



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

W zaktualizowanej na początku maja'23 strategii, spółka stawia na pierwszym miejscu poprawę wyników flagowych projektów. Liczymy, że w związku ze zmianą priorytetów, „pracą u podstaw” jak i ulepszeniem systemów live-ops, kolejne miesiące przyniosą poprawę przychodów gier „FC” i „HC”. Ponadto w konsekwencji ostatnich zwolnień grypowych oczekujemy poprawy generowanego przez spółkę FCF. W ostatnim przekazie nowego zarządu, podkreślono długoterminowe plany rozwoju swoich IP oraz umacniania się w niszach, w których spółka jest liderem m.in. poprzez planowane stworzenie kolejnej części z serii „Fishing Clash” (są już pewne koncepcje na „FC2”). Uważamy, że jest to bardzo ważna informacja w kontekście szacowania przyszłości spółki. Do tej pory „pierwsza część” zdołała dotrzeć do ok. 140 mln graczy, co naszym zdaniem daje duże możliwości do ponownego zmonetyzowania tej ogromnej bazy graczy. Pod koniec 2022 r. wyobraźnię inwestorów rozbudziła nowa gra „Wings of Heroes”, której skalowanie pomogło z miesiąca na miesiąc dynamicznie poprawiać monetyzację. Jednakże w związku z brakiem „głębokości” gry, efekt prowadzonych kampanii marketingowych nie był długotrwały, stąd przy obniżeniu budżetów reklamowych od lutego'23 monetyzacja WoH zaczęła topnieć. W naszym modelu zakładamy, że po wprowadzeniu zmian oraz przeskalowaniu tytułu, będzie on w stanie zwiększyć swoje miesięczne przychody do poziomu ok. 6,6 mln PLN (3x więcej vs styczeń'23). Akcentujemy również atrakcyjną wycenę spółki (P/E 9,6x). Mając powyższe na uwadze utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ jednocześnie obniżając cenę docelową do 104 PLN/ akcję (27% powyżej obecnej ceny rynkowej).

W zaktualizowanej na początku maja'23 strategii, spółka stawia na pierwszym miejscu poprawę wyników flagowych projektów. Według naszych obserwacji, mają przynieść wzrost monetyzacji gry „Fishing Clash” oraz „Hunting Clash” m/m. Nie przypisujemy jednak tego zjawiska pierwszym zmianom, które mogły się zadziać w firmie. Zakładamy, że był to efekt powrotu do prowadzenia regularnych wydarzeń dla graczy, po kwietniowych turbulencjach w spółce. Liczymy natomiast, że za sprawą „pracy u podstaw”, udoskonaleniu systemów live-ops oraz lepszemu angażowaniu do zakupów najbardziej aktywnych graczy, kolejne miesiące przyniosą poprawę przychodów.

Poczynione na przestrzeni kwietnia'23 zwolnienia grupowe związane z aktualizacją strategii, przełożyły na oszczędności w wysokości 1,8 mln PLN miesięcznie. W związku z powyższym oczekujemy, że w kolejnych kwartałach poprawie ulegnie generowany przez nią FCF. TEN zamierza w dalszym ciągu czuwać na optymalizacją kosztową grupy, jednocześnie nie planuje dalszych dużych zwolnień.

Spodziewamy się, że w krótkim i średnim terminie spółka będzie dążyć do spowolnienia oraz odwrócenia negatywnego trendu monetyzacji „FC” m.in. poprzez istotne poprawienie live-opsów. Natomiast w dłuższej perspektywie, planowana jest odłona kolejnej części z serii „Fishing Clash”. Naszym zdaniem takie działania pozwoli „odświeżyć” i ponownie zmonetyzować ogromną bazę graczy, którą tej produkcji udało się zgromadzić na przestrzeni ostatnich lat. Jesteśmy przekonani, że dzięki tworzeniu sequela w oparciu o nową technologię, firma będzie w stanie dodawać nową zawartość do gry w sposób znacznie szybszy i lepszy, a także skuteczniej nią zarządzać.

Pod koniec 2022 r. nowa gra „Wings of Heroes”, której przychody dynamicznie rosły z miesiąca na miesiąc, rozbudziła wyobraźnię inwestorów co do dalszych możliwości monetyzacji. Jednakże, ze względu na ograniczoną „głębokość” gry, efekt prowadzonych kampanii marketingowych nie był długotrwały. W rezultacie, po obniżeniu budżetów reklamowych od lutego 2023 roku, monetyzacja WoH zaczęła topnieć. Obecnie zespół produktowy skupia się na dodawaniu nowych funkcjonalności, rozbudowie głębi produktu, rozszerzeniu możliwości monetyzacji. Oczekujemy, że po dokonaniu powyższych zmian, dojdzie do znaczącej poprawy kluczowych KPIs gry, co przy ponownym skalowaniu powinno przełożyć się na istotny wzrost przychodów.

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Przychody [mln PLN]	578,2	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6
EBITDA [mln PLN]	174,9	177,6	112,0	71,4	95,5	87,1
EBITDA skoryg. [mln PLN]	229,6	234,2	139,8	116,5	95,5	87,1
EBIT [mln PLN]	171,8	166,2	72,7	24,6	75,7	68,1
Wynik brutto [mln PLN]	170,9	162,0	63,4	20,6	74,3	65,6
Zysk netto [mln PLN]	151,6	141,3	52,3	17,6	61,6	54,5
P/E	3,9	4,2	11,5	34,2	9,7	11,0
P/E skoryg.	2,9	3,0	7,5	9,6	9,7	11,0
EV/EBITDA	2,1	2,7	4,3	6,9	4,8	4,9
EV/EBITDA skoryg.	1,6	2,0	3,5	4,2	4,8	4,9
EV/EBIT	2,1	2,8	6,6	20,2	6,1	6,3

Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 104 PLN

28 CZERWCA 2023, 11:25 CEST

Wycena DCF [PLN]	92
Wycena porównawcza [PLN]	132
Wycena końcowa [PLN]	104
Potencjał do wzrostu	27%
Koszt kapitału	13,8%
Cena rynkowa [PLN]	81,8
1Kapitalizacja [mln PLN]	600,0
Ilość akcji [mln. szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	161
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	79
Stopa zwrotu za 3 mc	-16%
Stopa zwrotu za 6 mc	-37%
Stopa zwrotu za 9 mc	-18%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie Akcjonariuszy	33,9%
Pozostali	66,1%

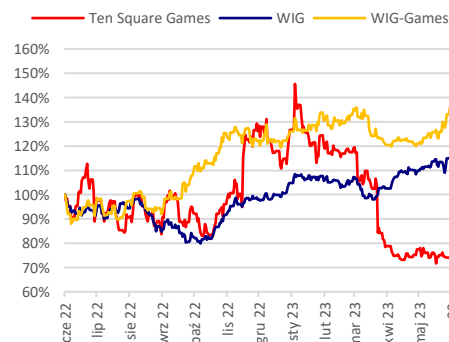
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

ul. 3-go Maja 23, 40-096 Katowice



Raport został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565. Pełna treść noty prawnej znajduje się na ostatnich stronach raportu.

Publikowanie w prasie lub w Internecie w części lub całości niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

SPIS TREŚCI:

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE.....	3
WYCENA I PODSUMOWANIE	4
WRAŻLIWOŚĆ WYCENY NA ZMIANĘ ZAŁOŻEŃ	7
WYCENA DCF.....	8
WYCENA PORÓWNAWCZA.....	11
CZYNNIKI RYZYKA	12
OTOCZENIE RYNKOWE	13
OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23 ORAZ PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ	16
FINANSE I PROGNOZY	20
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY.....	23
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	25
DANE FINANSOWE	26

WYBRANE DANE I PROGNOZY FINANSOWE

Wyniki roczne [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody	578,2	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	552,8	580,1	468,5	372,7	404,9	393,7	388,9
EBITDA	174,9	177,6	112,0	71,4	95,5	87,1	82,8
EBITDA skoryg.	229,6	234,2	139,8	116,5	95,5	87,1	82,8
EBIT	171,8	166,2	72,7	24,6	75,7	68,1	63,8
Zysk brutto	170,9	162,0	63,4	20,6	74,3	65,6	61,0
Zysk netto	151,6	141,3	52,3	17,6	61,6	54,5	50,6

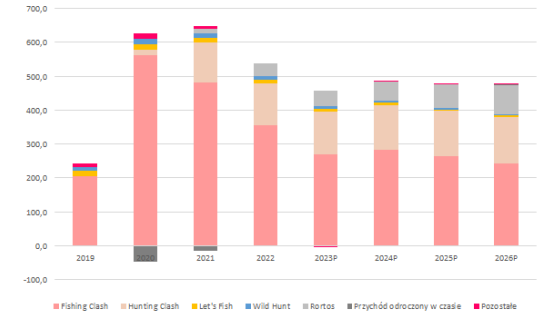
Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Aktywa trwałe	16,1	298,9	314,1	291,7	281,9	273,3	265,0
Rzeczowe aktywa trwałe	8,6	15,2	21,4	19,3	19,3	19,4	19,5
Wartości niematerialne	4,7	106,4	102,6	71,7	61,9	53,2	44,8
Pozostałe aktywa trwałe	2,8	16,2	25,9	37,0	37,0	37,0	37,0
Wartość firmy	0,0	161,1	164,2	163,7	163,7	163,7	163,7
Aktywa obrotowe	307,6	221,4	206,6	194,2	230,1	259,5	275,5
Należności	55,2	62,0	47,5	45,7	49,1	48,1	48,0
Inne aktywa obrotowe	15,8	19,8	32,5	34,3	34,3	34,3	34,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	236,6	139,6	126,6	114,3	146,7	177,1	193,2
Aktywa razem	323,7	520,3	520,7	485,9	512,0	532,8	540,6
Kapitał własny	238,1	351,1	342,5	310,1	324,7	332,9	342,7
Zobowiązania długoterminowe	7,4	65,0	68,2	55,8	62,5	72,7	70,7
Zobowiązania krótkoterminowe	78,2	104,2	110,0	120,1	124,8	127,2	127,2
Zobowiązania handlowe	12,4	6,8	13,1	10,1	10,8	13,2	13,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	65,8	97,4	96,9	110,0	114,0	114,0	114,0
Pasywa razem	323,7	520,3	520,7	485,9	512,0	532,8	540,6
Dług netto	-228,4	-126,9	-117,4	-105,1	-141,4	-173,4	-189,5
Dług netto/ Kapitał własny	-96,0%	-36,1%	-34,3%	-33,9%	-43,5%	-52,1%	-55,3%
Dług netto/ EBITDA	-1,3	-0,7	-1,0	-1,5	-1,5	-2,0	-2,3

Rachunek przepływu [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przepływy z działalności operacyjnej	193,7	200,4	137,9	70,0	87,4	87,0	67,7
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-222,0	-55,5	-28,9	-10,0	-10,4	-10,8
Przepływy z działalności finansowej	-28,2	-75,1	-95,2	-53,3	-44,9	-46,2	-40,8
Przepływy pieniężne netto	160,9	-96,7	-12,8	-12,2	32,5	30,4	16,1

Wskaźniki rynkowe	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
P/E	3,9	4,2	11,5	34,2	9,7	11,0	11,9
P/BV	2,5	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8
EV/ EBITDA	2,1	2,7	4,3	6,9	4,8	4,9	5,0
EV/EBIT	2,1	2,8	6,6	20,2	6,1	6,3	6,4
EV/S	0,6	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9
MC/S	1,0	0,9	1,1	1,3	1,2	1,3	1,3
BVPS	32,8	47,9	46,7	42,3	44,3	45,4	46,7
EPS	20,9	19,3	7,1	2,4	8,4	7,4	6,9
DPS (w danym roku)	3,8	10,0	9,9	7,1	6,4	6,3	5,6

Wskaźniki	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody zmiana r/r	139,8%	9,7%	-15,1%	-16,0%	7,5%	-2,0%	-0,2%
EBITDA zmiana r/r	104,0%	1,5%	-36,9%	-36,3%	33,9%	-8,8%	-4,9%
EBIT zmiana r/r	103,1%	-3,2%	-56,3%	-66,2%	208,3%	-10,0%	-6,4%
Zysk netto zmiana r/r	98,5%	-6,8%	-63,0%	-66,5%	251,1%	-11,6%	-7,1%
Marża EBITDA	30,2%	28,0%	20,8%	15,8%	19,6%	18,3%	17,4%
Marża EBIT	29,7%	26,2%	13,5%	5,4%	15,6%	14,3%	13,4%
Marża netto	26,2%	22,3%	9,7%	3,9%	12,7%	11,4%	10,6%
ROE	0,6	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1
ROA	0,5	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka; * obliczone przy cenie rynkowej 81,8 PLN.

TEN - przychody w podziale na poszczególne tytuły [mln PLN]

Marża skoryg. EBITDA [%] na tle przychodów [mln PLN]


Główne założenia	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7
Fishing Clash	356,0	270,7	282,1	263,0	243,6
- w tym Chiny	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Hunting Clash	122,5	125,8	133,5	134,7	137,1
Let's Fish	10,4	7,8	5,8	4,4	3,1
Wild Hunt	10,6	7,5	5,6	4,2	2,9
Inne	3,1	2,2	1,6	1,2	0,8
Rortos	39,5	44,6	57,5	69,0	88,1
- Airline Commander	12,7	12,5	12,9	12,9	13,0
- RFS	16,7	17,2	17,3	17,5	17,2
- Wings of Heroes	5,3	10,3	22,7	34,1	53,2
USD/PLN	4,461	4,071	4,151	4,115	4,115

Główne czynniki ryzyka: 1) Ryzyko związane z ABB i sprzedażą udziałów przez byłego prezesa (Macieja Zużalka); 2) Ryzyko słabnącej monetyzacji gier; 3) Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google; 4) Ryzyko związane z produkcją gier mobilnych; 5) Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników; 6) Ryzyko konkurencji; 7) Ryzyko związane z kluczowymi pracownikami; 8) Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów; 9) Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii; 10) Ryzyko rynku reklamowego; 11) Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR; 12) Ryzyko związane z pandemią COVID-19; 13) Ryzyko związane z pojawieniem się na rynku produktów konkurencyjnych.

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Ten Square Games opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 70% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek o podobnym profilu działalności, którym to nadaliśmy wagę 30%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 92 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 132 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 760,9 mln PLN, czyli **104 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	70%	92
Wycena porównawcza	30%	132
Wycena porównawcza Polska	15%	106
Wycena porównawcza zagranica	15%	158
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		104

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Pełne skupienie na flagowych tytułach, największy lewar na wyniki

Założeniami zaktualizowanej strategii spółki z początku maja 2023 roku, jest m.in. powrót kluczowych produktów („Fishing Clash”, „Hunting Clash”) na ścieżkę wzrostu. Analizując dane za maj’23 dostępne na takich stronach jak Sensor Tower czy AppMagic, dostrzegamy poprawę monetyzacji gry „Fishing Clash” oraz „Hunting Clash” m/m. Nie przypisujemy jednak tego zjawiska pierwszym zmianom, które mogły się zadziać w firmie. Zakładamy, że był to efekt powrotu do prowadzenia regularnych wydarzeń dla graczy, po kwietniowych turbulencjach w spółce (zwolnienia grupowe). Liczymy natomiast, że za sprawą „pracy u podstaw”, udoskonaleniu systemów live-ops (w tym poprawy jakości, zmniejszania ilości występujących błędów) oraz lepszego zaangażowania do zakupów najbardziej aktywnych graczy, kolejne miesiące przyniosą kontynuację poprawy ABPU, tym samym przychodów flagowych tytułów TEN. Warto zauważyć, że w przypadku produktów o tak silnej pozycji na rynku i wpływie na wyniki grupy, nawet minimalna poprawa przekłada się na materialny wzrost wyników TEN.

Zakładamy, że w następnych miesiącach tego roku „FC” będzie generował ok. 22-23 mln PLN przychodów/ miesiąc przy UA na poziomie 17-18%. Wierzymy również, że „HC” ma najlepszy okres jeszcze przed sobą, a jego monetyzacja w kolejnych okresach 2023 roku wzrośnie do poziomu ok. 10-12 mln PLN/miesiąc przy UA na poziomie 42-43%.

Poprawa generowanego FCF w wyniku zwolnień grupowych

W związku z aktualizacją strategii (skupienie się na flagowych tytułach przy jednoczesnym zaprzestaniu rozwijania nowych tytułów), na przestrzeni kwietnia’23 spółka przeprowadziła zwolnienia grupowe obejmujące 110 osób (czyli 24% całej załogi TEN na koniec 1Q’23). Według szacunków wrocławskiego dewelopera gier mobilnych, powyższe zmiany skutkować będą oszczędnościami w wysokości 1,8 mln PLN miesięcznie. Mając powyższe na uwadze, oczekujemy w kolejnych kwartałach poprawy generowanego przez spółkę FCF. Zwracamy uwagę, że TEN zamierza w dalszym ciągu czuwać na optymalizację kosztową grupy, jednocześnie nie planuje dalszych dużych zwolnień.

Silne IP i plany dalszego zagospodarowania niszy wędkarskiej

Pragniemy przypomnieć, że Ten Square cały czas dysponuje silnym IP, a jego flagowy produkt jest liderem w niszy gier wędkarskich. Oczekujemy, że w krótkim i średnim terminie spółka będzie dążyć do odwrócenia negatywnego trendu w monetyzacji „FC” głównie poprzez istotne ulepszenia w obszarze live-ops, tym samym najważniejszych KPIs gry. W dłuższej perspektywie planowana jest premiera kolejnej części z serii „Fishing Clash” (istnieją już pewne koncepcje dotyczące „FC2”), co naszym zdaniem pozwoli odświeżyć i ponownie zmonetyzować ogromną bazę graczy, którą temu tytułowi udało się zdobyć w ciągu ostatnich lat (ponad 140 milionów użytkowników). Jesteśmy przekonani, że stworzenie sequela przy użyciu nowej technologii przełoży się na znacznie lepsze i szybsze dodawanie nowego kontentu do gry i odpowiednie zarządzanie nim (obecnie, atrakcyjność funkcji live-ops jest kluczowym czynnikiem sukcesu w grach F2P, co szerzej opisujemy w rozdziale „Otoczenie rynkowe”).

