



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Ten Square Games od zalecenia **SPRZEDAŻ** z ceną docelową 205,6 PLN/akcję, czyli 15% poniżej ceny rynkowej. Uważamy, że obecna wycena spółki uwzględnia już znaczną poprawę wyników gry „Fishing Clash” w przyszłych okresach, w tym jej start na rynku chińskim, udany hard launch nowych produkcji oraz ulgę IP BOX. Zwracamy uwagę na ryzyko podaży akcji związane z ostatnim porozumieniem głównych akcjonariuszy. Wskazujemy, że nadchodzące miesiące nie będą obfitowały w znaczące informacje dotyczące nowych produkcji ze względu na wstępne fazy tych gier, a najbliższy dokładny odczyt przychodów poznamy dopiero podczas konferencji wynikowej za 2019 rok (23.03.2020). Aktualne „moce produkcyjne” spółki pozwalają jej na prowadzenie 8 projektów jednocześnie. Aby zapewnić dalszy tak dynamiczny rozwój jak do tej pory, Ten Square Games potrzebuje pozyskać nowego, wysoce wykwalifikowanego kluczowego pracownika. Ze względu na ograniczoną ilość takich osób na rynku, proces ten może przeciągać się w czasie, co będzie wiązało się z brakiem nowych perspektyw.

Ten Square Games to deweloper gier udostępnianych w modelu F2P (free to play) przeznaczonych na urządzenia mobilne oraz przeglądarki. Spółka w maju 2018 roku zadebiutowała na GPW z ceną emisji 46 PLN.

„Fishing Clash” – spodziewamy się, że tytuł ma przed sobą jeszcze kilka lat monetizacji na wysokich poziomach, niemniej jednak uważamy, że dalsza znacząca poprawa wyników jest już w cenie. Ponadto aktualnie produkcja ta odpowiada za 86% przychodów spółki, co w przypadku wyhamowania dynamiki przychodów bądź skrócenia cyklu życia gry może implikować duże ryzyko przyszłych wyników dewelopera.

Patrząc na poprzednią produkcję spółki „Fishing Battle” widzimy, że nie każda produkcja może okazać się sukcesem, nawet przez tak kompetentnych deweloperów jak Ten Square Games. Zwracamy uwagę na „Golf Rush”, który w wersji mini-golf nie przeszedł satysfakcjonująco fazy soft launch i ponownie trafił do produkcji, w której przechodzi przebudowę mechanik. Ponadto segment, w który celuje spółka z danym tytułem, jest bardzo wymagający, ze względu na sporą ilość gier o podobnej tematyce i wysokiej jakości.

„Hunting Clash” – gra trafiła do soft launchu w 4Q’19, aktualnie znajduję się na bardzo wczesnym etapie, pracę nad finalną wersją tego tytułu mogą potrwać co najmniej do końca 2020 roku, co oznacza, że będziemy mogli śledzić postępy, ale nie dostaniemy konkretnych informacji co do najważniejszego aspektu czyli potencjalnej monetizacji.

„Flip This House” – uważamy, że gra ma spory potencjał, rozwija się w szybkim tempie. Zakładamy hard launch tego tytułu w 2H’20. Zwracamy jednak uwagę na to, że istnieje wiele dobrych gier o podobnej tematyce, co przekłada się na sporą konkurencję i możliwe problemy przebicia się tego tytułu w tym segmencie.

„SoliTales” – kolejna produkcja z segmentu dla kobiet, dla której dostrzegamy potencjał monetizacji. Szacujemy hard launch na 2H’20. Ze względu na mniej atrakcyjną rozgrywkę, wiele istniejących gier opierających się na pasjansie, szacujemy że dzięki niektórym funkcjonalnościom, grze uda zaistnieć się w tej niszy ale nie osiągnie spektakularnego wyniku.

Zwracamy uwagę, że spółka nie posiada doświadczenia w tworzeniu i monetizacji gier z segmentu dla kobiet. Uważamy jednak, że dzięki zdobytym kompetencjom w innych obszarach rynku gier mobilnych, uda się doprowadzić oba tytuły do hard launchu. Zakładamy jednak, znacznie mniejsze pułapy monetizacji niż w grach hobbystycznych.

Chcemy zauważyć, że aktualny skład zarządzających w spółce pozwala na prowadzenie 8 projektów łącznie (4 aktualnie w portfelu, 3 w soft launchu i 1 w fazie produkcji). Ten Square Games aby móc rozwijać kolejne produkcje musi zamknąć aktualnie najmniej rentowne bądź znaleźć kolejną osobę, na tyle kompetentną aby prowadzić kolejne 3-4 nowe produkcje i budować pod nie zespoły deweloperów.

