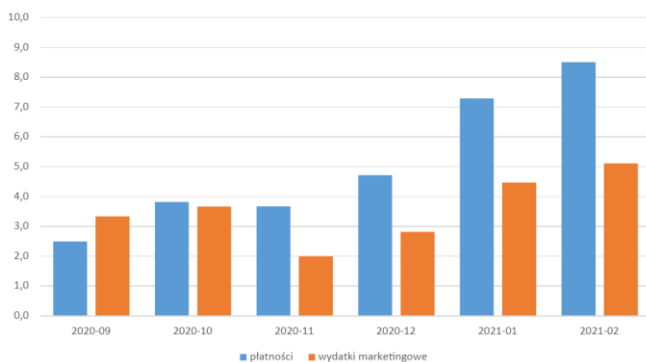
Games znajduje się w kluczowej fazie ekspansji i rozwoju prowadzonego modelu biznesowego. Widzimy dalszy potencjał rozwoju gry Fishing Clash, jednakże nasze pozytywne nastawienie do spółki obecnie głównie bazuje na rozwoju kolejnych produkcji (Golf Rush, Undead Clash) oraz potencjalnych transakcjach M&A.

Fishing Clash



Na przestrzeni ostatnich miesięcy przychody z tytułu gry Fishing Clash znajdują się w trendzie spadkowym. Niemniej jednak naszym zdaniem pełen obraz sytuacji Fishing Clash wskazuje ujęcie przychodów po odjęciu wydatków na marketing, które również w ostatnich miesiącach widocznie malały. W IV kwartale ub.r. przychody skorygowane o wydatki na UA wyniosły 131,6 mln zł wobec 130,2 mln zł w trzecim kwartale i 87,4 mln zł w drugim kwartale. Powyższe jednoznacznie wskazuje, iż pozyskane kohorty użytkowników w okresie I i II kwartału przynoszą znaczące przychody pomimo niższych wydatków pod koniec roku. Przedstawiciele spółki podczas konferencji prasowej zaznaczali, iż obecnie trwają prace nad poprawkami technicznymi gry, stąd aktualnie położony jest mniejszy nacisk na UA. Naszym zdaniem spółka udowodniła w przeszłości, iż potrafi efektywnie zarządzać budżetem marketingowym stąd nie odbieramy obecnego braku skalowania negatywnie. Dynamiki wzrostów z poprzednich kwartałów są naszym zdaniem prawdopodobnie już nie do powtórzenia, lecz wciąż widzimy potencjał do ekspansji tytułu.

Hunting Clash - dane w mln PLN



Gra, która obecnie zwraca najwięcej uwagi jest Hunting Clash za sprawą poprawiających się KPI. ARPMU w czwartym kwartale wyniosło 2,3 zł względem 0,9 zł w III kwartale. W wypadku Fishing Clash ARPMU obecnie wynosi 16,1 zł, co wskazuje na dalszy potencjał. Gra znajduje się w fazie budowania bazy graczy, co w kolejnych miesiącach będzie prawdopodobnie oznaczać utrzymanie budżetu marketingowego na relatywnie wysokim poziomie. Doświadczenie spółki z pracy nad Fishing Clash pozwala oczekiwać efektywnego skalowania. Uważamy, że skupienie się corowego zespołu TEN na grach z serii „Clash” jest dobrym posunięciem.

Źródło: Prezentacja inwestorska spółki

Zapowiedziana przez spółkę kolejna gra – Undead Clash, która ma być tematycznym shooterem opartym o meta grę tytułów z serii „Clash”, potencjalnie naszym zdaniem może okazać się ważniejszym tytułem od Hunting Clash ze względu na popularną tematykę. Uznajemy, iż kolejna gra – Golf Royale, również ma perspektywy stać się ważnym tytułem w katalogu spółki, niemniej jednak pozostajemy względem niej mniej optymistyczni niż



względem serii „Clash”.