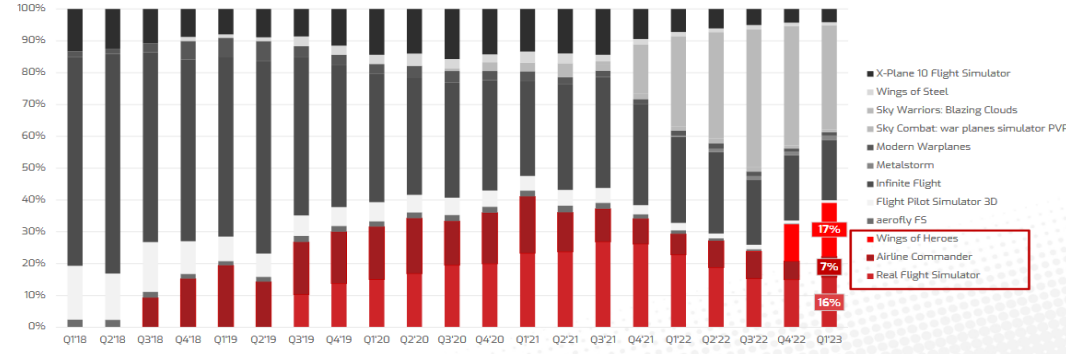
Falstart „Wings of Heroes”. Jak duży potencjał drzemie w tym tytule?

Pod koniec 2022 r. wyobraźnię inwestorów rozbudziła nowa gra „Wings of Heroes”. Skalowanie tego tytułu poprzez akwizycję użytkowników pomogło z miesiąca na miesiąc dynamicznie poprawić jego monetyzację (w szczytowym punkcie osiągnął 2,2 mln PLN przychodów/ msc.). Ponadto kluczowe, wczesne KPIs (takie jak LTV, retencja) przewyższyły te z gier „FC” i „HC”. Jednakże, ze względu na ograniczoną „głębokość” gry, efekt prowadzonych kampanii marketingowych był krótkotrwały, a przychody były bezpośrednio zależne od skali akwizycji użytkowników (brak wystarczającej ilości nowego kontentu, który nie pozwalał na istotne wydłużenie rozgrywki prowadzonej przez graczy i skuteczną monetyzację). W rezultacie, po obniżeniu budżetów reklamowych od lutego 2023 roku, monetyzacja gry „WoH” zaczęła spadać.

Obecnie zespół produktowy koncentruje się na dodawaniu nowych funkcji, rozbudowie głębi produktu oraz rozszerzaniu możliwości monetyzacji (m.in. poprzez dodanie in-app’ów). Równocześnie w celu wzbogacenia rozgrywki spółki wprowadzane są wydarzenia dla użytkowników (live-ops), które w ostatnich latach stały się kluczowe do osiągnięcia sukcesów przez gry F2P. W najbliższym czasie oczekujemy, regularnych porcji nowego kontentu, który stopniowo powinien zacząć poprawiać KPIs tego projektu. Jednocześnie spodziewamy się, że wprowadzanie najważniejszych mechanik/ zmian może zająć spółce od 3 do 4 kwartałów.

W kolejnych miesiącach tego roku prognozujemy obniżenie UA „WoH” po poziomie ok. 0,1-0,2 mln PLN, co pociągnie za sobą spadek przychodów w okolice 0,4-0,5 mln PLN (efekt netto powinien być zbliżony do pierwszych miesięcy 2023 r.). Oczekujemy, że w pierwszej połowie 2024 r. produkt ten będzie wystarczająco gotowy by ponownie przystąpić do jego promocji (za pomocą UA). W naszych prognozach zakładamy, że po wprowadzeniu zmian (znacząca poprawa LTV i retencji) oraz przeskalowaniu tytułu, będzie on w stanie zwiększyć swoje miesięczne przychody do poziomu ok. 6,6 mln PLN (3x więcej niż poziom obserwowany w styczniu’23 – z czego za 200% będzie odpowiadała ścieżka kontentowa i dodanie wspomnianych live-opsów).

Udział poszczególnych gier w przychodach z segmentu symulatorów lotu [%]



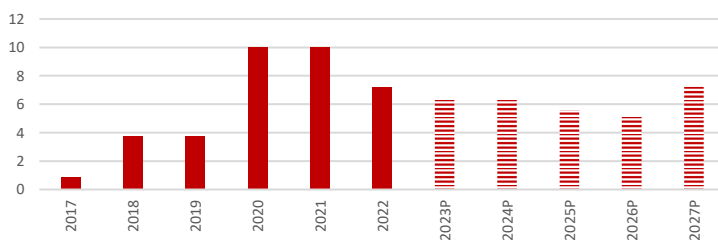
Źródło: Data.ai, spółka

Na podstawie przedstawionego wykresu można zauważyć, że wartość przychodów z gier z segmentu symulatorów lotów kształtuje się na poziomie około 34 milionów PLN kwartalnie (w 1Q'23 17% tej niszy stanowił tytuł „WoH”, który wygenerował 5,8 miliona PLN przychodów). Według danych portalu Sensor Tower, w maju 2023 roku największa gra z tego obszaru, czyli „Sky Warriors” od Wildlife Studios, wygenerowała 0,6 miliona USD przychodów, podczas gdy „WoH” osiągnęło 90 tysięcy USD. Warto przypomnieć, że przed pojawieniem się gry „Fishing Clash”, segment gier wędkarskich nie był zbyt głęboki (dominowała w nim poprzednia gra TEN „Let's Fish”). Mimo to nowy produkt spółki przyciągnął duże grono pasjonatów tego sportu przed ekrany telefonów, znacząco zwiększając popularność tej niszy. Tym samym uważamy, że jakością swojego nowego projektu, grupa jest w stanie powalczyć o dominację w tym segmencie, jak i przyczynić się do rozszerzenia kręgu potencjalnie zainteresowanych osób tym rodzajem rozrywki.

Kontynuacja dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami

Od 2017 roku spółka dzieli się ze swoimi akcjonariuszami wypracowanymi zyskami. Kilka dni temu wypłacono atrakcyjną dywidendę za 2022 r. w wysokości 7,2 PLN/ akcję (DY = ok. 9%). Zakładamy, że również w kolejnych latach spółka będzie kontynuowała swoją politykę w tym zakresie. W związku z ograniczeniem ilości prowadzonych projektów i nakładów inwestycyjnych spodziewamy się wypłat w górnej granicy, czyli w okolicach 75% skonsolidowanego zysku netto.

Zakładane przyszłe strumienie dywidend [DPS]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kompetencje i ambicje nowego prezesa oraz deklaracja jednego z głównych akcjonariuszy

W połowie maja'23 za sterami Ten Square Games stanął Andrzej Ilczuk, który zastąpił ustępującego prezesa Macieja Zużalka. Nowy CEO może się pochwalić imponującym doświadczeniem w obszarze rozwoju gier, a jego kompetencje bardzo dobrze wpasowują się w zaktualizowaną strategię spółki. Poprzednio pełnił on w grupie kolejno funkcje business ownera (1,5 r.) i chief production officera (ponad 2 lata). Przed wstąpieniem w szeregi TEN pracował m.in. w niemieckich firmach gamingowych. Był business ownerem w DECA Games (odpowiadał za obszar operacyjny i szeroko rozumiany rozwój gier), dyrektorem operacyjnym w Smilegate oraz przez ponad 6 lat pracował w Aeria Games (zarządzał portfolio produktowym, a w 2014 roku przejął odpowiedzialność za zarządzanie produktami w fazie „post global launch”). Ambicją nowego CEO jest poprawa wyników, co według niego przyczyni się do poprawy relacji z inwestorami. Dodatkowo, wynagrodzenie prezesa Iluczka będzie zależne od osiągniętych przez spółkę rezultatów.

Warto również zaznaczyć, że podczas ostatniej konferencji wynikowej za 1Q'23, jeden z głównych akcjonariuszy TEN, Arkadiusz Pernal, potwierdził, że nie ma planów dalszej sprzedaży udziałów w firmie. Jest to istotna deklaracja, szczególnie biorąc pod uwagę fakt, że od kilku lat właściciele spółki systematycznie odsprzedawali swoje udziały.

Gamesture – inwestycja w poszukiwanie nowych źródeł przychodów

W ostatnich wypowiedziach przedstawiciele Ten Square Games, podkreślali swoje zadowolenie z dynamicznego rozwoju portfela produktów Gamesture oraz optymistyczne nastawienie co do przyszłości tej inwestycji (wierzą, że firma odkryła swój „blue ocean”). Duże nadzieje związane z tym podmiotem znalazły odzwierciedlenie w zwiększonym zaangażowaniu TEN, które wzrosło do 36,9% po zakupie dodatkowych 12% udziałów za około 2,7 miliona USD na początku 2023 roku (dokapitalizowanie w celu zwiększenia intensywności kampanii marketingowych).

Krakowska firma aktywnie pracuje nad wieloma nowymi projektami, a dzięki zastosowaniu sztucznej inteligencji planuje wydać jeszcze w tym roku kilka nowych tytułów z gatunku social wars. W okolicach czerwca zaplanowany jest również soft launch jednej z kluczowych gier, czyli „Hero Legacy”. Podmiot ten jest jedną z inicjatyw TEN, które mogą przyczynić się do dalszego wzrostu i dywersyfikacji portfela gier grupy.

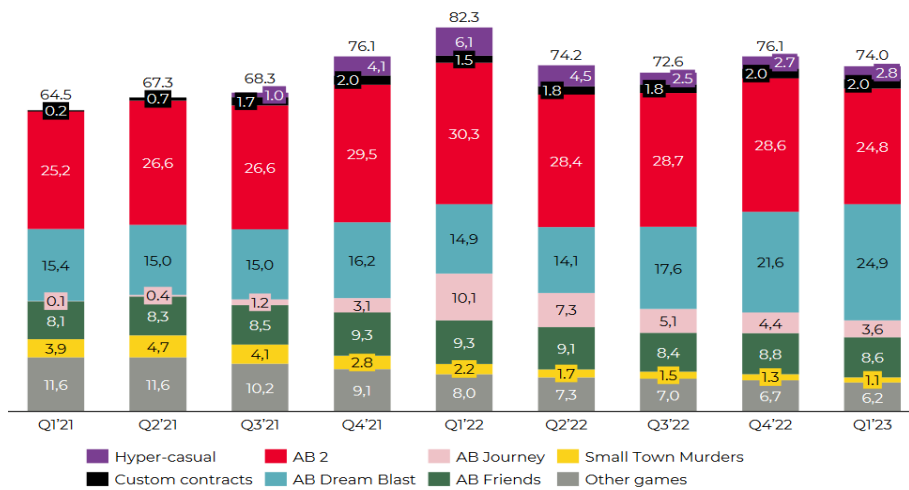
Przyglądając się bliżej wynikom Gamescure, warto odnotować imponujące wzrosty przychodów (+32,4% q/q i 106,0% r/r względem 1Q'23), które naszym zdaniem są efektem przede wszystkim intensywnych kampanii marketingowych, co znajduje swoje odzwierciedlenie w powiększającej się z kwartału na kwartał stracie konsolidowanej przez TEN.

Traktujemy inwestycję TEN w Gamesture, jako obszar do poszukiwań perspektywicznych projektów, które w przyszłości mogą stać się nowymi źródłami przychodów grupy. W naszej analizie podchodzimy konserwatywnie do projekcji przepływów tego podmiotu, zakładając jego neutralną kontrybucję do wyników w kolejnych latach pomimo wysokiej dynamiki przychodów.

SEGA przejmuje Rovio

W połowie kwietnia japoński gigant Sega potwierdził, że kupuje fińską firmę Rovio w transakcji gotówkowej o wartości 706 milionów EUR (775 milionów USD), czyli 9,25 EUR za akcję. Oferta implikuje 63,1% premii w stosunku do ceny zamknięcia akcji Rovio w dniu 19 stycznia (ostatniego dnia notowań przed pierwszymi doniesieniami o potencjalnym przejęciu) oraz 19% premii w stosunku do ostatecznej ceny zamknięcia Rovio z dnia 14.04.2023. Cena na poziomie 9,25 EUR implikuje wskaźniki P/E i EV/EBITDA na 2023 r. odpowiednio na poziomie: 25,8x/ 11,2x vs 9,6x/4,3x Ten Square Games. Warty podkreślenia jest fakt, iż Rovio jest firmą dysponującą jednym mocnym IP, przez co biznesowo zbliżona jest do profilu wrocławskiego dewelopera gier mobilnych. Na poniższym wykresie widać, że za ok. 80% generowany płatności odpowiada IP „Angry Birds”. Dzięki tej akwizycji Sega planuje przyspieszyć rozwój swoich istniejących gier, a także „generować synergię” między firmami.

Płatności z poszczególnych gier Rovio [mln EUR]



Źródło: Rovio

Uważamy, że przy aktualnej wycenie Ten Square Games, może stać się potencjalnym celem akwizycyjnym dla większych graczy z branży gier. Jednocześnie zwracamy uwagę, że na ostatniej konferencji spółka podkreślała, że obecnie jest w pełni skoncentrowana na sobie i aktualnie pozostaje „trochę głucha na świat zewnętrzny”. Zarząd TEN nie skupia się na firmach, które być może na nich „polują”.

Sugerując się powyższymi argumentami, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Uważamy że, aktualna cena jest niedowartościowana (P/E na poziomie 9,6x), w związku z tym wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 104 PLN/akcję**, czyli 27% powyżej obecnej ceny rynkowej.

WRAŻLIWOŚĆ WYCENY NA ZMIANĘ ZAŁOŻEŃ

Scenariusz bazowy

Wycena DCF [PLN] = 92 PLN

Główne założenia scenariusza bazowego [mln PLN]					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7
<i>Fishing Clash</i>	356,0	270,7	282,1	263,0	243,6
- w tym Chiny	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Hunting Clash</i>	122,5	125,8	133,5	134,7	137,1
<i>Let's Fish</i>	10,4	7,8	5,8	4,4	3,1
<i>Wild Hunt</i>	10,6	7,5	5,6	4,2	2,9
<i>Inne</i>	3,1	2,2	1,6	1,2	0,8
<i>Rortos</i>	39,5	44,6	57,5	69,0	88,1
- <i>Airline Commander</i>	12,7	12,5	12,9	12,9	13,0
- <i>RFS</i>	16,7	17,2	17,3	17,5	17,2
- <i>Wings of Heroes</i>	5,3	10,3	22,7	34,1	53,2
UA	118,9	102,9	115,0	113,6	112,9
<i>UA/przychody</i>	22,1%	22,8%	23,6%	23,8%	23,7%
EBITDA	112,0	71,4	95,5	87,1	82,8
EBITDA skoryg.	139,8	116,5	95,5	87,1	82,8
Zysk netto	52,3	17,6	61,6	54,5	50,6
Zysk netto skoryg.	80,2	62,7	61,6	54,5	50,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz optymistyczny

Wycena DCF [PLN] = 128 PLN

Główne założenia scenariusza optymistycznego [mln PLN]					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	538,6	469,0	510,6	545,9	568,7
<i>Fishing Clash</i>	356,0	279,6	296,6	311,9	302,6
- w tym Chiny	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Hunting Clash</i>	122,5	131,3	142,0	150,8	161,6
<i>Let's Fish</i>	10,4	7,8	5,8	4,4	3,3
<i>Wild Hunt</i>	10,6	7,5	5,6	4,2	3,2
<i>Inne</i>	3,1	2,2	1,6	1,2	0,9
<i>Rortos</i>	39,5	46,8	58,9	73,3	97,2
- <i>Airline Commander</i>	12,7	12,5	12,9	12,9	13,0
- <i>RFS</i>	16,7	17,2	17,3	17,5	17,2
- <i>Wings of Heroes</i>	5,3	12,5	24,1	38,3	62,3
UA	118,9	106,0	115,7	124,8	128,3
<i>UA/przychody</i>	22,1%	22,6%	22,7%	22,9%	22,6%
EBITDA	112,0	79,2	111,6	121,8	128,9
EBITDA skoryg.	139,8	124,4	111,6	121,8	128,9
Zysk netto	52,3	23,9	74,6	83,1	88,6
Zysk netto skoryg.	80,2	69,1	74,6	83,1	88,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Scenariusz pesymistyczny

Wycena DCF [PLN] = 73 PLN

Główne założenia scenariusza pesymistycznego [mln PLN]					
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody [mln PLN]	538,6	435,0	441,1	424,8	414,4
<i>Fishing Clash</i>	356,0	260,3	257,9	240,4	222,7
- w tym Chiny	3,9	0,2	0,0	0,0	0,0
<i>Hunting Clash</i>	122,5	118,8	118,1	115,9	114,8
<i>Let's Fish</i>	10,4	7,8	5,5	3,8	2,7
<i>Wild Hunt</i>	10,6	7,5	5,2	3,7	2,6
<i>Inne</i>	3,1	2,2	1,5	1,1	0,7
<i>Rortos</i>	39,5	44,6	52,9	59,9	71,0
- <i>Airline Commander</i>	12,7	12,5	12,5	12,1	11,9
- <i>RFS</i>	16,7	17,2	17,0	16,8	16,6
- <i>Wings of Heroes</i>	5,3	10,3	18,8	26,4	38,0
UA	118,9	100,0	102,4	98,7	94,7
<i>UA/przychody</i>	22,1%	23,0%	23,2%	23,2%	22,8%
EBITDA	112,0	62,8	79,3	69,0	62,1
EBITDA skoryg.	139,8	108,0	79,3	69,0	62,1
Zysk netto	52,3	10,6	48,8	39,7	34,0
Zysk netto skoryg.	80,2	55,8	48,8	39,7	34,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA DCF