	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody [mln PLN]	27,0	115,3	241,2	333,3	432,3	500,2
EBITDA [mln PLN]	4,5	11,4	45,0	84,9	121,8	164,0
EBIT [mln PLN]	4,0	10,9	44,3	83,8	120,2	162,2
Wynik brutto [mln PLN]	4,1	10,2	44,8	84,7	121,3	163,7
Zysk netto [mln PLN]	3,3	8,4	36,5	77,1	110,4	149,0
P/BV	320,6	150,9	41,9	19,0	12,1	8,3
P/E	528,8	209,7	48,4	22,8	15,9	11,8
EV/EBITDA	387,2	153,6	38,3	19,7	13,4	9,5
EV/EBIT	439,1	161,8	38,9	20,0	13,5	9,6

SPRZEDAŻ

(RAPORT INICJUJĄCY)

WYCENA 205,6 PLN

14 STYCZNIA 2020, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	205,6
Wycena końcowa [PLN]	205,6
Potencjał do wzrostu / spadku	15%
Koszt kapitału	10%
Cena rynkowa [PLN]	242,5
Kapitalizacja [mln PLN]	1 756,0
Ilość akcji [mln. szt.]	7,2
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	246,0
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	112,4
Stopa zwrotu za 3 mc	62,1%
Stopa zwrotu za 6 mc	97,8%
Stopa zwrotu za 9 mc	113,7%
Struktura akcjonariatu:	
Maciej Popowicz	39,4%
Arkadiusz Pernal	18,9%
Rafał Vogt	1,9%
Konrad Słabig	1,9%
Miłosz Kordescki	1,1%
Wojciech Gattner	0,5%
Pozostali	36,4%

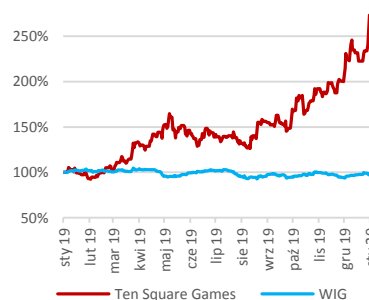
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (0-32) 208-14-35

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
CZYNNIKI RYZYKA	8
PROFIL SPÓŁKI I STRATEGIA	9
RYNEK GIER WIDEO	13
WYNIKI ZA 3Q'19	18
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	19
DANE FINANSOWE	21

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Ten Square Games opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 100% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek o podobnym profilu działalności, którym to nadaliśmy wagę 0% (światowi deweloperzy gier mobilnych różnią się znacznie co do skali działalności). Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 205,6 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 251,3 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN, czyli **205,6 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	100%	205,6
Wycena porównawcza	0%	251,3
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		205,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kurs spółki jest po dużych wzrostach. Implikując do modelu nasze szacunki dotyczące przyszłych wyników spółki, uważamy że aktualna cena jest przewartościowana. Dla gry „Fishing Clash” prognozujemy, że dzięki dobrze prowadzonym wydatkom marketingowym oraz uruchomieniu gry na chińskim rynku, tytuł wygeneruje rekordowe 291,8 mln PLN przychodów w 2020 (+41,4% r/r), a w 2021 roku osiągnie szczyt swoich możliwości w postaci 304,7 mln PLN przychodów (+4,4% r/r). W kolejnych latach szacujemy spadek dynamiki monetyzacji tej produkcji, ale wciąż będą one stanowiły kluczowe źródło wyników spółki. Ponadto w 3Q'20 zakładamy hard launch gier „SoliTales” oraz „Flip This House”, które dołożą od siebie około 13,4 mln PLN do przychodów w 2020 roku. W 2021 liczymy na globalny start „Golf Rush” oraz „Hunting Clash”, szacujemy że wygenerują one łącznie ok. 54,4 mln PLN.

Patrząc na poprzednią produkcję spółki „Fishing Battle” widzimy, że nie każda produkcja może okazać się sukcesem, nawet przez tak kompetentnych deweloperów jak Ten Square Games. Mimo to, w naszych prognozach zakładamy hard launch tych czterech projektów. Szacujemy, że największy potencjał monetyzacji ma „Golf Rush”, m.in. ze względu na popularność tego segmentu (30,4 mln PLN w 2021 roku). Liczymy również, że „Hunting Clash” wzorowany na grze „Wild Hunt”, będzie miał istotny wpływ na wyniki przyszłych okresów (24,0 mln PLN w 2021 roku). Produkcjom „SoliTales” oraz „Flip This House” nadajemy mniejszy potencjał m.in. ze względu na to iż spółka nie posiada doświadczenia w tworzeniu gier z segmentu dla kobiet (odpowiednio 5,6 mln PLN i 7,8 mln PLN w 2020 roku).