Poza zespołem wrocławskim, Ten Square Games obecnie posiada zespół w Warszawie, który pracuje nad niezależnymi tytułami. Obecnie szacowanie potencjału gier tworzonych przez warszawski zespół pozostaje ciężkie, lecz uważamy iż jest to ważny krok w dywersyfikacji działalności spółki. Dużo większą uwagę obecnie przykładamy do potencjalnych transakcji M&A. Tylko w 2020 roku wg. danych InvestGame miejsce miało 664 transakcji o łącznej wartości 33,6 miliardów dolarów. Szczególnie w branży gier mobilnych pozyskiwanie atrakcyjnych podmiotów wydaje się obecnie główną formą rozwoju. Przedstawiciele Ten Square Games wskazują, iż znajdują się w fazie negocjacji z najbardziej interesującymi celami przejęć. Oczekujemy, iż w roku bieżącym dojdzie przynajmniej do jednej transakcji, która zwiększy liczbę IP w spółce. Na koniec 2020 roku spółka posiadała 236 mln gotówki, generując średnio 48 mln przepływów operacyjnych kwartalnie. Bardzo komfortowa pozycja płynnościowa daje spółce szeroki potencjał.

Obecnym już od wielu kwartałów, lecz wciąż niezrealizowanym potencjalnym katalizatorem wzrostu jest uzyskanie licencji na wydanie Fishing Clash w Chinach. Spółka utrzymuje, iż gra jest obecnie w pełni gotowa do wydania w Państwie Środka i wg. wiedzy spółki znajduje się obecnie na liście top 5 NetEase (wydawcy) do wydania w tym roku. Według naszych informacji istnieje zwiększone prawdopodobieństwo przyspieszenia procesu licencjonowania w Chinach w roku bieżącym, co stwarza realną perspektywę dla Fishing Clash. Niemniej jednak dokładny termin uzyskania licencji pozostaje wciąż niewiadomy.

Podsumowując, wyniki za 4Q'20 odbieramy neutralnie. Z jednej strony spółka w dalszym ciągu umiętnie monetyzuje grę Fishing Clash, a z drugiej brak dynamik wzrostu przychodów, które obserwowaliśmy w poprzednich kwartałach może wpływać negatywnie na sentyment inwestorów. My zwracamy jednakże uwagę na realizującą się ekspansję spółki w pozostałych obszarach. Pozytywnie odbieramy aktualne KPI Hunting Clash i uważamy, że rozwój serii gier „Clash” jest najbardziej optymalnym rozwiązaniem dla głównego zespołu developerskiego, który posiada w powyższym wysokie kompetencje. Kolejne kwartały powinny przynieść więcej informacji na temat projektów warszawskiego studia. Naszym zdaniem niezwykle istotne dla perspektyw spółki są obecnie transakcje M&A. Spodziewamy się ogłoszenia przynajmniej jednej transakcji w roku bieżącym. Widzimy także zwiększone prawdopodobieństwo uzyskania licencji dla Fishing Clash w Chinach. Łącząc powyższe, uważamy iż obecnie realizuje się scenariusz znaczącej ekspansji spółki poza jeden tytuł (Fishing Clash). W krótkim terminie wciąż sentyment wobec Ten Square Games może być mieszany ze względu na niższe dynamiki wzrostu głównego tytułu. Niemniej jednak sądzimy, iż z czasem potencjał nowych projektów zostanie dostrzeżony. Utrzymujemy pozytywne nastawienie do spółki.





KONTAKT

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

Zespół Maklerów	Telefon:	Adres e-mail:
Sławomir Orzechowski	22 566 97 06	s.orzechowski@bnpparibas.pl
Marcin Rżany	22 507 52 73	marcin.rzany@bnpparibas.pl
Monika Dudek	22 566 97 05	monika.dudek@bnpparibas.pl
Artur Sulejewski	22 566 97 04	artur.sulejewski@bnpparibas.pl
Karolina Marczuk	22 566 97 38	karolina.marczuk@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 Sotdaj	22 566 97 32	paulina.sotdaj@bnpparibas.pl
Beata Skóra-Bydgoska	722 375 391	beata.skora-bydgoska@bnpparibas.pl
Damian Sieńko	691 333 562	damian.sienko@bnpparibas.pl
Ewa Drózdź	22 368 92 50	ewa.drozdz@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. 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-polska.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.