Wycenę metodą DCF otrzymaliśmy prognozując w horyzoncie 10-letnim *free cash flows*, a następnie dyskontując je średnim ważonym kosztem kapitału (WACC). Koszt kapitału własnego został oszacowany na podstawie rentowności 10-letnich obligacji skarbowych przyjmujemy długoterminowo 6,0%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 6,5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2023 roku zakładamy 452,4 mln PLN przychodów. Na wyniki tego okresu, jak zwykle największy wpływ będzie miała monetyzacja gry „Fishing Clash”. Szacujemy, że w omawianym okresie wygeneruje 270,7 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 46,4 mln PLN. Prognozujemy, że „Hunting Clash” wypracuje w 2023 roku 125,8 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 49,8 mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o gry: „Let’s Fish” oraz „Wild Hunt” i ich kontrybucję do wyników, zakładamy odpowiednio 7,8 mln PLN/7,5 mln PLN. Szacujemy, że Rortos doda od siebie w tym okresie 44,6 mln PLN przychodów. Prognozujemy, że strata Gamesture przypadająca na udziały TEN wyniesie w tym roku 2,5 mln PLN. Według naszych prognoz cały 2023 roku Ten Square Games zakończy z wynikiem skoryg. EBITDA na poziomie 116,5 mln PLN oraz 62,7 mln PLN skoryg. zysku netto.
- „Fishing Clash” - w 2024 roku zakładamy poprawę przychodów do poziomu ok. 23-24 mln PLN/miesiąc (+4,7% r/r) przy UA w granicach ok. 4 mln PLN. Liczymy na wzrost monetyzacji gry „Hunting Clash” do poziomu ok. 11 mln PLN/miesiąc przy UA ok. 4-4,5 mln PLN. Jeżeli chodzi o Rortos, to zakładamy, że wygeneruje on w 2024 roku blisko 57,5 mln PLN przychodów.
- Uważamy, że jednym z elementów dalszego umacniania pozycji spółki w niszy wędkarskiej i wykorzystania najmocniejszego IP, jest tworzenie kolejnych części z serii „Fishing Clash”. Istnieją już pewne koncepcje dotyczące „FC2”. W naszym modelu zakładamy rozpoczęcie pierwszych prac produkcyjnych na przestrzeni 2024-25 r. i premierę gry w 2028.¹
- Rortos – sprzedającym firmę przysługuje dodatkowe wynagrodzenie zależne od jej wyników w okresie od 1.07.2021 do 31.12.2025, wyliczone zgodnie z formułą uzgodnioną w umowie w maksymalnej kwocie nie wyższej niż wynik EBITDA osiągnięty przez Rortos w adekwatnym okresie. – uwzględniamy płatności w postaci maksymalnej kwoty EBITDA pomniejszonej o zyski z gry „Airline Commander”.
- Mając na uwadze zamknięcie wielu nowych prowadzonych projektów (m.in. „Football Elite”, „Magical District”, „Undead Clash”, „Fishing Master”) konserwatywniej podchodzimy do prognozowania wyników z nowych tytułów, zakładając w naszych prognozach jedynie kolejną część z serii „Fishing Clash”.
- Gamesture – podchodzimy konserwatywnie do projekcji przepływów tego podmiotu, zakładając jego neutralną kontrybucję do wyników w kolejnych latach pomimo wysokiej dynamiki przychodów.
- Spółka nie posiada aktualnego Programu Motywacyjnego. Trwają prace nad jego założeniami.
- Uwzględniamy również wartość posiadanych pozostałych aktywów finansowych (22,5 mln PLN inwestycja w Gamesture, 7,7 mln PLN jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego Sisu Game Ventures, 2,3 mln PLN kaucja najmu biura).
- Ulga podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. W swoich prognozach implikujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 17%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Polityka dywidendowa spółki zakłada przeznaczenie do 75% skonsolidowanego zysku netto, w zależności od potrzeb i planów inwestycyjnych. Zakładamy, że również w kolejnych latach spółka będzie kontynuowała swoją politykę w tym zakresie, a w związku z ograniczeniem ilości prowadzonych projektów i nakładów inwestycyjnych spodziewamy się wypłat w górnej granicy, czyli w okolicach 75% skonsolidowanego zysku netto.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Poziom gotówki netto przyjmujemy na bazie stanu na koniec 2022 roku.
- Wzrost FCF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 7,3 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 30 września 2023 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 671,3 mln PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 92 PLN.

¹ Znając specyfikę gry „Fishing Clash” nie mamy na myśli standardowego seaquela polegającego na przerobieniu warstwy graficznej i dodaniu nowej linii fabularnej, a znaczącą zmianę pod kątem technologicznym (m.in. w celu szybszego testowania, identyfikacji błędów i dodawania kontentu), monetyzacyjnym, przebudowie metagry (jeszcze większa głębia produktu aby cały czas dobrze angażować i monetyzować graczy, którzy osiągnęli już wszystko i nie są już tak skłonni dalej wydawać pieniądze).

Model DCF

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	452,4	486,2	476,6	475,7	463,2	510,5	575,5	598,8	631,0	671,4
EBIT [mln PLN]*	69,7	75,7	68,1	63,8	62,9	68,1	79,1	77,1	81,5	88,8
Stopa podatkowa	14,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	10,3	12,9	11,6	10,8	10,7	11,6	13,4	13,1	13,9	15,1
NOPLAT [mln PLN]	59,4	62,8	56,5	52,9	52,2	56,6	65,7	64,0	67,6	73,7
Amortyzacja [mln PLN]	20,5	19,8	19,0	19,1	19,1	20,0	20,3	20,3	20,3	19,2
CAPEX [mln PLN]	-19,3	-10,0	-10,4	-10,8	-11,3	-11,8	-12,2	-12,8	-13,3	-14,1
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	5,5	-2,4	1,8	0,1	0,9	-1,3	0,0	-0,8	-0,5	-0,8
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	-8,2	-10,5	-11,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	58,0	59,6	55,1	61,2	60,9	63,4	73,7	70,8	74,1	77,9
DFCF [mln PLN]	56,1	50,7	41,2	40,2	35,1	32,2	32,9	27,7	25,5	23,6
Suma DFCF [mln PLN]	365,1									
Wartość rezydualna [mln PLN]	681,1	wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%								
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	205,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]	571,0									
Dług netto 2022 [mln PLN]**	-100,3									
Wartość kapitału [mln PLN]	671,3									
Ilość akcji [mln szt.]	7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]	92									

Przychody zmiana r/r	-16,0%	7,5%	-2,0%	-0,2%	-2,6%	10,2%	12,7%	4,1%	5,4%	6,4%
EBIT zmiana r/r	-4,1%	8,6%	-10,0%	-6,4%	-1,4%	8,4%	16,1%	-2,5%	5,7%	9,0%
FCF zmiana r/r	-0,9%	5,8%	-10,0%	-6,4%	-1,4%	8,4%	16,1%	-2,5%	5,7%	9,0%
Marża EBITDA	20,0%	19,6%	18,3%	17,4%	17,7%	17,3%	17,3%	16,3%	16,1%	16,1%
Marża EBIT	15,4%	15,6%	14,3%	13,4%	13,6%	13,3%	13,7%	12,9%	12,9%	13,2%
Marża NOPLAT	13,1%	12,9%	11,9%	11,1%	11,3%	11,1%	11,4%	10,7%	10,7%	11,0%
CAPEX / Przychody	4,3%	2,1%	2,2%	2,3%	2,4%	2,3%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX / Amortyzacja	93,8%	50,7%	54,7%	56,6%	59,1%	59,2%	60,2%	63,0%	65,5%	73,5%
Zmiana KO / Przychody	-1,2%	0,5%	-0,4%	0,0%	-0,2%	0,3%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,4%	7,2%	18,4%	7,3%	7,3%	2,7%	0,0%	3,3%	1,6%	2,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-skoryg. **-uwzględnia dywidendę, akcje własne oraz pozostałe aktywa finansowe

Kalkulacja WACC

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Stopa wolna od ryzyka	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Premia za ryzyko	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Beta	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Premia kredytowa	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Koszt kapitału własnego	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	99,9%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	6,4%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
WACC	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: beta / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	98	99	101	103	105	107	110	113	116
	1,0	93	95	96	98	99	101	103	106	109
	1,1	89	90	92	93	94	96	98	100	102
	1,2	86	87	88	89	90	92	93	95	97
	1,3	82	83	84	85	86	87	89	90	92
	1,4	80	80	81	82	83	84	85	86	87
	1,5	77	77	78	79	80	81	82	83	84

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / wzrost lub spadek FCF w okresie rezydualnym

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	4,5%	101	103	105	107	109	112	115	118	122
	5,5%	93	94	95	97	99	100	103	105	108
	6,5%	86	87	88	89	90	92	93	95	97
	7,5%	80	81	82	82	83	84	85	87	88
	8,5%	75	76	76	77	78	78	79	80	81
	9,5%	71	71	72	72	73	74	74	75	76
	10,5%	67	68	68	69	69	69	70	70	71

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	4,5%	120	117	114	112	110	108	106	104	103
	5,5%	108	105	103	100	99	97	95	94	93
	6,5%	98	95	93	92	90	89	87	86	85
	7,5%	90	88	86	84	83	82	81	80	79
	8,5%	83	81	80	78	77	76	75	75	74
	9,5%	77	76	75	74	73	72	71	70	70
	10,5%	73	72	70	69	69	68	67	67	66

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest, zarówno na krajowych jak i światowych deweloperach gier wideo. Wycena do spółek z GPW sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **106 PLN**, natomiast do globalnych **158 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności i innym profilem vs porównywalne spółki, uwzględniamy je w naszej wycenie, nadając im wartość odpowiednio po 15%.

Wycena porównawcza do krajowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
11 bit studios	49,0	10,0	14,1	74,5	8,5	9,4
Artufex Mundi	8,9	7,6	6,9	5,2	4,0	3,0
Big Cheese Studio	9,9	6,8	-	7,7	4,9	-
BoomBit	9,6	7,3	7,1	3,9	2,7	2,2
CD Projekt	37,3	57,9	93,7	24,5	39,5	42,4
Creepy Jar	21,7	8,4	9,3	16,7	6,1	6,0
Huuuge Games	8,7	9,9	10,4	3,5	3,6	3,7
PCF Group	45,3	26,3	7,2	27,8	13,8	-
PlayWay	14,1	14,1	10,8	9,8	9,6	7,9
Mediana grupy	13,1	9,9	9,9	8,7	7,3	6,0
Ten Square Games	9,6	9,7	11,0	4,2	4,8	4,9
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	-27,1%	-1,9%	11,6%	-51,4%	-34,3%	-18,8%
Wycena wg wskaźnika [PLN]	112,2	83,4	73,3	155,7	115,9	96,2
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena wg wskaźników [PLN]		90			123	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	106					

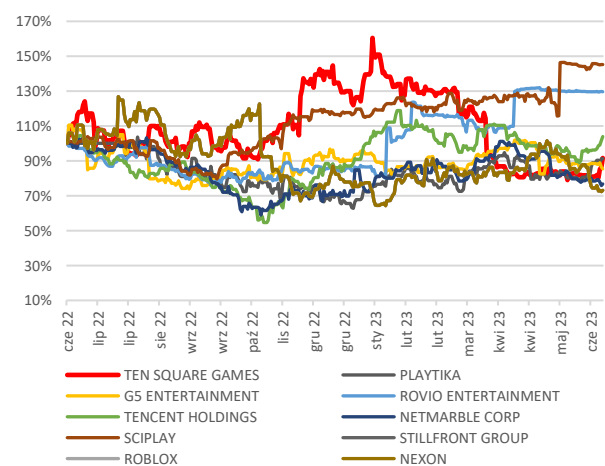
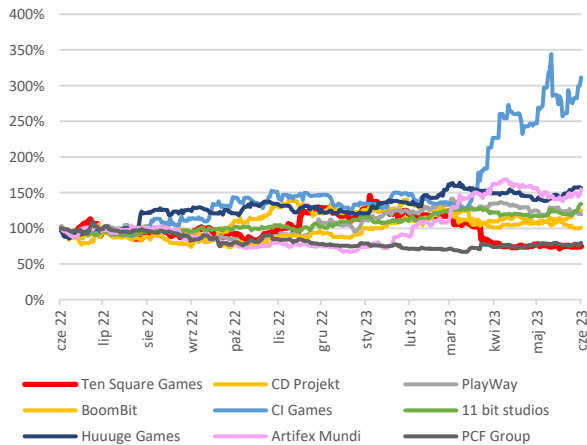
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Wycena porównawcza do światowych producentów gier wideo

	P/E			EV/EBITDA		
	2023P	2024P	2025P	2023P	2024P	2025P
PLAYTIKA HOLDING CORP	13,9	12,8	11,6	6,7	5,9	4,9
G5 ENTERTAINMENT AB	10,2	9,3	9,1	4,4	3,8	3,3
ROVIO ENTERTAINMENT OY	25,5	22,7	20,4	11,2	10,0	9,1
TENCENT HOLDINGS LTD	22,3	18,5	16,6	15,5	13,3	11,0
NETMARBLE CORP	437,4	46,2	32,8	26,6	16,8	13,2
SCIPLAY CORP-CLASS A	104,3	90,5	83,1	9,8	8,5	7,6
STILLFRONT GROUP AB	8,1	6,9	6,1	5,2	4,6	4,0
ROBLOX	-	-	-	68,2	45,8	34,6
NEXON	21,6	19,0	17,4	13,0	10,6	9,3
Mediana	21,9	18,8	17,0	11,2	10,0	9,1
Ten Square Games	9,6	9,7	11,0	4,2	4,8	4,9
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	-56,4%	-48,1%	-35,2%	-61,9%	-52,0%	-46,3%
Wycena wg wskaźnika	185,6	156,0	124,9	194,1	151,2	133,1
Waga roku	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		157			159	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	158					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od czerwca 2022 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z ABB i sprzedażą udziałów przez byłego prezesa (Macieja Zużałka)

Na początku 2020 roku akcjonariusze spółki (Maciej Popowicz oraz Arkadiusz Pernal) sprzedali 13,31% akcji (963 tys.) po cenie 230 PLN, rok później ponownie sprzedali kolejny pakiet, tym razem 710,4 tys. (9,78%) po cenie 500 PLN. Również na początku 2022r. (trzeci rok z rzędu) główni akcjonariusze sprzedali posiadane akcje – 438,1 tys. (6,0%) po cenie 315 PLN. Sugerując się regularnością sprzedawanych udziałów przez wyżej wspomnianych akcjonariuszy istnieje ryzyko, że w kolejnych okresach ponownie dojdzie do kolejnych transakcji. Dodatkowo istnieje ryzyko sprzedaży udziałów przez byłego prezesa Macieja Zużałka, który posiada 194,8 tys. akcji (2,7% wszystkich akcji TEN).

2. Ryzyko słabnącej monetyzacji gier

Zapotrzebowanie na produkty grupy może podlegać zmieniającym się modom, trendom rynkowym lub nagłym zmianom percepcji określonych grup klientów. Zmiana sytuacji makroekonomicznej może również powodować zmianę zachowań zakupowych części odbiorców. Powyższe czynniki mogą wpływać na słabnącą monetyzację gier spółki.

3. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Google

W związku z planowanymi zmianami polityki prywatności Google, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych może zostać utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem Android. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA.

4. Ryzyko produkcji gier mobilnych

Produkcja gry wideo to proces wieloetapowy, związany z ryzykiem opóźnień odrębnych faz i całego projektu. Fazy produkcji następują kolejno po sobie, tym samym uzależnione są od wyników/ ukończenia poprzednich etapów. Etapy te są zależne od pracy zespołów, którym nieprzewidziane trudności mogą przyczynić się do opóźnień. Ponadto ukończenie produkcji nie gwarantuje jej pełnoprawnej premiery, gdyż zależy ona od KPIs i jej potencjału komercyjnego danego projektu.

5. Ryzyko związane z trudnościami w pozyskiwaniu doświadczonych pracowników

Na rynku pracy liczba doświadczonych i wykwalifikowanych twórców gier wideo jest stosunkowo niewielka. Jednym z głównych powodów jest brak przygotowania absolwentów szkół wyższych w Polsce do tego zawodu. W związku z tymi ograniczeniami, wyzwaniem staje się pozyskanie pracowników w skali, która pozwoli spółce dynamicznie się rozwijać.

6. Ryzyko konkurencji

Rynek gier mobilnych jest rynkiem konkurencyjnym, ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz prosty dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów. Nieustannie pojawiające się nowe produkcje, powodują ryzyko spadku zainteresowania określonymi grammi spółki. Ten Square Games działa na rynku międzynarodowym, dlatego negatywny wpływ na jej działalność może mieć aktywność deweloperów na całym świecie.

7. Ryzyko związane z kluczowymi pracownikami

Utrata kluczowych pracowników, posiadających największe doświadczenie i wiedzę dotyczącą zarządzania spółką, mogłaby wpłynąć w krótkim terminie zarówno na pogorszenie jakości jak i terminowości świadczonych usług. W średniej i dłuższej perspektywie mogłoby to wpłynąć na obniżenie planowanych wyników spółki.

8. Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów

Spółka jest uzależniona od podmiotów prowadzących kluczowe platformy dystrybucyjne (Google, Apple i Facebook). Większość przychodów generowanych jest przez gry, które udostępniane są na cyfrowych platformach dystrybucyjnych, portalach internetowych prowadzonych przez wyżej wspomniane firmy. Ewentualna zmiana polityki tych podmiotów w zakresie akceptacji produktów do dystrybucji wymagać będzie dostosowania aktualnych bądź przyszłych produktów, co może wygenerować dodatkowe wysokie koszty.

9. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

Na działalność spółki duży wpływ mają nowe technologie oraz rozwiązania informatyczne. Ze względu na dużą dynamikę rozwoju rynku technologicznego, dla Ten Square Games koniecznym staje się ciągłe monitorowanie wchodzących nowości oraz ich szybka implikacja. Potencjalnym ryzykiem dla spółki jest niedostosowanie się do zmieniających się warunków panujących na rynku.

10. Ryzyko rynku reklamowego

Model ekonomiczny grupy zakłada możliwość pozyskiwania graczy w cenach niższych niż oczekiwana wartość wygenerowana przez graczy. O ile obecnie spełnienie powyższego warunku jest dla spółki możliwe, nie można wykluczyć sytuacji, w której koszt pozyskania użytkownika przekroczy wyżej opisany próg korzyści.

11. Ryzyko związane z umocnieniem się złotówki względem innych walut, głównie USD i EUR

Spółka ponosi istotne koszty osobowe, nakłady oraz koszty związane z produkcją gier w PLN, natomiast znaczną część przychodów realizuje w walutach obcych. Czynnikiem ryzyka jest wystąpienie niekorzystnych zmian kursów walutowych, szczególnie kursu wymiany PLN w stosunku do USD i EUR.

12. Pojawienie się na rynku produktów konkurencyjnych do gier grupy

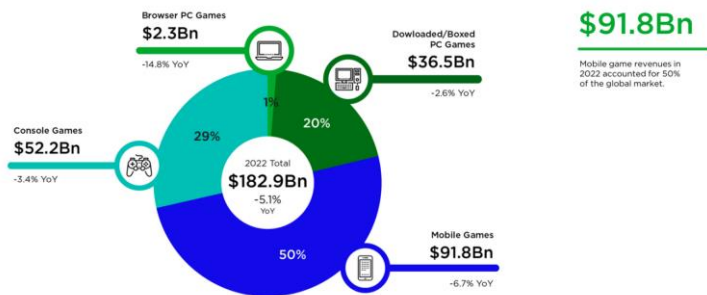
Ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz łatwy dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów, rynek gier mobilnych jest rynkiem konkurencyjnym. Konsumentom oferowane są liczne produkty, nierzadko o podobnej tematyce. Konkurencyjny rynek wymaga od grupy pracy nad ciągłym podwyższaniem jakości produktów oraz poszukiwania nowych obszarów tematycznych, które mogłyby zaciekać szeroką grupę odbiorców.