Uważamy, że obecna wycena spółki uwzględnia znaczną poprawę wyników gry „Fishing Clash” w przyszłych okresach w tym jej start na rynku chińskim, udany hard launch nowych produkcji oraz ulgę IP BOX. Ponadto istnieje duże ryzyko, że produkcje nad którymi aktualnie spółka pracuje mogą nie osiągnąć sukcesu komercyjnego. Co więcej zwracamy uwagę na ryzyko podaży związane z ostatnim porozumieniem głównych akcjonariuszy z 21.10.2019. Wskazujemy również, że zbliżający się okres nie będzie obfitował w znaczące informacje dotyczące nowych produkcji, ze względu na ich wstępne fazy, a najbliższy dokładny odczyt przychodów poznamy dopiero podczas konferencji wynikowej za 2019 rok (23.03.2020). Sugerując się powyższymi argumentami, uważamy że aktualny kurs nie uzasadnia bieżącej wyceny spółki. Rozpoczynamy wydawanie rekomendacji dla Ten Square Games od zalecenia **SPRZEDAJ z ceną docelową 205,6 PLN/akcję**, czyli 15% poniżej obecnej ceny rynkowej.

Główne założenia

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody [mln PLN]	241,2	333,3	432,3	500,2	514,3	459,4	436,6	438,5	385,0	430,4	414,8
Fishing Clash	206,3	291,8	304,7	266,3	221,0	181,8	145,3	118,2	78,4	48,0	30,5
Let's Fish	14,4	11,4	8,7	7,1	6,0	5,1	4,3	3,7	3,1	2,7	2,3
Wild Hunt	9,1	7,6	5,8	4,8	4,0	3,4	2,9	2,5	2,1	1,8	1,5
Game Factory	11,9	9,2	5,5	4,9	4,2	3,6	3,0	2,6	2,2	1,9	1,6
SoliTales	0,0	5,6	17,6	27,7	25,7	21,7	15,1	4,4	3,5	2,7	1,7
Flip This House	0,0	7,8	35,5	41,5	39,3	33,6	24,0	9,1	7,3	5,8	3,6
Golf Rush	0,0	0,0	30,4	108,0	135,9	59,3	49,4	40,7	32,5	26,5	17,6
Hunting Clash	0,0	0,0	24,0	40,0	68,4	61,2	51,0	42,1	33,8	27,5	19,3
Projekt 1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 2	0,0	0,0	0,0	0,0	9,7	26,4	27,5	24,9	20,7	8,4	4,1
Projekt 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	51,2	67,0	68,0	59,3	49,4	16,3
Projekt 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,1	37,8	41,6	38,6	32,6	19,4
Projekt 5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,4	57,4	27,5	26,5	22,7
Projekt 7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,7	39,6	41,2	37,3
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	16,1	27,5	26,5
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,1	63,0	69,3
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	40,9	53,6
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,1	75,6
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,1
USD/PLN	3,839	3,789	3,797	3,723	3,653	3,586	3,586	3,586	3,586	3,586	3,586

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 4,0%), premii za ryzyko rynkowe oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2019 roku zakładamy 241,2 mln PLN przychodów. Na wyniki tego okresu największy wpływ miała monetyzacja gry „Fishing Clash”, której przychody w porównaniu do poprzedniego roku poprawiły się o 132% (206,3 mln PLN vs 88,8 mln PLN), szacujemy natomiast, że wydatki związane z jej marketingiem urosły o 189% (67,4 mln PLN vs 23,3), co przełożyło się na spadek rentowności tego tytułu z 73,8% do 67,3%. Drugim najważniejszym tytułem w portfolio spółki była gra „Let’s Fish”, która wygenerowała 14,4 mln PLN (o 13% mniej niż rok wcześniej). Prawie dwukrotnie urosły przychody z tytułu „Wild Hunt” (z 4,9 mln PLN do 9,1 mln PLN) do czego przyczyniły się m.in. liczne aktualizacje. Oprócz kosztów związanych z marketingiem istotną pozycję wydatkową w tym okresie stanowiły wynagrodzenia.
- Spodziewamy się, że marża EBITDA w 2019 wyniesie ok. 35,2%. Spadek marży r/r będzie podyktowany m.in. zwiększeniem wydatków marketingowych na „Fishing Clash” oraz wzrostem kosztów wynagrodzeń.
- W 2020 roku zakładamy większe wydatki marketingowe na grę „Fishing Clash” (+33% r/r), co razem z uruchomieniem tego tytułu w Chinach, zarówno na platformach iOS jak i Android, przełoży się na wyższe przychody (291,8 mln PLN). Szacujemy, że monetyzacja tej produkcji w Państwie Środka w tym okresie przyniesie spółce ok. 24 mln PLN przychodów. Ponadto w 2H’20 zakładamy hard launch gier z segmentu dla kobiet: „Flip This House” oraz „SoliTales”. Prognozujemy, że pierwsza z nich osiągnie większy sukces komercyjny, generując ok. 7,8 mln PLN przychodów w 2020 roku natomiast druga 5,6 mln PLN.
- W 2021 roku zakładamy, że gra „Fishing Clash” osiągnie szczyt swoich możliwości i wygeneruje 304,7 mln PLN przychodów, przy wydatkach marketingowych rzędu 91,1 mln PLN. Prognozujemy, że dzięki umiejętnie prowadzonym akcjom marketingowym, gry z segmentu dla kobiet będą kontrybuowały do wyników spółki. Ponadto w tym okresie zakładamy hard launch „Golf Rush” i „Hunting Clash”, które odpowiednio dołożą po 30,4 mln PLN i 24,0 mln PLN.
- Szacujemy, że obecna liczba kluczowych osób w spółce pozwala na prowadzenie jednocześnie 8 projektów (4 w aktualnym portfolio + 3 w fazie soft launch i jednego w fazie produkcji). Zakładamy, że pomimo braku wysoce wykwalifikowanych osób w obszarze prowadzenie projektów deweloperskich na rynku, do końca 2020 roku spółce uda się pozyskać osobę z takimi kompetencjami. Tym samym „moce produkcyjne” spółki zostaną zwiększone o nowe zespoły deweloperskie. Prognozujemy, że w Ten Square Games do końca 2020 roku będzie pracowało 220 osób, a na koniec 2021 roku liczba ta zwiększy się do 240.
- Zakładamy, że 1/3 prowadzonych nowych projektów, będzie miał dwa razy większy budżet, co przełoży się na większy potencjał monetyzacji.
- Ulgą podatkowa IP BOX, nastawiona na wsparcie przedsiębiorstw zajmujących się software developmentem (w tym tworzeniem gier), pozwala na implikację do 5% stawki podatku dochodowego. Prognozujemy efektywną stopę podatkową uwzględniając IP BOX na poziomie 9%. 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. Dlatego oczekujemy w 2020 roku wypłaty dywidendy na poziomie 75% zysku netto z 2019 roku. Utrzymujemy Payout ratio do 2021 na tym samym poziomie, a w kolejnych latach przyjmujemy 100%.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Poziom długu netto przyjmujemy na bazie prognozowanego stanu na koniec 2019 roku.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 7,2 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 14 stycznia 2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 1,5 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 205,6 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	241,2	333,3	432,3	500,2	514,3	459,4	436,6	438,5	385,0	430,4	414,8
EBIT [mln PLN]	83,8	120,2	162,2	189,6	208,1	157,2	140,9	142,6	137,7	142,0	136,2
Stopa podatkowa	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,5	10,8	14,6	17,1	18,7	14,1	12,7	12,8	12,4	12,8	12,3
NOPLAT [mln PLN]	76,3	109,4	147,6	172,6	189,3	143,1	128,2	129,8	125,3	129,2	123,9
Amortyzacja [mln PLN]	1,1	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2
CAPEX [mln PLN]	-6,7	-7,2	-10,0	-15,2	-17,7	-15,8	-16,7	-17,5	-15,6	-17,1	-15,9
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-7,0	-5,2	-2,5	-8,4	-1,6	5,3	-0,7	0,6	2,2	-1,5	-0,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	63,7	98,7	136,8	150,8	172,1	134,7	112,6	114,7	114,1	112,7	109,8
DFCF [mln PLN]	63,7	90,0	113,4	113,6	117,9	83,9	63,7	59,0	53,4	48,0	42,5
Suma DFCF [mln PLN]		785,4									
Wartość rezydualna [mln PLN]	1 611,0										
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]	622,9										
Wartość firmy EV [mln PLN]	1 408,3										
Dług netto 2019 [mln PLN]	-80,5										
Dywidenda 2020 [mln PLN]	0,0										
Udziały mniejszości 2019 [mln PLN]	0,0										
Wartość kapitału [mln PLN]	1 488,8										
Ilość akcji [mln szt.]	7,2										
Wartość kapitału na akcję [PLN]	205,6										

Przychody zmiana r/r	38,2%	29,7%	15,7%	2,8%	-10,7%	-5,0%	0,4%	-12,2%	11,8%	-3,6%
EBIT zmiana r/r	43,4%	35,0%	16,9%	9,7%	-24,4%	-10,4%	1,2%	-3,4%	3,1%	-4,1%
FCF zmiana r/r	43,4%	35,0%	16,9%	9,7%	-24,4%	-10,4%	1,2%	-3,4%	3,1%	-4,1%
Marża EBITDA	36,6%	37,9%	38,3%	40,9%	34,7%	32,7%	33,0%	36,3%	33,5%	33,4%
Marża EBIT	36,1%	37,5%	37,9%	40,5%	34,2%	32,3%	32,5%	35,8%	33,0%	32,8%
Marża NOPLAT	32,8%	34,2%	34,5%	36,8%	31,1%	29,4%	29,6%	32,6%	30,0%	29,9%
CAPEX / Przychody	2,1%	2,3%	3,0%	3,4%	3,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	429,2%	569,6%	860,3%	857,5%	754,9%	930,5%	926,3%	736,0%	798,5%	714,2%
Zmiana KO / Przychody	1,6%	0,6%	1,7%	0,3%	-1,2%	0,2%	-0,1%	-0,6%	0,4%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	5,6%	2,6%	12,3%	11,3%	9,6%	-3,3%	-32,3%	4,2%	3,4%	-3,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Stopa wolna od ryzyka	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Premia za ryzyko	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
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	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Udział kapitału własnego	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Koszt kapitału obcego po opodatkowaniu	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
beta		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	0,9	210,9	217,0	223,9	231,9	241,2	252,3	265,5	281,6	301,8
	1,0	200,0	205,1	210,9	217,6	225,2	234,2	244,8	257,4	273,0
	1,1	190,2	194,6	199,5	205,1	211,5	218,8	227,4	237,6	249,7
	1,2	181,4	185,2	189,4	194,1	199,5	205,6	212,7	220,9	230,7
	1,3	173,5	176,8	180,4	184,4	188,9	194,1	200,0	206,8	214,7
	1,4	166,3	169,1	172,3	175,7	179,6	184,0	188,9	194,6	201,1
	1,5	159,8	162,2	165,0	168,0	171,3	175,0	179,2	183,9	189,4