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników spółki ma zagranica. Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo w 2022 roku światowy rynek gier odnotował niewielki spadek, a całkowite przychody stopniały o 5,1% r/r. Tym samym był to rok korekcyjny dla rynku po dwóch latach wzrostu napędzanego obostrzeniami związanymi z pandemią. Prognozy firmy analitycznej wskazują, że zarówno w 2023 roku, jak i w kolejnych latach, rynek gier będzie kontynuował trend wzrostowy. Według szacunków Newzoo, do 2025 roku będzie rozwijać się on średniorocznie o 2,9%, osiągając na koniec tego okresu wartość 206,4 mld USD.

Na przestrzeni 2022 r. przychody z gier mobilnych stanowiły 50% światowego rynku, osiągając 91,8 miliarda USD. Drugi najwyższy całkowity przychód pochodził z konsol i wyniósł 52,2 miliarda USD (-o 3,4% r/r). W tym czasie największy spadek r/r odnotowały przychody z gier przeglądarkowych (-14,8% r/r) do poziomu 2,3 mld USD.

Podział rynku gamingowego w 2022 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r

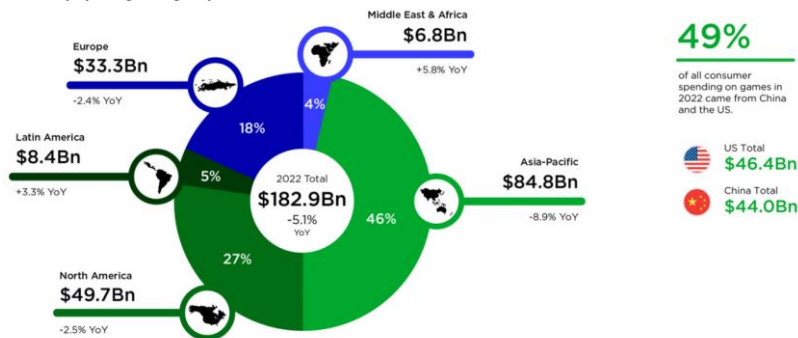


Źródło: Newzoo

W większości regionów, przychody z gier spadły w 2022 roku. Pozytywnie wyróżniły się takie obszary świata jak Ameryka Łacińska, Bliski Wschód i Afryka (stanowiły łącznie 9% łącznych przychodów), które zanotowały wzrost r/r. Przychody z rynku gier w Ameryce łacińskiej wzrosły o 3,3% w porównaniu do poprzedniego roku, podczas gdy na Bliskim Wschodzie i w Afryce zanotowano wzrost przychodów o 5,8%.

W kontekście globalnym Chiny i Stany Zjednoczone były głównymi potęgami pod względem wydatków użytkowników na gry. Te dwa regiony odpowiadały za 49% wszystkich wydatków konsumenckich na ten rodzaj rozrywki.

Globalny rynek gamingowy w 2022 r.



Źródło: Newzoo

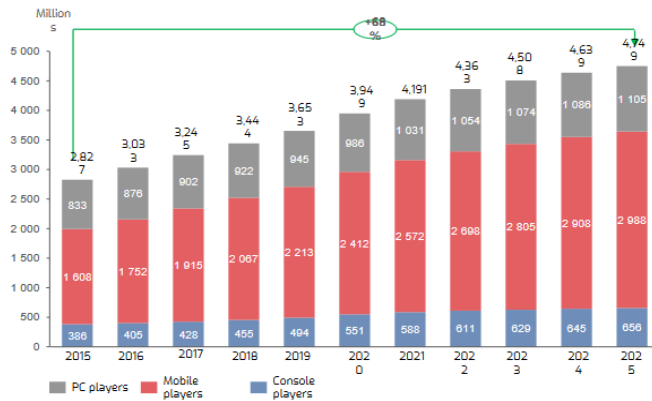
Wartość rynku gier 2020-2025



Źródło: Newzoo

Według prognoz firmy analitycznej na przestrzeni 2023-2025 globalna liczba graczy wzrośnie o 386 mln do poziomu 4,75 mld, z czego 62,9% stanowią będą gracze mobilni, 23,3% PC-owi, a 13,8% konsolowi.

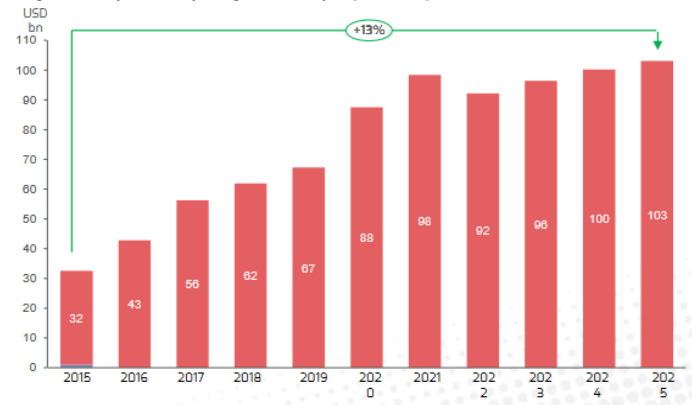
Prognozowana liczba graczy w podziale na platformę 2023-25 [mln]



Źródło: Newzoo, spółka

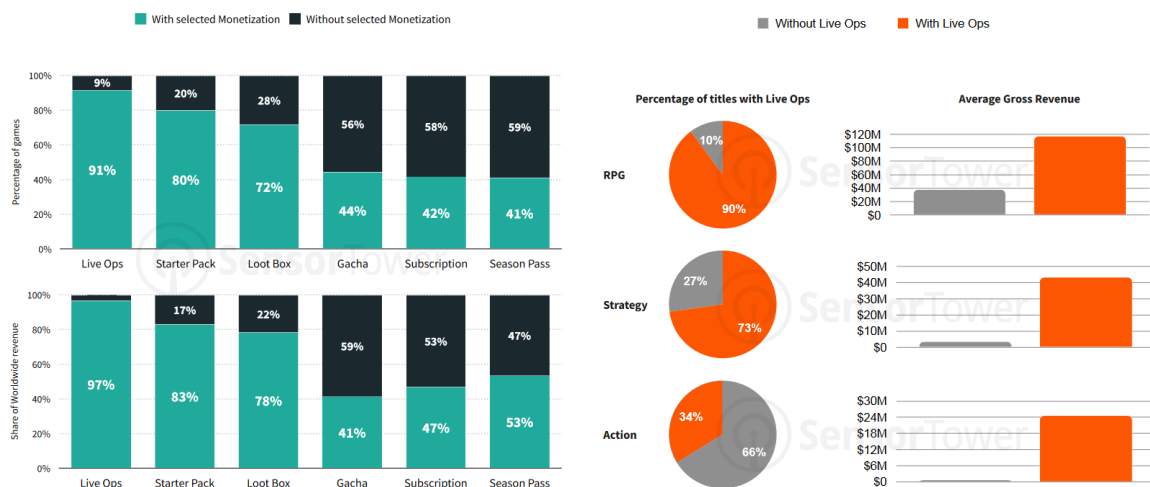
Newzoo szacuje, że na koniec 2022 r. wartość rynku gier mobilnych wyniosła 92 mld USD. W tym roku segment ten ma wzrosnąć o 4,3% do poziomu 96 mld USD. Według kalkulacji firmy analitycznej, rynek gier mobilnych do 2025 r. urośnie o 12,0% i osiągnie 103 mld USD.

Prognozowany wzrost rynku gier mobilnych [mld USD]



Źródło: Newzoo, spółka

Live-opsy stały się standardową strategią monetyzacji gier mobilnych potrzebną do osiągnięcia sukcesu w tej branży. 91% najpopularniejszych gier na świecie wspiera swoje tytuły poprzez takie działania. 97% przychodów z najpopularniejszych gier pochodzi właśnie z wykorzystania tej strategii monetyzacji.



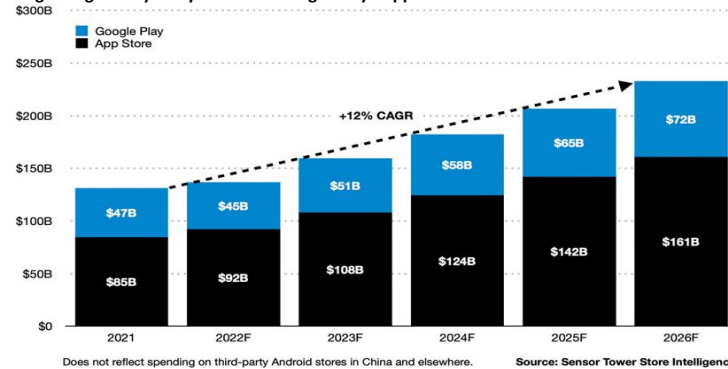
Źródło: sensortower.com

Live-opsy najczęściej implikowaną strategią monetyzacji są w grach RPG, z czego aż 90% najlepiej działających mobilnych gier RPG ją wykorzystuje.

10 najlepszych gier pod względem monetyzacji na całym świecie w App Store oraz Google Play w latach 2019-22

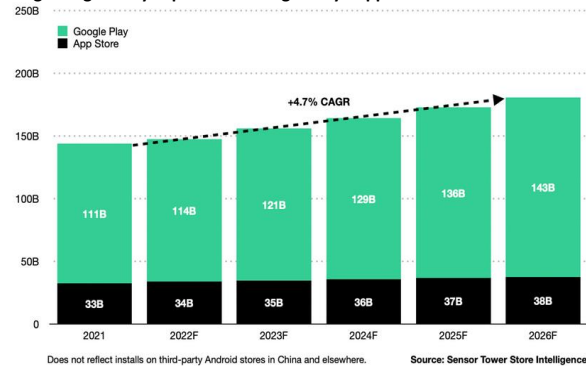

Źródło: sensortower.com

Do 2026 r. globalne wydatki konsumentów na aplikacje premium, zakupy w aplikacjach i subskrypcje wyniosą 233 miliardy USD w Apple App Store i Google Play. To o 77% więcej niż 132 miliardy USD, które konsumenci wydali w 2021 roku. Choć nawyki związane z wydatkami konsumenckimi uległy normalizacji od czasu skoku podczas pandemii, przychody brutto w obu sklepach z aplikacjami będą nadal rosły każdego roku, przy 12% złożonej rocznej stopie wzrostu (CAGR), osiągając 233 miliardy USD w 2026 r.

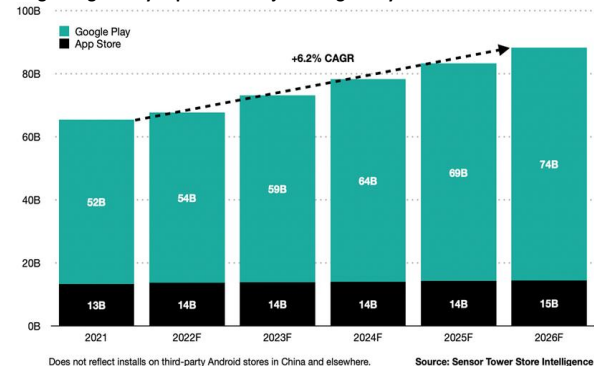
Prognoza globalnych wydatków w Google Play i App Store w latach 2021-26


Źródło: sensortower.com

Pomimo spowolnienia po gwałtownym wzroście w 2020 r., pierwsze pobrania będą nadal ustanawiać nowe rekordy w ciągu najbliższych pięciu lat, rosnąc w tempie 4,7% CAGR do 181 miliardów w 2026 r. Wzrost popularności aplikacji w App Store wyniesie 2,9% CAGR, osiągając 37,8 mld w ciągu najbliższych pięciu lat, podczas gdy Google Play przewyższy łączny CAGR, wznosząc się o 5,2% do 143,1 mld.

Prognoza globalnych pobrań w Google Play i App Store w latach 2021-26


Źródło: sensortower.com

Prognoza globalnych pobrań w Azji w Google Play w latach 2021-26


Źródło: sensortower.com

Podczas gdy Ameryka Północna będzie liderem wzrostu wydatków konsumenckich w ciągu najbliższych pięciu lat, a przychody w tym regionie wzrosną o 113%, Azja odnotuje największy wzrost popularności aplikacji. Region odnotuje 6,2% CAGR i osiągnie 88,3 miliarda pobrań po raz pierwszy do 2026 r., głównie dzięki Google Play. Rynek Apple osiągnie 1,7% CAGR w ciągu najbliższych pięciu lat, osiągając 14,5 miliarda, podczas gdy Google Play wyprzedzi łączny CAGR o 7,2% i osiągnie 73,8 miliarda w 2026 roku.

OMÓWIENIE WYNIKÓW ZA 1Q'23 ORAZ PODSUMOWANIE KONFERENCJI WYNIKOWEJ

Komentarz BDM: Przychody Ten Square Games za 1Q'23 wyniosły 117,4 mln PLN (na początku kwietnia informowano o płatnościach na poziomie 123,3 mln PLN, ostatecznie wyniosły one 123,6 mln PLN, a przychody odroczone w czasie obniżyły raportowaną sprzedaż o 6,1 mln PLN). Największy udział w płatnościach miała gra „Fishing Clash”, która wypracowała 72,6 mln PLN (udział 61,8%, -16,6% q/q, -24,3% r/r) 0,2 mln PLN zostało wygenerowane z licencji na rynku chińskim vs 0,5 mln PLN w 4Q'22, dalej był „Hunting Clash” – 32,4 mln PLN (udział 27,6%, -1,0% q/q, +0,4% r/r), „Airline Commander” wypracował 2,6 mln PLN (-13,8% q/q, -8,8% r/r), „Real Flight Simulator” 4,3 mln PLN (-6,4% q/q, +17,0% r/r), „Wings of Heroes” = 5,8 mln PLN (+28,3 q/q), a resztę dały od siebie Let's Fish (2,2 mln PLN, -12,8% q/q), Wild Hunt (2,4 mln PLN, -9,7% q/q) i inne gry (1,4 mln PLN, -13,0% q/q, -29,5% r/r). **Koszty sprzedaży** wyniosły 69,0 mln PLN (-13,0% q/q, -13,6% r/r), z czego marketing stanowił 39,4% czyli 27,2 mln PLN (vs 28,0 mln PLN nasze założenia), to jest -15,5% q/q i -9,7% r/r (11,2 mln PLN – FC, 11,2 mln PLN – HC, Wings of Heroes – 4,6 mln PLN, pozostałe – 0,2 mln PLN), prowizje = 33,6 mln PLN (-12,1% q/q, -19,4% r/r), wynagrodzenia/usługi podwykonawców = 6,1 mln PLN (+3,3% q/q, +4,7% r/r). **Koszty ogólnego zarządu** w 1Q'23 wyniosły 16,8 mln PLN (+22,5% q/q, -30,4% r/r). Koszt wynagrodzeń wzrósł o 1,7% q/q, jak i spadł r/r o 17,0% do poziomu 4,5 mln PLN. Koszty spółek zależnych wyniosły 1,6 mln PLN (vs 44,0 tys. PLN w 4Q'22, -5,2% r/r). W omawianym okresie koszty MSOP wyniosły 6,0 mln PLN (+1,7% q/q, -46,6% r/r, ostatni kwartał, w którym jest rozpoznawany). W 1Q'23 grupa zaksięgowła 0,5 mln PLN, rezerwy urlopowej, co krótkoterminowo wpłynęło na wzrost kosztów, a także zwyczajowo w marcu każdego roku odbywa się proces podwyżkowy, co także ma swoje odzwierciedlenie w wyższym poziomie kosztów. **Pozostałe koszty operacyjne** sięgnęły 26,9 mln PLN (z czego 26,6 mln PLN stanowiły odpisy aktualizujące na „Fishing Masters” = 11,7 mln PLN, „Undead Clash” = 14,9 mln PLN, których ujęcie pierwotnie było przewidziane na 2Q'23). **EBITDA skorygowana** za 1Q'23 wyniosła 27,6 mln PLN (-21,7% q/q, -32,8% r/r) i była zbliżona do naszych oczekiwań. **Przychody finansowe** w 1Q'23 sięgnęły 1,0 mln PLN (cała pozycja dotyczyła przychodów z odsetek). **Koszty finansowe** wyniosły 1,7 mln PLN (z czego 1,3 mln PLN to odsetki dotyczące rozwinięcie dyskonta zobowiązania z tyt. zakupu spółki Rortos, a 0,3 mln PLN nadwyżka ujemnych różnic kursowych). Spółka wykazała 0,9 mln PLN straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (Gamesture) – w naszych prognozach zakładaliśmy poziom ok. 0,7 mln PLN straty. TEN w 1Q'23 wygenerował 12,8 mln PLN straty netto (vs 25,6 mln PLN zysku netto w 1Q'22). W 1Q'23 przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 29,9 mln PLN, przepływy z działalności inwestycyjnej sięgnęły -14,7 mln PLN (-11,8 mln PLN dot. nabycia 12% udziałów w Gamesture, po tej transakcji TEN posiada 36,9% udziałów w tym podmiocie), a z działalności finansowej -1,5 mln PLN. **Na koniec marca'23 spółka posiadała 140,2 mln PLN środków pieniężnych (+13,7 mln PLN q/q)**. Gra „Fishing Clash” – na przestrzeni kwietnia'23 wygenerowała 20,4 mln PLN przychodów (vs 24,9 mln PLN w marcu'23), natomiast „Hunting Clash” 7,9 mln PLN (vs 10,8 mln PLN w marcu'23) – o spadku m/m w kwietniu przychodów informował odczyt z portalu Sensor Tower. **Ambicją Ten Square Games jest powrót jej kluczowych produktów – Fishing Clash i Hunting Clash na ścieżkę wzrostu oraz przyspieszenie procesu skalowania Wings of Heroes**. Dzięki skupieniu się na najważniejszych produktach oraz dopasowaniu struktury organizacyjnej grupy do obecnego potencjału rynku oraz planów grupy, Ten Square Games chce poprawiać rentowność, a środkami dzielić się z akcjonariuszami zgodnie z jej polityką dywidendową, która przewiduje wypłatę do 75% skonsolidowanego zysku netto.