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								
Premia za ryzyko		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
	3%	234,4	242,8	252,5	264,0	277,7	294,4	315,2	341,8	376,9
	4%	204,2	209,7	215,9	223,1	231,3	241,0	252,6	266,5	283,7
	5%	181,4	185,2	189,4	194,1	199,5	205,6	212,7	220,9	230,7
	6%	163,6	166,3	169,3	172,5	176,2	180,3	184,9	190,1	196,2
	7%	149,3	151,3	153,4	155,7	158,3	161,2	164,3	167,9	171,9
	8%	137,6	139,0	140,6	142,3	144,2	146,2	148,5	151,0	153,7
	9%	127,7	128,8	130,0	131,3	132,7	134,2	135,8	137,6	139,6

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
Premia za ryzyko		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
	3%	334,1	318,9	305,8	294,4	284,5	275,6	267,8	260,7	254,3
	4%	271,3	259,6	249,6	241,0	233,6	227,0	221,2	216,0	211,3
	5%	229,1	219,9	212,2	205,6	199,9	194,8	190,4	186,5	183,0
	6%	198,8	191,6	185,5	180,3	175,8	171,8	168,4	165,3	162,6
	7%	176,0	170,2	165,3	161,2	157,6	154,5	151,7	149,3	147,2
	8%	158,3	153,5	149,6	146,2	143,3	140,8	138,6	136,7	134,9
	9%	144,1	140,2	136,9	134,2	131,8	129,8	128,0	126,4	125,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

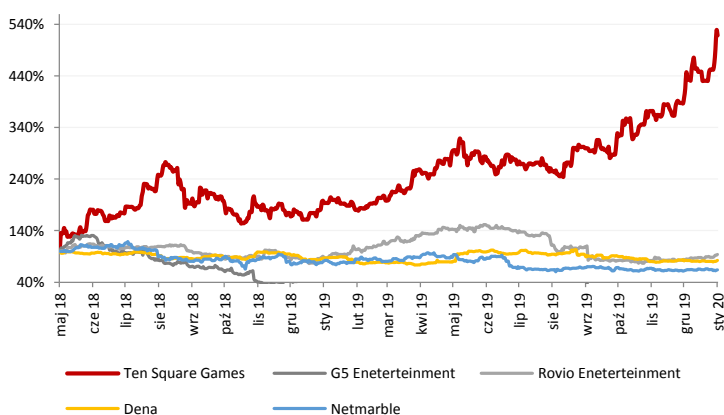
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest na światowych deweloperach gier mobilnych. Wycena do spółek globalnych sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **251,3 PLN**. Nie uwzględniamy jej jednak przy końcowej wycenie, gdyż naszym zdaniem, wycena metodą DCF najlepiej sprawdza się w wycenie spółek gamingowych. Ponadto uważamy, że zagraniczne studia różnią się co do profilu prowadzonej działalności, jak i mają znacząco większą skalę oraz portfolio gier, dlatego mylnym byłoby uwzględnianie tej metody przy końcowej wycenie.

Wycena porównawcza do deweloperów gier mobilnych

	P/E			EV/EBITDA		
	2019P	2020P	2021P	2019P	2020P	2021P
GLU MOBILE INC	20,1	20,6	10,9	18,0	16,7	
ZYNGA INC - CL A	21,9	23,6	19,2	18,9	16,8	12,0
G5 ENTERTAINMENT AB	17,8	11,2	8,4	5,0	3,9	2,9
ROVIO ENTERTAINMENT OY	22,4	17,0	13,8	6,6	5,7	4,7
DENA CO LTD	38,7	26,5	24,4	9,8	7,3	7,1
NETMARBLE CORP	40,3	30,0	26,6	19,1	13,7	11,8
Mediana	22,2	22,1	16,5	9,8	7,3	7,1
Ten Square Games	22,6	15,7	11,7	19,5	13,2	9,4
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	101,8%	71,1%	-29,4%	198,5%	179,8%	33,6%
Wycena wg wskaźnika	235,8	337,5	340,1	126,4	141,4	186,3
Waga roku	0%	50%	50%	0%	50%	50%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		338,8			163,8	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	251,3					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od maja 2018 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2019P	2020P	2021P	2022P
Przychody BDM	241,2	333,3	432,3	500,2
Przychody konsensus	232,9	302,4	337,7	375,0
Różnica	3,6%	10,2%	28,0%	33,4%
EBIT BDM	83,8	120,2	162,2	189,6
EBIT konsensus	77,3	95,5	105,2	116,5
Różnica	8,4%	25,8%	54,2%	62,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z możliwą nadmierną podażą akcji

Dnia 21.10.2019 zostało zawarte Porozumienie Akcjonariuszy, w związku z nim członkowie posiadają łącznie ok. 4,6 mln akcji spółki, które stanowią 63,58% udziału w kapitale zakładowym. Dotyczyło ono prowadzenia trwałej polityki wobec spółki i zgodnego wykonywania praw głosu. W związku z tym istnieje ryzyko podaży akcji ze strony głównych akcjonariuszy.

2. Ryzyko związane z możliwymi opóźnieniami w produkcji gier

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.

3. 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.

4. 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. Potencjalnym odbiorcom oferowane są liczne gry, często o podobnej tematyce. Rynek ten wymaga od spółki pracy nad stałym podwyższaniem jakości produktów, jak i poszukiwaniem nowych obszarów tematycznych. Nieustannie pojawiające się nowe produkcje, powodują ryzyko spadku zainteresowania określonymi grami spółki. Ten Square Games działa na rynku międzynarodowym, dlatego negatywny wpływ na jej działalność może mieć aktywność deweloperów na całym świecie.

5. 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.

6. 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.

7. 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, ze względu na brak możliwości technologicznych szybkiego dostosowania się lub przez wysokie koszty adaptacji nowych rozwiązań.

8. Ryzyko niedokładności szacunków i trendów

Strategia spółki została opracowana na podstawie wewnętrznych analiz dotyczących rozwoju rynku gier mobilnych na świecie. Potencjalnym ryzykiem, jest minięcie się przewidywań z rzeczywistym kierunkiem rozwoju tego rynku oraz preferencji użytkowników, co może w sposób negatywny wpłynąć na popyt na produkty spółki.

9. 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.

PROFIL SPÓŁKI I STRATEGIA

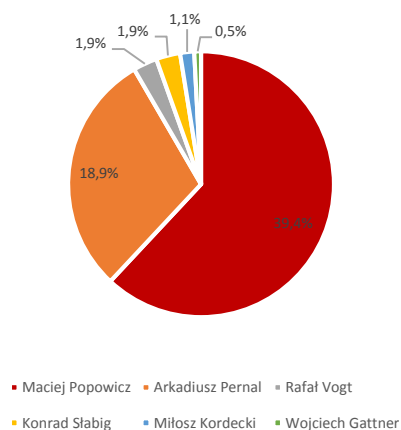
Historia

Spółka została zawiązana 21 października 2011 roku. W pierwszych latach działalności deweloper postanowił skoncentrować się na grach udostępnianych za pośrednictwem mediów społecznościowych. W lutym 2012 roku premierę miała pierwsza wersja gry „Let’s Fish” na przeglądarki internetowej. W połowie 2015 podjęto decyzję o zmianie modelu biznesowego i skoncentrowaniu się na grach mobilnych. Do grudnia 2015 roku, spółka wydawała prawie jedynie duże produkcje Evergreen oraz Legacy, opierając się głównie na mikropłatnościach. W październiku 2015 roku został powołany zespół pracujący nad grami Game Factory, które monetyzują się poprzez reklamy. W odpowiedzi na wysokie zainteresowanie tematyką wędkarską, w październiku 2017 globalną premierę miała gra „Fishing Clash”, od samego początku przeznaczona na urządzenia mobilne. 20 listopada 2017 roku, Ten Square Games został przekształcony w spółkę akcyjną, a 11 maja 2018 roku zadebiutował na GPW.

Opis spółki

Spółka jest polskim deweloperem i wydawcą gier mobilnych udostępnianych w modelu F2P (free to play). Ten Square Games konkuruje na rynku globalnym, a jego tytuły udostępniane są w większości krajów na świecie. Gry na platformy mobilne dystrybuowane są głównie za pośrednictwem „Google Play” oraz „App Store”. Produkcje spółki dotyczą różnych obszarów tematycznych w zakresie segmentów mid-core oraz casual, przeznaczonych do szerokiego grona odbiorców. Gry typu casual nastawione są na gracza preferującego nieskomplikowaną fabułę, który na rozgrywkę może poświęcić ograniczoną ilość czasu. Natomiast gry z segmentu mid-core cechują się uniwersalną tematyką, adresowaną do szerokiego grona odbiorców, wymagając większego zaangażowania ze strony gracza.