Wyniki za 1Q'2023 [mln PLN]

	1Q'22	1Q'23	zmiana r/r	1Q'23P BDM	odchyl.	1Q'23P kons.	odchyl.
Przychody	150,3	117,4	-21,9%	123,3	-4,7%	123,6	0,0%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	134,5	98,1	-27,0%	102,9	-4,7%	-	-
EBITDA	32,1	17,1	-46,7%	22,2	-22,8%	-	-
EBITDA skoryg.	41,1	27,6	-32,8%	28,2	-2,1%	29,5	-6,4%
EBIT	29,4	-14,4	-	16,2	-	18,9	-
Zysk (strata) brutto	31,0	-16,0	-	13,9	-	-	-
Zysk (strata) netto	25,6	-12,8	-	11,3	-	18,0	-
Marża brutto ze sprzedaży	89,5%	83,5%	-	83,5%	-	-	-
Marża EBITDA	21,4%	14,6%	-	18,0%	-	-	-
Marża EBITDA skoryg.	27,4%	23,5%	-	22,9%	-	23,9%	-
Marża EBIT	19,6%	-12,3%	-	13,1%	-	15,2%	-
Marża zysku netto	17,0%	-10,9%	-	9,2%	-	14,5%	-

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

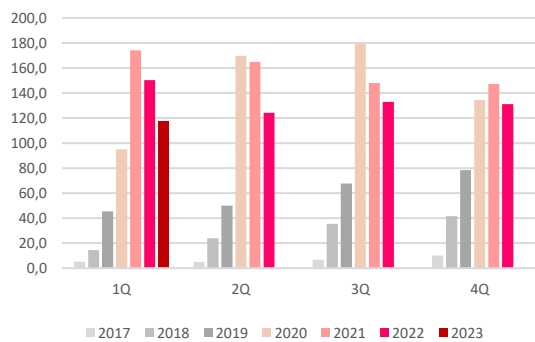
- **Przychody** Ten Square Games za 1Q'23 wyniosły 117,4 mln PLN (na początku kwietnia informowano o płatnościach na poziomie 123,3 mln PLN, ostatecznie wyniosły one 123,6 mln PLN, a przychody odroczone w czasie obniżyły raportowaną sprzedaż o 6,1 mln PLN). Największy udział w płatnościach miała gra „Fishing Clash”, która wypracowała 72,6 mln PLN (udział 61,8%, -16,6% q/q, -24,3% r/r) 0,2 mln PLN zostało wygenerowane z licencji na rynku chińskim vs 0,5 mln PLN w 4Q'22, dalej był „Hunting Clash” – 32,4 mln PLN (udział 27,6%, -1,0% q/q, +0,4% r/r), „Airline Commander” wypracował 2,6 mln PLN (-13,8% q/q, -8,8% r/r), „Real Flight Simulator” 4,3 mln PLN (-6,4% q/q, +17,0% r/r), „Wings of Heroes” = 5,8 mln PLN (+28,3 q/q), a resztę dały od siebie Let's Fish (2,2 mln PLN, -12,8% q/q), Wild Hunt (2,4 mln PLN, -9,7% q/q) i inne gry (1,4 mln PLN, -13,0% q/q, -29,5% r/r).

- **Koszty sprzedaży** wyniosły 69,0 mln PLN (-13,0% q/q, -13,6% r/r), z czego marketing stanowił 39,4% czyli 27,2 mln PLN (vs 28,0 mln PLN nasze założenia), to jest -15,5% q/q i -9,7% r/r (11,2 mln PLN – FC, 11,2 mln PLN -HC, Wings of Heroes – 4,6 mln PLN, pozostałe – 0,2 mln PLN), prowizje = 33,6 mln PLN (-12,1% q/q, -19,4% r/r), wynagrodzenia/usługi podwykonawców = 6,1 mln PLN (+3,3% q/q, +4,7% r/r).
- **Koszty ogólnego zarządu** w 1Q'23 wyniosły 16,8 mln PLN (+22,5% q/q, -30,4% r/r). Koszt wynagrodzeń wrósł o 1,7% q/q, jak i spadł r/r o 17,0% do poziomu 4,5 mln PLN. Koszty spółek zależnych wyniosły 1,6 mln PLN (vs 44,0 tys. PLN w 4Q'22, -5,2% r/r). W omawianym okresie koszty MSOP wyniosły 6,0 mln PLN (+1,7% q/q, -46,6% r/r, ostatni kwartał, w którym jest rozpoznawany). W 1Q'23 grupa zaksięgowwała 0,5 mln PLN, rezerwy urlopowej, co krótkoterminowo wpłynęło na wzrost kosztów, a także zwyczajowo w marcu każdego roku odbywa się proces podwyżkowy, co także ma swoje odzwierciedlenie w wyższym poziomie kosztów.
- **Pozostałe koszty operacyjne** sięgnęły 26,9 mln PLN (z czego 26,6 mln PLN stanowiły odpisy aktualizujące na „Fishing Masters” = 11,7 mln PLN, „Undead Clash” = 14,9 mln PLN, których ujęcie pierwotnie było przewidziane na 2Q'23).
- **EBITDA skorygowana** za 1Q'23 wyniosła 27,6 mln PLN (-21,7% q/q, -32,8% r/r).
- **Przychody finansowe** w 1Q'23 wyniosły 1,0 mln PLN (cała pozycja dotyczyła przychodów z odsetek). **Koszty finansowe** wyniosły 1,7 mln PLN (z czego 1,3 mln PLN to odsetki dotyczące rozwinięcie dyskonta zobowiązania z tyt. zakupu spółki Rortos, a 0,3 mln PLN nadwyżka ujemnych różnic kursowych).
- Spółka wykazała 0,9 mln PLN straty z tyt. udziału w jednostkach stowarzyszonych (Gamesture) – w naszych prognozach zakładaliśmy poziom ok. 0,7 mln PLN straty.
- Spółka w 1Q'23 wygenerowała 12,8 mln PLN straty netto (vs 25,6 mln PLN zysku netto w 1Q'22).
- W 1Q'23 przepływy z działalności operacyjnej wyniosły 29,9 mln PLN, przepływy z działalności inwestycyjnej sięgnęły -14,7 mln PLN (-11,8 mln PLN dot. nabycia 12% udziałów w Gamesture, po tej transakcji TEN posiada 36,9% udziałów w tym podmiocie), a z działalności finansowej -1,5 mln PLN. Na koniec marca'23 spółka posiadała 140,2 mln PLN środków pieniężnych (+13,7 mln PLN q/q).
- **MAU gry „Fishing Clash”** wzrosło zarówno q/q jak i r/r odpowiednio o 11,5% i 11,7% do poziomu 2,5 mln.
- **MAU gry „Hunting Clash”** spadło zarówno q/q jak i r/r odpowiednio o 5,7% i 8,1% do poziomu 1,4 mln.
- **Gamesture** - grupa jest zadowolona z wyników i postępów w pracach deweloperskich w grach tej spółki. Gamesture zwiększyła swoje wydatki marketingowe i osiąga dobre wstępne parametry dla swoich gier. Poziom płatności w grach spółki wzrósł w stosunku do 4Q'22 o 32,4%, a w stosunku do 1Q'22 o 106%. Z perspektywy grupy jest to inwestycja długoterminowa, która TEN dalsze perspektywy wzrostu i dywersyfikacji portfela produktów. Firma w czerwcu 2023 roku planuje soft launch gry - Hero Legacy. Dzięki wsparciu sztucznej inteligencji, Gamesture planuje jeszcze w tym roku premiery kilku nowych tytułów z gatunku social wars.
- **Gra „Fishing Clash”** – na przestrzeni kwietnia'23 wygenerowała 20,4 mln PLN przychodów (vs 24,9 mln PLN w marcu'23). Jednym z głównych powodów spadków płatności gry na początku 2023 r. było ograniczenie wydatków marketingowych od 4Q'22, co zmniejszyło napływy nowych graczy do gry. Mniejsza aktywność marketingowa wpłynęła również na jakość ruchu dostarczanego przez algorytmy największych platform. Zespół marketingowy skupia się przede wszystkim na poprawie wskaźników marketingowych oraz rentowności kampanii reklamowych. W kolejnym kroku planowane jest zwiększenie budżetów reklamowych w celu pozyskania użytkowników oraz poszukiwanie nowych kanałów do działań marketingowych.
- **Gra „Hunting Clash”** – na przestrzeni kwietnia'23 wygenerowała 7,9 mln PLN przychodów (vs 10,8 mln PLN w marcu'23). Spadek przychodów jest efektem niższych nakładów marketingowych. Zespół produktowy skupia się przede wszystkim na rozwoju systemów i rozwiązań wspierających efektywniejszą monetyzację gry oraz na nowych funkcjonalnościach zwiększających zaangażowanie graczy. Ich wprowadzenie do gry nastąpi w kolejnych kwartałach 2023 roku.
- Zarówno zespół Fishing Clash, jak i Hunting Clash został wzmocniony wybranymi, kluczowymi osobami pochodzącymi z zespołów deweloperskich zamkniętych projektów. Dzięki temu możliwe będzie jeszcze szybsze i sprawniejsze wdrażanie zmian w obu tych projektach.
- **Gra „Wings of Heroes”** – w minionym kwartale zespół produktowy skupiał się zarówno na dodaniu nowych funkcjonalności (np. nowe samoloty), jak i wprowadził do gry wydarzenia dla graczy (Live Ops). Dodatkowo, w celu przyspieszenia rozwoju gry zespół Wings of Heroes został wzmocniony specjalistami z Ten Square Games.
- Gotówkowy efekt kosztowy ograniczenia zatrudnienia, według najlepszych szacunków Zarządu, powinien wynieść ok. 1,8 mln PLN miesięcznie i powinien być widoczny począwszy od maja 2023 roku.

AKTUALIZACJA STRATEGII BIZNESOWEJ GRUPY:

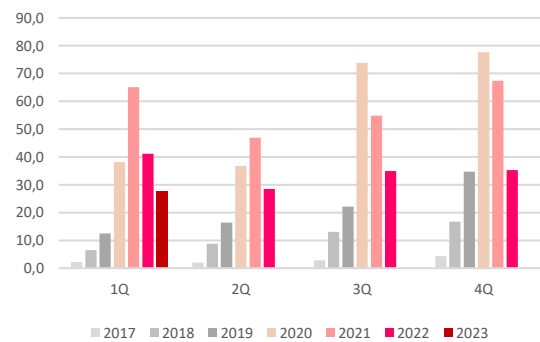
- **Ambicją Ten Square Games jest powrót jej kluczowych produktów – Fishing Clash i Hunting Clash na ścieżkę wzrostu oraz przyspieszenie procesu skalowania Wings of Heroes. To w opinii Zarządu największe silniki wzrostu wartości w najbliższym czasie. W przypadku dwóch pierwszych gier grupa skupi się przede wszystkim na poprawie technicznej działania gier oraz jakości jej odbioru przez graczy. Aby zwiększyć poziom płatności, zespół skupi się na funkcjonalnościach poprawiających first user experience oraz zbudowaniu dodatkowych opcji monetyzacyjnych dla stałych graczy. W przypadku produktów o tak silnej pozycji na rynku i wpływie na wyniki grupy, nawet minimalna poprawa przekłada się na materialny wzrost wyników grupy.**
- **Dzięki nabyciu włoskiego studia Rortos, Ten Square Games znalazło się wśród wiodących graczy na rynku symulatorów lotów. Najnowsza gra tego studia w opinii Zarządu może stać się istotnym motorem wzrostu dla grupy. Aby przyspieszyć rozwój Wings of Heroes, główny nacisk został położony na budowę głębi monetyzacyjnej i wydłużenie czasu trwania rozgrywki dla gracza. Proces ten powinien istotnie przyspieszyć po wzmocnieniu zespołu Rortosa specjalistami z Ten Square Games. Ambicją zarządu Ten Square Games jest efektywne wykorzystanie wiedzy i zasobów Grupy, aby udział Rortosa w niszy symulatorów lotów (obecnie około 40%) zwiększyć do poziomów jakie w swoich kategoriach zajmują Fishing Clash i Hunting Clash (około 90%).**
- **Dzięki skupieniu się na najważniejszych produktach oraz dopasowaniu struktury organizacyjnej grupy do obecnego potencjału rynku oraz planów grupy, Ten Square Games chce poprawiać rentowność, a środkami dzielić się z akcjonariuszami zgodnie z jej polityką dywidendową, która przewiduje wypłatę do 75% skonsolidowanego zysku netto Ten Square Games.**
- **Poziom zatrudnienia, liczba prowadzonych projektów, zaangażowanie w zewnętrzne inicjatywy podlega i będzie podlegać weryfikacji, tak, aby zmaksymalizować wartość dodaną z prowadzonych inicjatyw.**

Przychody [mln PLN]



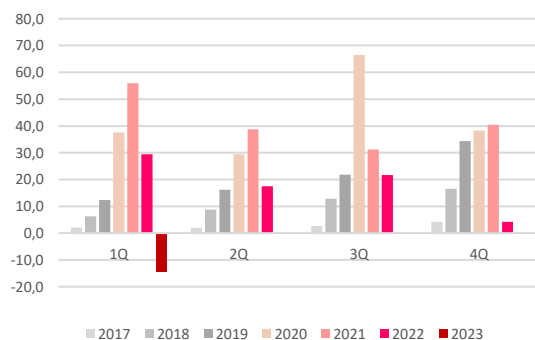
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBITDA adj. [mln PLN]



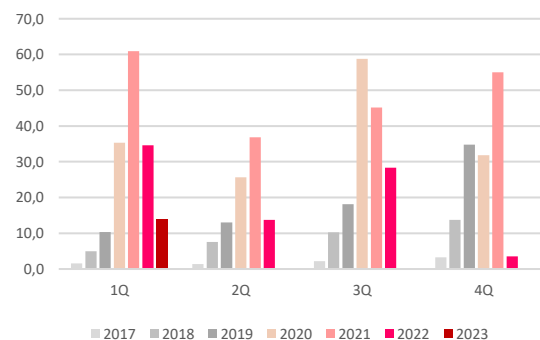
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

EBIT [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Zysk netto adj. [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Podsumowanie konferencji wynikowej za 1Q'23 (23.05.2023):

- **Fishing Clash:**
 - gracze cały czas są ze spółką, nic dziwnego z nimi się nie wydarzyło;
 - kluczem do sukcesu jest praca u podstaw;
 - trwają prace nad polepszeniem „live-opsów” m.in. nad tym, żeby występowało w nich mniej błędów;
 - spółka musi zautomatyzować proces robienia „live-opsów”, pierwsza iteracja narzędzia będzie miała miejsce na przestrzeni 3-4 tyg.
- **Hunting Clash:**
 - spółka pracuje nad strategią „live-opsów”;
 - TEN wierzy w potencjał wzrostowy tej gry;
 - kolejny rozwój gry będzie ewolucyjny;
- **Wings of Heroes:**
 - gra ma bardzo KPI, teraz trwają prace nad budową głębi tego produktu;
 - spółka uważa, że jest to bardzo dobre aktywo i trzeba w nie inwestować;
 - dokonano już kilka zmian, które są już widoczne;
 - spółka widzi, że wiele elementów tej gry potrzebuje „dopieszczenia”;
- **Strategia:**
 - spółka będzie potrzebowała trochę czasu, żeby nowa strategia przyniosła efekty;
 - zdaniem TEN, najprostszym sposobem na poprawę wyników, jest praca z istniejącym portfolio;
- **Inne :**
 - oszczędności z tyt. redukcji zatrudnienia pojawią się już maju (ok. 1,8 mln PLN miesięcznie), spółka skupia się na dalszych optymalizacjach kosztowych;
 - link: https://www.youtube.com/watch?v=DNZIZO_pw04
- **Q&A :**
 - **plan motywacyjny** – obecnie spółka nie jest w stanie przedstawić planu, prace nad nowym PM trwają;
 - **AI** – pomysłów na wykorzystanie AI w biznesie spółki jest dużo, część jest już wykorzystywana, pomaga skrócić czas dewelopmentu nawet 3-4x;
 - **FC Chiny** – na ten moment spółka skupia się na tym co ma, nie wyklucza jednak, że w przyszłości może wrócić na ten rynek;
 - **„Live-opsy”** – zdaniem spółki jest to największa „wajcha” na ich gry;
 - **„Undead Clash” i „Fishing Master”** – w ostatnich/ zaktualizowanych wersjach gier znacząco polepszyły się ich KPI. Te gry wygląda już dobrze. Spółka zdecydowała się na zmianę strategii działania dlatego zostały zamknięte. Niewykluczone, że kiedyś do nich wrócą;
 - **„Fishing Clash 2”** – spółka zamierza zrobić kolejną część gry, ma już pewne koncepcje. TEN uważa, że może jeszcze dużo zdziałać w niszy „wędkarskiej”;
 - Spółka nie widzi globalnego załamania w sektorze mobilnym, wina spadku przychodów była po ich stronie, stąd TEN wie co poprawiać, żeby polepszyć przychody i wyniki;
 - **Gamestore** – nie powinniśmy się spodziewać kolejnych zakupów udziałów w tym roku. Spółka wierzy, że Gamestore odkrył swój „blue ocean”. Więcej spółka będzie mogła powiedzieć we wrześniu, po planowanych premierach gier. Jest to inwestycja długoterminowa dla TEN.
 - **Arkadiusz Pernal (jeden z głównych akcjonariuszy TEN)** – nie planuje sprzedaży udziałów w TEN, nie myśli o tym;
 - Ambicją nowego CEO jest poprawa wyników, to jego zdaniem powinno polepszyć relacje z inwestorami;
 - **Airline Commander** – widać zmiany, które ostatnio wdrożono, te zmiany były potrzebne, gra ma jeszcze niewystarczająco dobry „performance”, żeby zrobić na niej mocniejszy marketing;
 - **Strategia** – spółka zauważyła, że Zynga potrzebowała ok. roku czasu, żeby było widać wpływ jej nowej strategii. Jest to pierwszy miesiąc TEN z nową strategią. Spółka uważa, że na następnej konferencji będzie miała więcej o efektach nowej strategii;
 - **Zatrudnienie** – spółka nie planuje dalszych, dużych zwolnień;
 - TEN ocenia, że nic nie wskazuje na to, że słabsze płatności z tytułu gier to efekt trendów makro. Nie ma nawet jednej takiej przesłanki. Nie chodzi o to, że „Live Ops” są przygotowywane źle, bo są bardzo dobre, ale spółka musi poprawić ilość błędów, stąd wszystko jest w rękach TEN.
 - **Wynagrodzenie nowego CEO** będzie powiązane z wynikami spółki.
 - Spółka jest skupiona na sobie. Jest obecnie „trochę głucha na świat zewnętrzny”. Nie skupiają się na firmach, które być może na nich „polują”.
 - Planowana jest dalsza optymalizacja kosztów.
 - Spółka czuje, że ma duży potencjał uzysku z obecnego portfela gier.

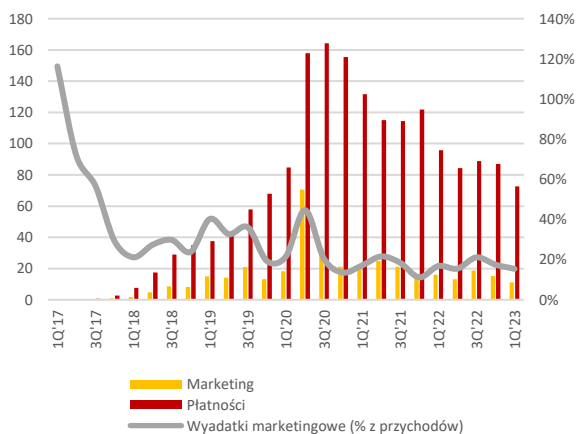
FINANSE I PROGNOZY

„Fishing Clash” – początek 2023 r. stał pod dalszym spadkiem monetyzacji flagowej produkcji wrocławskiego dewelopera gier mobilnych. Średnie miesięczne płatności z tej gry generowane na przestrzeni stycznia-kwietnia’23 oscylowały w okolicach 23 mln PLN, co jest poziomem blisko o 21% niższym niż średnia z 2022 r. (29 mln PLN/miesiąc). Jednym z głównych powodów tych spadków było ograniczenie wydatków marketingowych od 4Q’22 (spadek UA w 1Q’23 o 30,6% r/r do 11,2 mln PLN), co zmniejszyło napływ nowych graczy do „FC”. Mniejsza aktywność marketingowa wpłynęła również na jakość ruchu dostarczanego przez algorytmy największych platform. Dodatkowym problemem okazała się aktualna technologia, jakość udostępnianych Live-opsów i spadek zaangażowania użytkowników.

Aktualnie pod względem produktowym spółka skupia się na zmianie podejścia do dostarczania nowych funkcji (polepszenie live-opsów oraz ich automatyzacja), poprawie stabilności gry, jakości wizualnej oraz aspektów rywalizacji i monetyzacji. Jeżeli chodzi o UA, TEN pracuje nad zwiększeniem rentowności kampanii reklamowych. Po wprowadzeniu usprawnień spółka planuje podwyższyć budżety marketingowe w celu pozyskania użytkowników oraz rozszerzyć swoją obecność na nowe kanały.

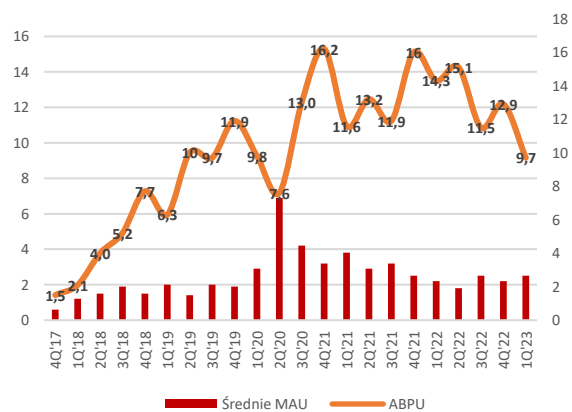
Według naszych obserwacji (Sensor Tower, AppMagic), w ostatnich tygodniach udało się spółce poprawić monetyzację tego tytułu. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach tego roku „FC” będzie generował ok. 22-23 mln PLN przychodów/ miesiąc przy UA na poziomie 17-18%.

Kwartalna struktura płatności gry „Fishing Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Fishing Clash – średnie MAU (mln) i kwartálne ABPU (PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Chiny – gra „Fishing Clash” przestała być dostępna dla graczy w Chinach z dniem 22.05.2023 r., ze względu na zakończenie współpracy przez NetEase z innym dużym wydawcą na dystrybucję gier na rynku chińskim. 22.03.2023 r. zablokowana została możliwość dokonywania płatności w grze (w 1Q’23 płatności wyniosły zaledwie 0,2 mln PLN). W całym 2022 r. wpływ z tego tytułu sięgnął 3,9 mln PLN (1,1% całości) i 3,3 mln PLN w 2021 r. (0,7%). Spółka nie wyklucza, że w przyszłości może wrócić na ten rynek.

„Hunting Clash” – początek 2023 r. cechował się stabilną monetyzacją drugiego najważniejszego produktu spółki. Średnie miesięczne płatności z tej gry generowane na przestrzeni stycznia-kwietnia’23 oscylowały w okolicach 10 mln PLN, co jest poziomem blisko o 1,8% niższym niż średnia z 2022 r. (10,2 mln PLN/miesiąc). Ograniczanie nakładów marketingowych w 1Q’23 (-17,0% r/r, -21,5% q/q), w połączeniu z mniejszą ilością dodatkowego kontentu (live-ops) przełożyła się na znaczący spadek płatności w kwietniu do poziomu 7,9 mln PLN.

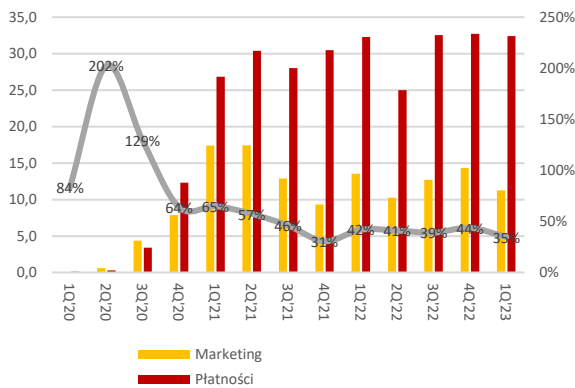
Aktualnie zespół produktowy skupia się przede wszystkim na rozwoju systemów i rozwiązań wspierających efektywniejszą monetyzację gry oraz na nowych funkcjonalnościach zwiększających zaangażowanie graczy. Wprowadzenie tych zmian nastąpi w kolejnych kwartałach 2023 roku.

Warto odnotować, że na przestrzeni ostatnich kwartałów, pomimo spadku MAU zwiększeniu uległo ABPU „HC”, do czego przyczyniły się dalsze ulepszenia tego produktu.

Zespoły pracujące nad grami „Fishing Clash” oraz „Hunting Clash” zostały wzmocnione wybranymi, kluczowymi osobami pochodzącymi z niedawno zamkniętych projektów. Powyższe zmiany powinny przełożyć się na jeszcze szybsze i sprawniejsze wdrażanie usprawnień w obu tych tytułach.

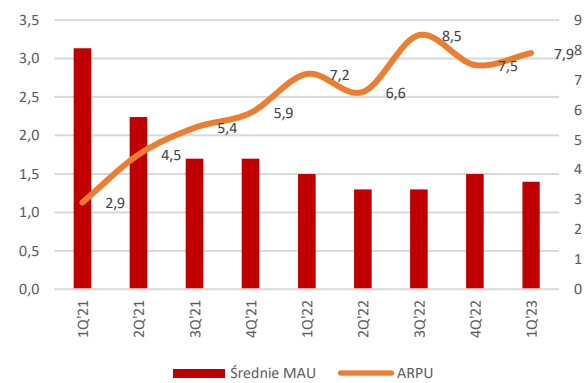
Wierzmy, że „Hunting Clash” ma jeszcze przed sobą swój najlepszy okres. Spodziewamy się, że m.in. dzięki nowym aktualizacjom, wprowadzaniu dodatkowego kontentu, poprawie live-opsów, przychody generowane w kolejnych miesiącach 2023 roku wzrosną do poziomu ok. 10-12 mln PLN/miesiąc przy UA oscylującym w okolicach 42-43%.

Kwartalna struktura płatności gry „Hunting Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Hunting Clash – średnie MAU (mln) i kwartalne ABPU (PLN)

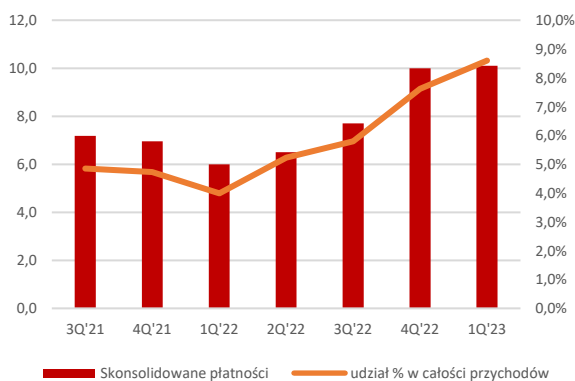


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

„Let’s Fish” i „Wild Hunt” – pomimo sędziwego wieku, tytuły te dalej generują przepływy dla spółki (na przestrzeni 2022 r. wypracowały łącznie 20,9 mln PLN płatności, a w 1Q’23 4,5 mln PLN). TEN cały czas dba w nich o rozwój nowego kontentu oraz live opsów. Spodziewamy się, że w całym 2023r. wypracują ok. 15,3 mln PLN płatności (-27,1% r/r).

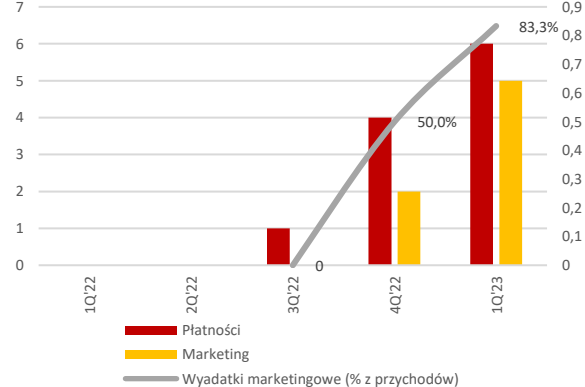
Rortos - w 2022 spółka wygenerowała 30,2 mln PLN płatności, co stanowiło 5,6% w całości przychodów grupy. W 1Q’23 udział ten wzrósł do poziomu 8,6% (10,1 mln PLN płatności). Liczymy, że po zbudowaniu głębi gry „Wings of Heroes” i ponownemu skalowaniu tego tytułu firma będzie sukcesywnie poprawiała swoje wyniki w kolejnych okresach. W całym 2023 r. prognozujemy kontrybucję na poziomie ok. 44,6 mln PLN przychodów. Pragniemy jednak przypomnieć, że na warunkach określonych w umowie nabycia firmy, sprzedającym przysługuje dodatkowe wynagrodzenie (earn-out payment) zależne od wyników Rortos w okresie od 1 lipca 2021 roku do 31 grudnia 2025 roku, w maksymalnej kwocie nie wyższej niż wynik EBITDA osiągnięty przez Rortos w adekwatnym okresie.

Płatności firmy Rortos oraz ich udział w przychodach grupy [mln PLN, %]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kwartalna struktura płatności gry „Wings of Heroes” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

„Wings of Heroes” – w całym 2022 r. gra wypracowała 5,3 mln PLN płatności (UA=2,7 mln PLN, udział na poziomie 50,5%), a na przestrzeni 1Q’23 5,8 mln PLN (+28,3% q/q), przy kosztach akwizycji równych 4,6 mln PLN (+113,5% q/q, udział = 79,5%). Tytuł ten wyróżnia się jako bardzo dobrymi, wczesnymi wskaźnikami (LTV, retencja, kluczowe KPIs powyżej tych z „FC” i „HC”), jednak brak dużej ilości nowego kontentu, nie pozwala jeszcze na istotne wydłużenie rozgrywkki prowadzonej przez graczy, tym samym skuteczną monetyzację.

Aktualnie zespół produktowy skupia się zarówno na dodaniu nowych funkcjonalności (np. nowe samoloty)/ budowie głębi produktu, rozszerzeniu możliwości monetyzacji (in-app’y), jak i wprowadzeniu do gry wydarzeń dla graczy (Live Ops). Dodatkowo, w celu przyspieszenia rozwoju gry zespół „WoH” został wzmocniony specjalistami z Ten Square Games. Spółka postarza ten tytuł jako bardzo dobre aktywo, w które trzeba inwestować. Zdaniem przedstawicieli TEN pierwsze wprowadzone zmiany zaczynają przynosić efekty. Po uzupełnieniu gry przez wyżej wspomniane funkcjonalności, planowane jest jej dalsze skalowanie.

W kolejnych miesiącach tego roku prognozujemy obniżenie UA „WoH” do poziomu ok. 0,1-0,2 mln PLN, co pociągnie za sobą spadek przychodów w okolicach 0,4-0,5 mln PLN (efekt netto powinien być zbliżony do pierwszych miesięcy 2023 r.). Oczekujemy, że w pierwszej połowie 2024 r. produkt ten będzie wystarczająco gotowy by ponownie przystąpić do jego promocji (za pomocą UA). W naszym modelu zakładamy, że po wprowadzeniu zmian (znacząca poprawa LTV, retencji) oraz przeskalowaniu tytułu, będzie on w stanie zwiększyć swoje miesięczne przychody do poziomu ok. 6,6 mln PLN (3x więcej niż poziom obserwowany w styczniu’23).

„**Airline Commander**” – w całym 2022 r. gra wypracowała 12,7 mln PLN płatności, a na przestrzeni 1Q'23 2,6 mln PLN (-8,8% r/r, -13,8% q/q). W tej chwili deweloper pracuje nad ulepszeniem wersji, która łączy niedawno dodane, potrzebne mechaniki (związane z monetyzacją i zaangażowaniem użytkownika). Aktualnie gra ma jeszcze niewystarczająco dobry „performance”, żeby zrobić na niej mocniejszy marketing. Jednym z rozpatrywanych scenariuszy dla tego projektu jest model subskrypcyjny. W naszych prognozach zakładamy, że KPIs „AC” nie będą uzasadniły prowadzenia akwizycji graczy, stąd wyniki generowane przez ten projekt będą płaskie w kolejnych okresach.

„**Undead Clash**” i „**Fishing Masters**” – w kwietniu'23 spółka podjęła decyzję o zakończeniu prac nad tymi projektami i o całkowitym odpisie skapitalizowanych kosztów związanych z produkcją obu gier. Na koniec 1Q'23 wartość ta wyniosła 14,3 mln PLN dla gry Undead Clash oraz 11,4 mln PLN dla gry Fishing Masters. Na ostatniej konferencji wynikowej za 1Q'23 poinformowano, że w ostatnich/ zaktualizowanych wersjach gier znacząco polepszyły się ich KPIs. Spółka zdecydowała się na zmianę strategii działania dlatego nowo prowadzone projekty zostały zamknięte. TEN nie wyklucza, że kiedyś może do nich wrócić.

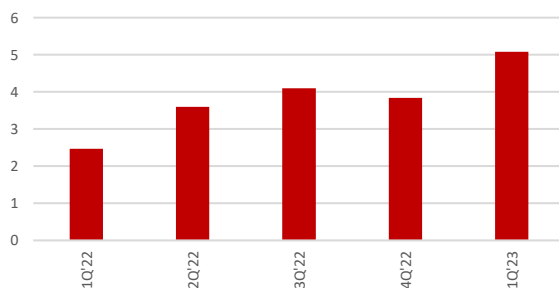
Gamesture – w 1Q'23 (31.01.2023) grupa sfinalizowała transakcję zakupu 12% udziałów w Gamesture, za kwotę na poziomie ok. 2,7 mln USD. Aktualnie udział Ten Square Games w akcjonariacie spółki wynosi 36,9% (w 1Q'22 zakupiono 24,8% za kwotę 3,5 mln PLN). Na ostatniej konferencji wynikowej zarząd spółki zakomunikował, że nie spodziewa się kolejnych zakupów udziałów w tym podmiocie w 2023 r.

W minionym kwartale poziom płatności w grach Gamesture wzrósł 32,4% q/q i 106,0% r/r. Pomimo tak dynamicznego wzrostu TEN rozpoznał stratę w wysokości 0,9 mln PLN wynikającą z bieżących wyników tego podmiotu (efekt wyższych nakładów na UA i inwestycji w produkcję nowych gier). Grupa jest zadowolona z postępów prac deweloperskich w grach tej spółki oraz ich dobrych, wstępnym parametrach. Z perspektywy TEN jest to inwestycja długoterminowa, która zapewnia grupie dalsze perspektywy wzrostu i dywersyfikacji portfela produktów. Spółka wierzy, że Gamesture odkrył swój „blue ocean”.

Krakowski deweloper gier mobilnych planuje wypuścić w tym roku kilka nowych gier z niszy „social wars”. Proces rozwoju projektów jest wspierany przez wykorzystanie sztucznej inteligencji, co przyspiesza przebieg prac nad nimi.

Prognozujemy, że w całym 2023 r. strata Gamesture przypadająca na udziały TEN wyniesie w tym roku 2,5 mln PLN. Podchodzimy konserwatywnie do projekcji przepływów tego podmiotu, zakładając jego neutralną kontrybucję do wyników w kolejnych latach pomimo wysokiej dynamiki przychodów.

Kwartalna struktura płatności spółki Gamesture [mln PLN]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Redukcja pracowników – w kwietniu'23 w spółce zostały przeprowadzone zwolnienia grupowe. TEN rozwiązał umowy ze 105 osobami, w tym 43 zatrudnionymi na podstawie umowy o pracę oraz podjął decyzję o nieprzedłużaniu wybranych umów z kolejnymi 5 osobami. W zależności od długości trwania stosunku pracy, umowy te zostaną rozwiązane z końcem maja, czerwca bądź lipca, jednakże od dnia 21.04.2023 wszystkie osoby objęte procesem zwolnień grupowych zwolnione zostały z obowiązku świadczenia pracy/usług. W związku z powyższym w 2Q'23 utworzono rezerwę w wysokości 6,5 mln PLN, z czego 3,3 mln PLN przypada na zamknięte, kapitalizowane projekty – Fishing Masters i Undead Clash. Oszczędności z tyt. redukcji zatrudnienia pojawią się już maju i wyniosą ok. 1,8 mln PLN miesięcznie. Spółka skupia się na dalszych optymalizacjach kosztowych, jednocześnie nie planuje dalszych dużych zwolnień.