Porozumienie Akcjonariuszy* – procentowy udział poszczególnych akcjonariuszy w porozumieniu [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka, *Porozumienie akcjonariuszy zawarte 21.10.2019 r.

Strategia

Działalność spółki opiera się na poszukiwaniu i łączeniu efektywnych modeli gier z segmentu F2P z ciekawymi obszarami tematycznymi. Celem jest włączanie do oferty spółki nowych rodzajów gier klasy Evergreen, które bazują na dwóch silnikach pozwalających rozszerzyć rozgrywkę o rywalizację wielu graczy w czasie rzeczywistym jak i mechanizmy zakładów między użytkownikami. Bieżącym celem Ten Square Games jest koncentracja na realizacji obecnej kolejki produktowej. Spółka zakłada produkcję dwóch tytułów z klasy Evergreen oraz 100 gier Game Factory rocznie. Celem spółki jest osiągnięcie znaczącej pozycji na rynku globalnym co najmniej w kilku obszarach tematycznych. Ponadto Ten Square Games zamierza koncentrować się na uzyskiwaniu stabilnych przychodów, wspieranych przez stale udoskonalane techniki monetyzacyjne.

Najważniejsze produkty

Ten Square Games dzieli swoje gry na trzy klasy: Evergreen, Legacy oraz Game Factory. Pierwsze dwie cechują się złożonością fabuły, nowoczesną szatą graficzną i rozbudowanym zakresem funkcjonalności. W związku z tym, wymagają większych nakładów na produkcję niż gry klasy Game Factory, które opierają się na prostocie rozgrywki.

Evergreen

W produkcjach tej klasy, spółka upatruje długotrwały potencjał na utrzymanie i monetyzację, stale podnosząc nakłady na ich rozwój. Gry z tego segmentu charakteryzują się uniwersalną tematyką (np. sportową, symulacyjną) ciesząc się zainteresowaniem sporego grona graczy, przez co można je zaklasyfikować do gatunku mid-core. Tytuły te posiadają rozbudowany model rozgrywki, zapewniający znaczne możliwości w zakresie monetyzacji (aktualnie odbywa się ona przede wszystkim poprzez mechanizmy mikropłatności, płatności z reklam spełniają funkcję uzupełniającą). Do kategorii Evergreen spółka zalicza te gry, które w fazach soft oraz hard launch'u mają wystarczający potencjał na uzasadnione ponoszenie nakładów na ich dalszy rozwój. Produkcje zaliczające się do tej kategorii to: „Let's Fish” (wersja mobilna), „Fishing Clash”.

Game Factory

Produkcje z tej kategorii cechują się prostotą i przystępną fabułą. Ideą Game Factory była produkcja gier w segmencie casual, nastawionych na szerokie grono odbiorców. Tytuły tej klasy skierowane są w głównej mierze na graczy okazjonalnych, którzy ze względu na ograniczoną ilość czasu, chcą mieć możliwość szybkiego rozpoczęcia rozgrywki jak i powrót do niej po dowolnym czasie. Monetyzacja gier tej klasy odbywa się w głównej mierze przez przychody z reklam wyświetlanych w trakcie rozgrywki. Dzięki niskim jednostkowym kosztom produkcji tego typu gier, możliwe jest ich masowe wydawanie oraz utrzymywanie jedynie tych, które cieszą się największą popularnością.

Legacy

Gry z kategorii Legacy to duże produkcje, zbliżone charakterystyką do klasy Evergreen. Odznaczają się rozbudowanym modelem rozgrywki jak i wysoką jakością. Podstawą klasyfikacji do tej kategorii jest fakt identyfikacji przez spółkę, na podstawie danych sprzedażowych, mniejszego potencjału komercyjnego gry, nieuzasadniającego długotrwałego angażowania nakładów na jej rozwój oraz przeznaczenia znaczących wydatków na marketing. Analogicznie jak w produkcjach Evergreen, monetyzacja odbywa się w głównej mierze przez mikropłatności oraz w małym stopniu poprzez wyświetlanie reklam. Produkcje zaliczające się do tej kategorii to m.in.: „Let's Hunt”, „Wild Hunt”, „Magic Heroes”.