Prognozy wyników BDM vs konsensus – wybrane dane [mln PLN]

	2023P	2024P	2025P	2026P
Przychody BDM	452,4	486,2	476,6	475,7
Przychody konsensus	439,5	489,0	438,0	395,0
Różnica	2,9%	-0,6%	8,8%	20,4%
EBITDA BDM	71,4	95,5	87,1	82,8
EBITDA konsensus	58,2	65,5	65,0	66,0
Różnica	22,7%	45,8%	34,0%	25,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

- Przypominamy, że w wynikach za 2Q'23 zostaną ujęte ostatnie odpisy związane z zaprzestaniem dalszego rozwijania „Undead Clash” (2,0 mln PLN) oraz „Fishing Masters” (2,9 mln PLN), jak i rezerwa na zwolnienia grupowe w wysokości 6,5 mln PLN (z czego 3,3 mln PLN przypada na zamknięte, kapitalizowane projekty – Fishing Masters i Undead Clash). Łączna kwota odpisów w tym okresie wyniesie 8,1 mln PLN.
- W związku z ostatnimi poczynionymi zmianami w spółce, oczekujemy, że kolejne miesiące 2023 r. przyniosą poprawę strony przychodowej co będzie wspierało odwrócenie negatywnej trajektorii wynikowej.
- Spodziewamy się, że jeszcze na przestrzeni 2023 r. spółce uda się powoli zacząć odwracać negatywny trend monetyzacji gry „Fishing Clash”. W naszych prognozach zakładamy wzrost przychodów do poziomu 22-23 mln PLN/ miesiąc przy UA na poziomie 17-18%. W całym 2023 r. szacujemy 270,7 mln PLN przychodów z tego tytułu przy UA równym 46,4 mln PLN.
- Wierzmy, że „Hunting Clash” ma najlepszy okres jeszcze przed sobą. Spodziewamy się, że m.in. dzięki nowym aktualizacją, wprowadzaniu dodatkowego kontentu, poprawie live-opsów przychody generowane w kolejnych miesiącach 2023 roku wzrosną do poziomu ok. 10-12 mln PLN/miesiąc przy UA na poziomie 42-43%. W całym 2023 r. szacujemy 125,8 mln PLN przychodów z tego tytułu przy UA równym 49,8 mln PLN.
- Zakładamy, że na przestrzeni 2023 r. pozostałe stare gry (Let’s Fish i Wild Hunt) dołożą od siebie 15,3 mln PLN (-27,1% r/r).
- W kolejnych miesiącach tego roku prognozujemy obniżenie UA „WoH” po poziomie ok. 0,1-0,2 mln PLN, co pociągnie za sobą spadek przychodów w okolice 0,4-0,5 mln PLN (efekt netto powinien być zbliżony do pierwszych miesięcy 2023 r.). Oczekujemy, że w pierwszej połowie 2024 r. produkt ten będzie wystarczająco gotowy by ponownie przystąpić do jego promocji (za pomocą UA). W 2023 r. szacujemy monetyzację tego produktu na poziomie 10,3 mln PLN, przy UA równym 6,6 mln PLN. W naszym modelu zakładamy, że po wprowadzeniu zmian (znacząca poprawa LTV, retencji) oraz przeskalowaniu tytułu, będzie on w stanie zwiększyć swoje miesięczne przychody do poziomu ok. 6,6 mln PLN (3x więcej niż poziom obserwowany w styczniu'23).
- W całym 2023 r. prognozujemy kontrybucję firmy Rortos na poziomie ok. 44,6 mln PLN przychodów (9,9% całości).
- Szacujemy, że w całym 2023 r. strata Gamesture przypadająca na udziały TEN wyniesie w tym roku 2,5 mln PLN. Podchodzimy konserwatywnie do projekcji przepływów tego podmiotu, zakładając jego neutralną kontrybucję do wyników w kolejnych latach pomimo wysokiej dynamiki przychodów.
- Łącznie w całym 2023 r. prognozujemy 452,4 mln PLN przychodów, 116,5 mln PLN adj. EBITDA oraz 62,7mln PLN adj. zysku netto.
- W 2024 r. liczymy na wyraźniejszą poprawę wyników flagowych tytułów oraz intensywne skalowanie gry „Wings of Heroes”.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P	1Q'22	2Q'22	3Q'22	4Q'22	1Q'23	2Q'23P	3Q'23P	4Q'23P
Przychody	174,1	164,9	148,0	147,1	150,3	124,1	132,9	131,2	117,4	104,8	111,9	118,2
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	163,5	153,4	132,7	130,4	134,5	106,5	115,7	111,7	98,1	83,5	92,6	98,5
EBITDA	56,9	43,4	34,5	42,8	32,1	29,6	25,7	24,5	17,1	9,7	21,4	23,1
EBITDA skoryg.	65,1	46,9	54,8	67,4	41,1	28,4	35,0	35,3	54,2	17,8	21,4	23,1
EBIT	55,9	38,7	31,2	40,4	29,4	17,4	21,6	4,2	-14,4	4,5	16,4	18,1
Zysk brutto	58,4	37,0	31,3	35,2	31,0	18,3	20,9	-6,7	-16,0	3,4	15,5	17,8
Zysk netto	52,7	33,4	24,8	30,4	25,6	14,9	19,1	-7,3	-12,8	2,8	12,8	14,8
Zysk netto skoryg.	60,9	36,8	45,1	55,0	34,6	13,8	28,3	3,5	24,2	10,9	12,8	14,8
Marża brutto ze sprzedaży	93,9%	93,1%	89,7%	88,7%	89,5%	85,8%	87,1%	85,2%	83,5%	79,7%	82,7%	83,3%
Marża EBITDA	32,7%	26,3%	23,3%	29,1%	21,4%	23,9%	19,4%	18,7%	14,6%	9,3%	19,1%	19,5%
Marża EBITDA skoryg.	37,4%	28,4%	37,1%	45,8%	27,4%	22,9%	26,3%	26,9%	46,2%	17,0%	19,1%	19,5%
Marża EBIT	32,1%	23,5%	21,1%	27,5%	19,6%	14,1%	16,3%	3,2%	-12,3%	4,3%	14,6%	15,3%
Marża zysku netto	30,3%	20,3%	16,8%	20,7%	17,0%	12,0%	14,3%	-5,5%	-10,9%	2,7%	11,5%	12,5%
Marża zysku netto skoryg.	35,0%	22,3%	30,5%	37,4%	23,0%	11,1%	21,3%	2,7%	20,6%	10,4%	11,5%	12,5%

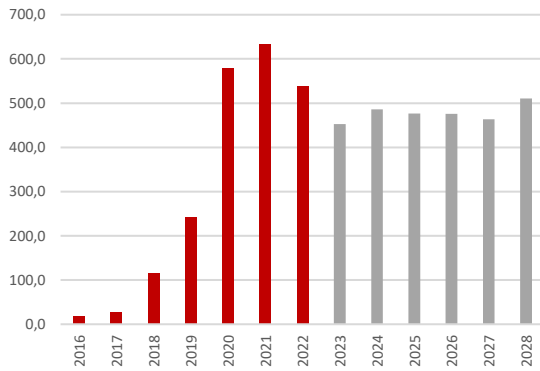
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

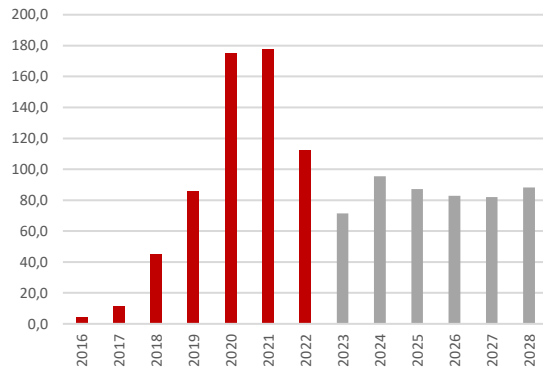
	2018	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody	115,3	241,1	578,2	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7	463,2	510,5
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	107,9	229,8	552,8	580,1	468,5	372,7	404,9	393,7	388,9	374,0	410,9
EBITDA	45,0	85,7	174,9	177,6	112,0	71,4	95,5	87,1	82,8	81,9	88,1
EBITDA skoryg.	45,0	86,3	229,6	234,2	139,8	116,5	95,5	87,1	82,8	81,9	88,1
EBIT	44,3	84,6	171,8	166,2	72,7	24,6	75,7	68,1	63,8	62,9	68,1
Zysk brutto	44,8	84,6	170,9	162,0	63,4	20,6	74,3	65,6	61,0	63,9	70,6
Zysk netto	36,5	76,4	151,6	141,3	52,3	17,6	61,6	54,5	50,6	53,0	58,6
Marża brutto ze sprzedaży	93,6%	95,3%	95,6%	91,5%	87,0%	82,4%	83,3%	82,6%	81,8%	80,7%	80,5%
Marża EBITDA	39,1%	35,6%	30,2%	28,0%	20,8%	15,8%	19,6%	18,3%	17,4%	17,7%	17,3%
Marża EBITDA skoryg.	38,4%	35,1%	29,7%	26,2%	13,5%	5,4%	15,6%	14,3%	13,4%	13,6%	13,3%
Marża EBIT	31,6%	31,7%	26,2%	22,3%	9,7%	3,9%	12,7%	11,4%	10,6%	11,4%	11,5%
Marża zysku netto	31,6%	31,7%	26,2%	22,3%	9,7%	3,9%	12,7%	11,4%	10,6%	11,4%	11,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

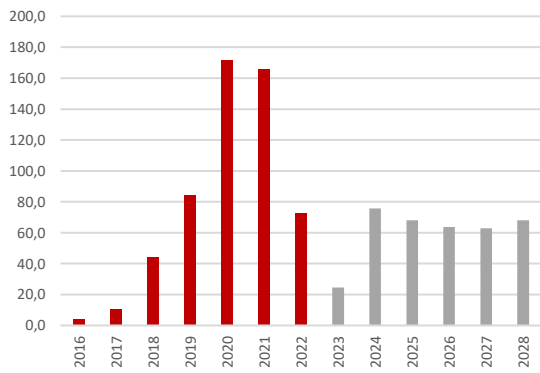
Przychody [mln PLN]



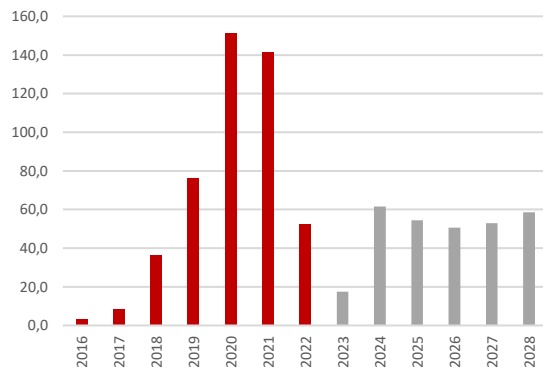
EBITDA [mln PLN]



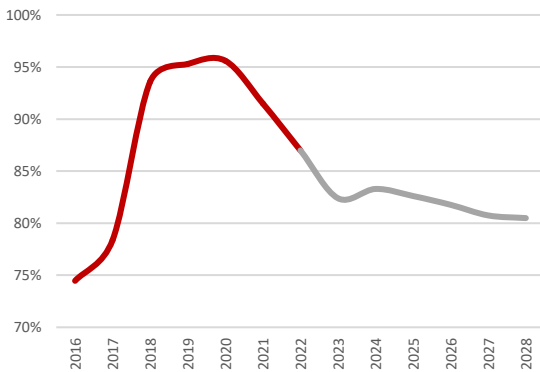
EBIT [mln PLN]



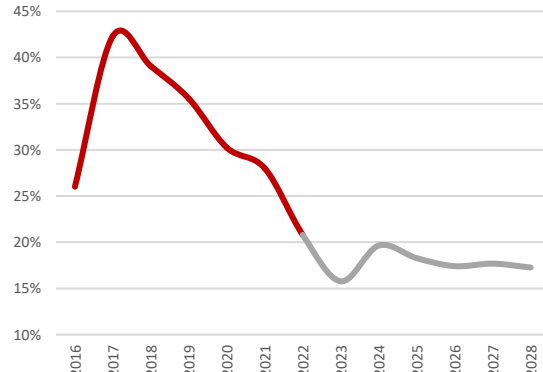
Zysk netto [mln PLN]



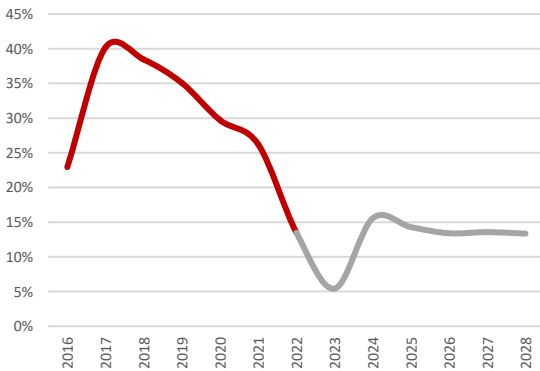
Rentowność brutto [%]



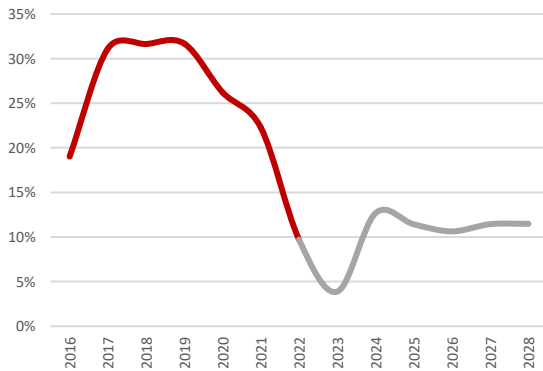
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

- Na przestrzeni ostatnich kwartałów spółka zamknęła większość nowych realizowanych projektów i zmieniła strategię działania, co wiązało się ze sporymi odpisami aktualizującymi (w 4Q'22 wyniosły 14,6 mln PLN, w 1Q'23 26,6 mln PLN, natomiast w 2Q'23 wyniosą ok. 8,1 mln PLN).
- Początek 2023 r. przyniósł dalszy, głębszy niż oczekiwaliśmy spadek monetyzacji „Fishing Clash’a”. Liczymy jednak, że nowo wdrażana strategia pozwoli już w tym roku, powoli zacząć odwracać negatywny trend przychodowy tej gry. Oczekujemy wyraźniejszej poprawy w 2024 r. (w przypadku firmy Playtika, zamiana strategii zaczęła przynosić efekty po ok. roku od jej wprowadzenia).
- Gra „Fishing Clash” przestała być dostępna dla graczy w Chinach z dniem 22.05.2023 r., ze względu na zakończenie współpracy przez NetEase z innym dużym wydawcą na dystrybucję gier na rynku chińskim. W całym 2022 r. wpływ z tego tytułu sięgnęły 3,9 mln PLN (1,1% całości) i 3,3 mln PL w 2021 r. (0,7%).
- Podwyższamy prognozowaną przez nas ścieżkę wynikową dla gry „Hunting Clash” w latach 2025-26. Cały czas wierzymy, że tytuł ten ma najlepszy okres jeszcze przed sobą.
- W związku z brakiem postępów w poprawie kluczowych KPIs redukujemy nasze założenia co do gry „Airline Commander” na kolejne okresy.
- Z drugiej strony zwiększamy nasze oczekiwania co do gry „Wings of Heroes”. W modelu zakładamy, że po wprowadzeniu zmian (znacząca poprawa LTV, retencji) oraz przeskalowaniu tytułu, będzie on w stanie zwiększyć swoje miesięczne przychody do poziomu ok. 6,6 mln PLN (3x więcej niż poziom obserwowany w styczniu'23).
- Mając na uwadze zamknięcie wielu nowych prowadzonych projektów (m.in. „Football Elite”, „Magical District”, „Undead Clash”, „Fishing Master”) konserwatywniej podchodzimy do prognozowania wyników z nowych tytułów, zakładając w naszych prognozach jedynie kolejną część z serii „Fishing Clash”, której nie uwzględnialiśmy w naszych poprzednich analizach.
- Spory pozytywny wpływ na naszą wycenę ma spadek oczekiwanego przez nas CAPEX’u vs nasza ostatnia rekomendacja. Jego znacząca redukcja wynika z braku prowadzonych projektów rozwojowych (zamknięcia wszystkich nowo rozwijanych gier i zespołów).

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.10.2022 [mln PLN]

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
POPRZEDNIA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	634,0	541,7	525,6	572,1	563,3	592,4
Fishing Clash	482,9	353,9	324,6	309,3	260,9	214,1
Let's Fish	14,5	11,0	7,7	5,4	3,8	2,4
Wild Hunt	13,1	10,0	7,0	4,9	3,4	2,2
Hunting Clash	115,8	117,3	130,2	135,7	126,9	113,7
AKTUALNA REKOMENDACJA						
Przychody [mln PLN]	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7
Fishing Clash	482,9	356,0	270,7	282,1	263,0	243,6
Let's Fish	14,5	10,4	7,8	5,8	4,4	3,1
Wild Hunt	13,1	10,6	7,5	5,6	4,2	2,9
Hunting Clash	115,8	122,5	125,8	133,5	134,7	137,1
ZMIANA %						
Przychody [mln PLN]	0,0%	-0,6%	-13,9%	-15,0%	-15,4%	-19,7%
Fishing Clash	0,0%	0,6%	-16,6%	-8,8%	0,8%	13,8%
Let's Fish	-0,2%	-5,8%	1,3%	8,3%	15,4%	25,9%
Wild Hunt	-0,2%	5,8%	6,8%	14,4%	23,7%	32,5%
Hunting Clash	0,0%	4,4%	-3,3%	-1,6%	6,2%	20,6%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.10.2022 [mln PLN]

	2023P			2024P			2025P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	525,6	452,4	-13,9%	572,1	486,2	-15,0%	563,3	476,6	-15,4%
Wynik brutto ze sprzedaży	464,2	372,7	-19,7%	519,8	404,9	-22,1%	500,6	393,7	-21,4%
EBITDA	112,1	71,4	-36,3%	159,3	95,5	-40,0%	129,7	87,1	-32,8%
EBITDA skoryg.	118,1	116,5	-1,3%	159,3	95,5	-40,0%	129,7	87,1	-32,8%
EBIT	88,7	24,6	-72,3%	133,3	75,7	-43,2%	101,4	68,1	-32,8%
Wynik brutto	83,2	20,6	-75,2%	127,6	74,3	-41,8%	95,7	65,6	-31,4%
Wynik netto	68,0	17,6	-74,2%	104,3	61,6	-40,9%	78,2	54,5	-30,4%
marża brutto	88,3%	82,4%		90,9%	83,3%		88,9%	82,6%	
marża EBITDA	21,3%	15,8%		27,8%	19,6%		23,0%	18,3%	
marża EBIT	22,5%	25,8%		27,8%	19,6%		23,0%	18,3%	
marża netto	16,9%	5,4%		23,3%	15,6%		18,0%	14,3%	
USD/PLN	5,010	4,071	-18,7%	5,115	4,151	-18,8%	5,032	4,115	-18,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Aktywa trwałe	16,1	298,9	314,1	291,7	281,9	273,3	265,0	257,2	249,0
Rzeczowe aktywa trwałe	8,6	15,2	21,4	19,3	19,3	19,4	19,5	19,5	19,5
Wartości niematerialne	4,7	106,4	102,6	71,7	61,9	53,2	44,8	37,0	28,8
Pozostałe aktywa trwałe	2,8	16,2	25,9	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0
Wartość firmy	0,0	161,1	164,2	163,7	163,7	163,7	163,7	163,7	163,7
Aktywa obrotowe	307,6	221,4	206,6	194,2	230,1	259,5	275,5	296,1	309,2
Należności	55,2	62,0	47,5	45,7	49,1	48,1	48,0	46,8	49,4
Inne aktywa obrotowe	15,8	19,8	32,5	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3	34,3
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	236,6	139,6	126,6	114,3	146,7	177,1	193,2	215,0	225,5
Aktywa razem	323,7	520,3	520,7	485,9	512,0	532,8	540,6	553,3	558,2
Kapitał własny	238,1	351,1	342,5	310,1	324,7	332,9	342,7	357,7	363,3
Zobowiązania długoterminowe	7,4	65,0	68,2	55,8	62,5	72,7	70,7	68,7	66,7
Zobowiązania krótkoterminowe	78,2	104,2	110,0	120,1	124,8	127,2	127,2	126,9	128,2
Zobowiązania handlowe	12,4	6,8	13,1	10,1	10,8	13,2	13,2	12,9	14,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	65,8	97,4	96,9	110,0	114,0	114,0	114,0	114,0	114,0
Pasywa razem	323,7	520,3	520,7	485,9	512,0	532,8	540,6	553,3	558,2
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody ze sprzedaży	578,2	634,0	538,6	452,4	486,2	476,6	475,7	463,2	510,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	552,8	580,1	468,5	372,7	404,9	393,7	388,9	374,0	410,9
EBITDA	174,9	177,6	112,0	71,4	95,5	87,1	82,8	81,9	88,1
EBITDA skoryg.	229,6	234,2	139,8	116,5	95,5	87,1	82,8	81,9	88,1
Amortyzacja	1,2	8,0	16,5	20,5	19,8	19,0	19,1	19,1	20,0
EBIT	171,8	166,2	72,7	24,6	75,7	68,1	63,8	62,9	68,1
Saldo działalności finansowej	-0,8	-4,2	-6,5	-1,4	-1,4	-2,5	-2,8	1,0	2,5
Zysk (strata) brutto	170,9	162,0	63,4	20,6	74,3	65,6	61,0	63,9	70,6
Zysk (strata) netto	151,6	141,3	52,3	17,6	61,6	54,5	50,6	53,0	58,6
Zysk (strata) netto skoryg.	206,4	197,9	80,2	62,7	61,6	54,5	50,6	53,0	58,6
CF [mln PLN]	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przepływy z działalności operacyjnej	193,7	200,4	137,9	70,0	87,4	87,0	67,7	71,0	75,4
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-4,6	-222,0	-55,5	-28,9	-10,0	-10,4	-10,8	-11,3	-11,8
Przepływy z działalności finansowej	-28,2	-75,1	-95,2	-53,3	-44,9	-46,2	-40,8	-38,0	-53,0
Przepływy pieniężne netto	160,9	-96,7	-12,8	-12,2	32,5	30,4	16,1	21,8	10,5
Środki pieniężne na początek okresu	75,2	236,6	139,6	126,6	114,3	146,7	177,1	193,2	215,0
Środki pieniężne na koniec okresu	236,6	139,6	126,6	114,3	146,7	177,1	193,2	215,0	225,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Przychody zmiana r/r	9,7%	-15,1%	-16,0%	7,5%	-2,0%	-0,2%	-2,6%	10,2%
EBITDA zmiana r/r	1,5%	-36,9%	-36,3%	33,9%	-8,8%	-4,9%	-1,1%	7,6%
EBITDA skoryg. zmiana r/r	2,0%	-40,3%	-16,7%	-18,0%	-8,8%	-4,9%	-1,1%	7,6%
EBIT zmiana r/r	-3,2%	-56,3%	-66,2%	208,3%	-10,0%	-6,4%	-1,4%	8,4%
Zysk netto zmiana r/r	-6,8%	-63,0%	-66,5%	251,1%	-11,6%	-7,1%	4,8%	10,6%
Zysk netto skoryg. zmiana r/r	-4,1%	-59,5%	-21,8%	-1,7%	-11,6%	-7,1%	4,8%	10,6%
Marża brutto na sprzedaży	91,5%	87,0%	82,4%	83,3%	82,6%	81,8%	80,7%	80,5%
Marża EBITDA	28,0%	20,8%	15,8%	19,6%	18,3%	17,4%	17,7%	17,3%
Marża EBITDA skoryg.	36,9%	26,0%	25,8%	19,6%	18,3%	17,4%	17,7%	17,3%
Marża EBIT	26,2%	13,5%	5,4%	15,6%	14,3%	13,4%	13,6%	13,3%
Marża netto	22,3%	9,7%	3,9%	12,7%	11,4%	10,6%	11,4%	11,5%
Marża netto skoryg.	31,2%	14,9%	13,9%	12,7%	11,4%	10,6%	11,4%	11,5%
ROE	40,2%	15,3%	5,7%	19,0%	16,4%	14,8%	14,8%	16,1%
ROA	27,2%	10,1%	3,6%	12,0%	10,2%	9,4%	9,6%	10,5%
Dług netto	-126,9	-117,4	-105,1	-141,4	-173,4	-189,5	-211,3	-221,8
Dług netto / kapitał własny	-36,1%	-34,3%	-33,9%	-43,5%	-52,1%	-55,3%	-59,1%	-61,0%
Dług netto / EBITDA	-0,7	-1,0	-1,5	-1,5	-2,0	-2,3	-2,6	-2,5
Dług netto / EBIT	-0,8	-1,6	-4,3	-1,9	-2,5	-3,0	-3,4	-3,3
EV	496,6	506,1	518,3	482,1	450,1	434,0	412,2	401,7
CAPEX / Przychody	1,6%	2,3%	1,3%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%	3,0%
CAPEX / Amortyzacja	125,7%	75,6%	29,1%	50,9%	55,7%	57,4%	59,7%	75,6%
Amortyzacja / Przychody	1,3%	3,1%	4,5%	4,1%	4,0%	4,0%	4,1%	3,9%
Zmiana KO / Przychody	3,0%	2,9%	1,2%	-0,5%	0,4%	0,0%	0,2%	-0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	-33,8%	16,4%	6,4%	7,2%	18,4%	7,3%	7,3%	2,7%
Wskaźniki rynkowe	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
MC/S*	0,9	1,1	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,2
P/E*	4,2	11,5	34,2	9,7	11,0	11,9	11,3	10,2
P/E skoryg.*	3,0	7,5	9,6	9,7	11,0	11,9	11,3	10,2
P/BV*	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
P/CE*	82,8	33,8	12,6	34,4	25,1	21,4	20,2	21,3
EV/EBITDA*	2,7	4,3	6,9	4,8	4,9	5,0	4,7	4,3
EV/EBITDA skoryg.*	2,0	3,5	4,2	4,8	4,9	5,0	4,7	4,3
EV/EBIT*	2,8	6,6	20,2	6,1	6,3	6,4	6,2	5,6
EV/S*	0,9	1,1	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7
BVPS	47,9	46,7	42,3	44,3	45,4	46,7	48,8	49,5
EPS	19,3	7,1	2,4	8,4	7,4	6,9	7,2	8,0
CEPS	1,0	2,4	6,5	2,4	3,3	3,8	4,1	3,8
Dywidenda	73,0	72,3	52,3	47,0	46,2	40,8	38,0	53,0
DPS	10,0	9,9	7,1	6,4	6,3	5,6	5,2	7,2
Dywidend	12,2%	12,1%	8,8%	7,8%	7,7%	6,8%	6,3%	8,8%
Payout ratio	48,2%	51,2%	99,9%	268,0%	75,0%	75,0%	75,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 81,8 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:
Maciej Bobrowski

Dyrektor Wydziału
tel. (032) 208 14 12
e-mail: maciej.bobrowski@bdm.pl
[strategia, przemysł, media/rozrywka, TMT](#)

Krzysztof Pado

Zastępca Dyrektora
Doradca Inwestycyjny
tel. (032) 208 14 35
e-mail: krzysztof.pado@bdm.pl
[oil&gas, budownictwo, materiały budowlane, deweloperzy](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 38
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Tobiasz

Doradca Inwestycyjny
Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35
e-mail: anna.tobiasz@bdm.pl

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:
Leszek Mackiewicz

Dyrektor Wydziału
tel. (022) 62-20-848
e-mail: leszek.mackiewicz@bdm.pl

Tomasz Ilczyszyn

tel. (022) 62-20-854
e-mail: tomasz.ilczyszyn@bdm.pl

Maciej Fink-Finowicki

tel. (022) 62-20-855
e-mail: maciej.fink-finowicki@bdm.pl

Piotr Komorowski

tel. (022) 62-20-851
e-mail: piotr.komorowski@bdm.pl

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	104	kupuj	126	28.06.2023	11:25 CEST	81,8	66 922
kupuj	126	kupuj	549	04.10.2022	13:10 CEST	106	47 486
kupuj	549	kupuj	685	17.11.2021	17:30 CEST	341	71 523
kupuj	685	sprzedaj	206	04.12.2020	08:00 CEST	540	53 968
sprzedaj	206	-	-	14.01.2020	08:00 CEST	243	59 275

Objaśnienia używanej terminologii:

EBIT - wynik na działalności operacyjnej
 EBITDA – wynik na działalności operacyjnej powiększony o amortyzację
 Dług netto – zadłużenie oprocentowane pomniejszone o środki pieniężne i ich ekwiwalenty
 WACC - średni ważony koszt kapitału
 CAGR - średnioroczny wzrost
 EPS - zysk netto na 1 akcję
 DPS - dywidenda na 1 akcję
 CEPS - suma zysku netto i amortyzacji na 1 akcję
 EV – suma kapitalizacji rynkowej i długu netto
 EV/S – stosunek EV do przychodów ze sprzedaży
 EV/EBITDA – stosunek EV do wyniku operacyjnego powiększonego o amortyzację
 P/EBIT – stosunek kapitalizacji rynkowej do wyniku na działalności operacyjnej
 MC/S – stosunek kapitalizacji rynkowej do przychodów ze sprzedaży
 P/E – stosunek kapitalizacji rynkowej do zysku netto
 P/BV – stosunek kapitalizacji rynkowej do wartości księgowej
 P/CE – wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
 ROE – stosunek zysku netto do kapitałów własnych
 ROA - stosunek zysku netto do aktywów
 marża brutto na sprzedaży - relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów
 marża EBITDA - relacja zysku operacyjnego i amortyzacji do przychodów ze sprzedaży
 marża EBIT - relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży
 rentowność netto - relacja zysku netto do przychodów ze sprzedaży

System rekomendacji:

Kupuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która znacznie przekracza bieżącą cenę rynkową (przynajmniej +15%);
 Akumuluj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która przekracza bieżącą cenę rynkową (w przedziale +5 do +14,99%);
 Trzymaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie będzie się wahać wokół jego ceny docelowej, która jest zbliżona do bieżącej ceny rynkowej (w przedziale od -4,99% do +4,99%);
 Redukuj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest niższa od ceny rynkowej (zasieg spadku od 5% do 14,99%);
 Sprzedaj – uważamy, że papier wartościowy w rekomendowanym okresie osiągnie cenę docelową, która jest znacznie niższa od ceny rynkowej (sugerowana erozja wartości przekracza 15%).
 Cena docelowa – teoretyczna cena jaka według nas powinien osiągnąć papier wartościowy w rekomendowanym okresie; cena ta jest wypadkową wartości spółki (np. na podstawie wycen DCF, porównawczych i innych), koniunktury na rynku i branży oraz innych czynników subiektywnie uwzględnionych przez analityka.
 Rekomendacje wydawane przez BDM obowiązują przez okres 12 miesięcy od daty wydania lub do momentu zrealizowania kursu docelowego, chyba że w tym okresie zostaną zaktualizowane.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

DCF – najpopularniejsza i najbardziej efektywna spośród metod wyceny – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę. Wadą jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (stóp procentowych, kursów walut, zysków, wartości rezydualnej).
 DDM – opiera się na dyskontowaniu przyszłych przepływów z tytułu dywidend. Zaletą wyceny jest uwzględnienie przyszłych wyników finansowych oraz przepływów z tytułu dywidend. Wadą wyceny jest duża wrażliwość na zmiany podstawowych parametrów finansowych prognozowanych w modelu (koszt kapitału, zysków, wartości rezydualnej) oraz ryzyko zmiany polityki wypłaty dywidendy (zmiana wysokości dywidendy lub zaprzestanie wypłaty dywidendy).
 Porównawcza – bazuje na bieżących i prognozowanych mnożnikach rynkowych spółek z branży lub branż pokrewnych, przez co lepiej od DCF ukazuje aktualną sytuację na rynku. Podstawowymi wadami są trudność w doborze odpowiednich spółek do porównań, ryzyko nieefektywnej wyceny spółek porównywanych w danym momencie, a także duża zmienność (wraz z wahaniami cen).

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 2Q'23*:		, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:		
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	11	65%	0	0%
Akumuluj	2	12%	0	0%
Trzymaj	4	24%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	0	0%

* - w serwisie informacyjnym BDM na stronie: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji> raportujemy szczegółowe zestawienie historycznych rekomendacji wydanych przez BDM w okresie nie krótszym niż ostatnie dwanaście miesięcy, zawierające m.in. podstawowe informacje na temat przedmiotu analiz oraz sposobu i daty przekazania wspomnianych materiałów analitycznych.

INFORMACJE ORAZ ZASTRZEŻENIA DOTYCZĄCE CHARAKTERU MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument, analiza, materiał analityczny) został opracowany w zgodzie z przepisami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 (w sprawie nadużyć na rynku), Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2016/958 oraz Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Niniejszy raport stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Dokument może być przeznaczony dla klientów profesjonalnych i instytucjonalnych BDM, jak również innych kwalifikowanych klientów BDM upoważnionych do otrzymywania rekomendacji ogólnych w oparciu o zawarte umowy o świadczenie usług maklerskich. 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 BDM.

Dokument został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez BDM.

Data sporządzenia materiału: 2023-06-28.

Raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM: 2023-06-28 (11:25 CEST).

Raport może zostać po raz pierwszy udostępniony do ogółu społeczeństwa od: 2023-07-05 (11:25 CEST).

Od momentu publikacji majątkowe prawa autorskie do niniejszego raportu przysługują BDM.

Niniejszy raport nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a BDM 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, BDM 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 BDM nie uwzględnił indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrumenty 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 jakkolwiek 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 obciążona 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 portfela 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 dodatniej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfela inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

W opinii BDM, niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które BDM 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. BDM 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 BDM bez uzgodnień ze spółkami ani z innymi podmiotami i opierają się na szeregu założeń, które w przyszłości mogą okazać się nietrafne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą. Tym samym w opinii BDM niniejszy dokument został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i rzetelności. BDM nie ponosi jednak odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym raporcie.

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. BDM nie gwarantuje, że opinie i założenia dokonane przez analityka/analityków zawarte w niniejszym raporcie są zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji 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 wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Rekomendacje wydawane przez BDM 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 BDM 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 BDM: <https://www.bdm.pl/analizy-i-informacje/analizy/historia-rekomendacji>

DODATKOWE INFORMACJE, KTÓRE MOGĄ WPŁYWAĆ NA OBIEKTYWNOŚĆ SPORZĄDZONEGO MATERIAŁU ANALITYCZNEGO:

BDM aby zapobiec konfliktom interesów lub nimi zarządzić wyznaczył bariery organizacyjne wymagane z punktu widzenia prawnego i nadzorczego, których przestrzeganie jest monitorowane przez Wydział Compliance. Podstawowym dokumentem regulującym zarządzanie potencjalnym konfliktem interesu w BDM jest „Regulamin zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”. BDM 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 BDM lub innymi osobami. W szczególności Wydział Analiz i Informacji jest oddzielony od Wydziału Bankowości Inwestycyjnej oraz od innych jednostek sprzedażowych BDM (m.in. Wydział Sprzedaży, Wydział Doradztwa).

Przyjęte rozwiązania organizacyjne w opinii BDM zapewniają, że przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe. Jednocześnie Zarząd BDM ma prawo przyznać analitykowi wynagrodzenie premiowe. Dodatkowe wynagrodzenie może być pośrednio uzależnione od wyników pozostałych usług oferowanych przez BDM, w tym usługi bankowości inwestycyjnej, jednak nie jest ono bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia innych usług, w tym bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez BDM.

BDM nie ma obowiązku podejmowania jakichkolwiek działań, które miałyby spowodować, że instrumenty finansowe, będące przedmiotem wyceny zawartej w niniejszym dokumencie będą wycenione przez rynek zgodnie z wyceną zawartą w niniejszym dokumencie.

Inwestor powinien zakładać, że pracownicy BDM 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 Wydziału Analiz i Informacji.

Nie zidentyfikowaliśmy istotnych konfliktów interesów między BDM i osobami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych. W przypadku powstania konfliktu interesów BDM zarządza nim stosując zasady określone w „Polityce zarządzania konfliktami interesów w Domu Maklerskim BDM S.A.”

Na dzień 2023-06-28:

- BDM oświadcza i zapewnia, że jest zaangażowany kapitałowo w instrumenty finansowe emitenta.
- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
- Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
- BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
- BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
- BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
- Nie Występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane
- Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
- Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.

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

Nadzór nad BDM sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.