Najważniejsze produkty

Tytuł	Przychód 2019 [mln PLN]	Udział w przychodach	Opis gry
„Fishing Clash”	206,3	86%	Gra zręcznościowo-strategiczna-RPG polegająca na polowaniu ryb, umożliwiająca rozgrywkę z innymi graczami (pojedynki PvP, mistrzostwa, tematyczne eventy wędkarskie).
„Let's Fish”	14,4	6%	Symulator łowienia ryb, pierwotnie dostępna na przeglądarki, jej mobilną wersję stworzono dopiero w 2014 roku.
„Wild Hunt”	9,1	4%	Sportowy symulator polowań / myślistwa.
„Game Factory”	11,9	5%	Gry o prostej fabule oraz nieskomplikowanym modelu rozgrywki, monetyzowane prawie wyłącznie poprzez wyświetlanie reklam, charakteryzujące się niskim kosztem wytworzenia.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

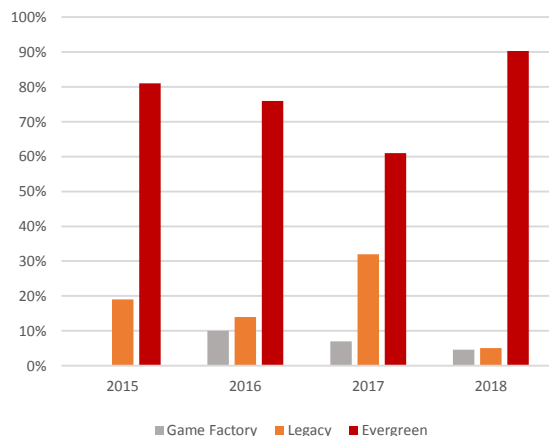
Nowe tytuły

Tytuł	Faza produkcji	Opis gry
„Solitaires”	Soft launch	Solitaires to pasjans za darmo, w którym gracz wciela się w projektanta ogrodów i łamacza łamigłówek.
„Flip This House”	Soft launch	Flip This House to gra z kategorii home design. Jej głównym celem jest projektowanie domu, renowacja i urządzenie domu. Gracz dowodzi zespołem, który specjalizuje się w takich dziedzinach jak projektowanie wnętrz, remont, odbudowa, a także wycena domu.
„Hunting Clash”	Soft launch	Strzelanka sportowa, gracz wciela się w myśliwego, gra umożliwia rozgrywkę z innymi graczami (pojedynki PvP, mistrzostwa).
„Golf Rush”	Produkcja	Symulator gry w golfa, tytuł ponownie trafił do fazy produkcji, w celu przemodelowania mechanik.

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

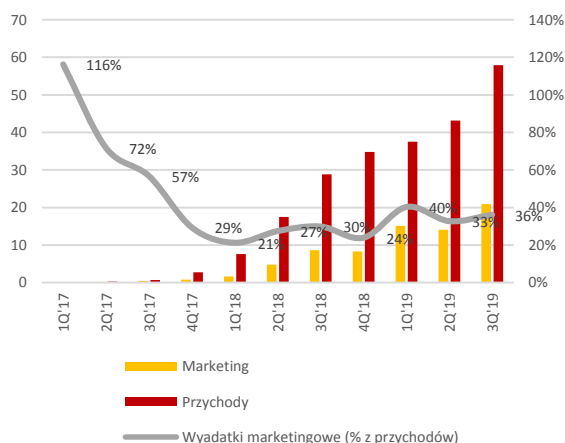
.., spółka

Struktura przychodów według klas gier w latach 2015-2018 [%]



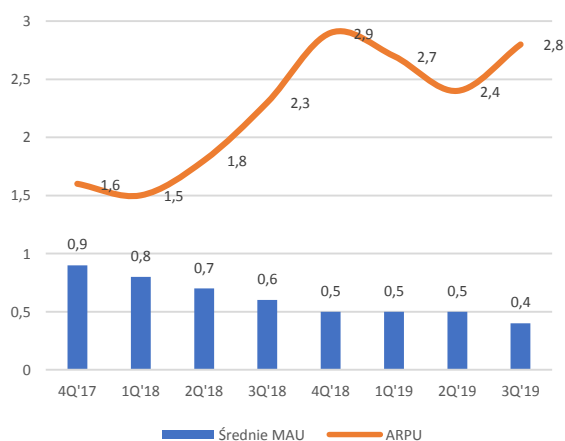
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kwartalna struktura przychodów gry „Fishing Clash” vs marketing



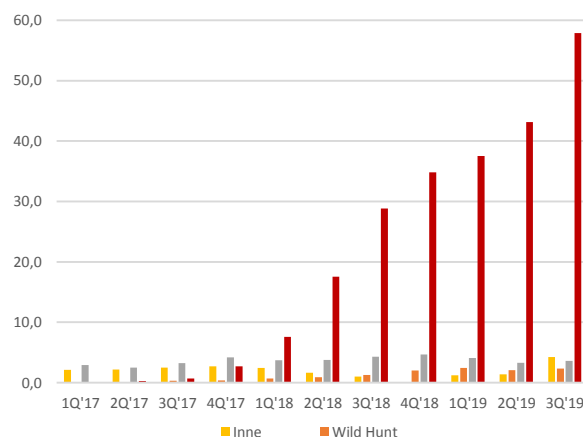
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Let's Fish – średnie MAU (mln) i miesięczne ARPU (PLN)



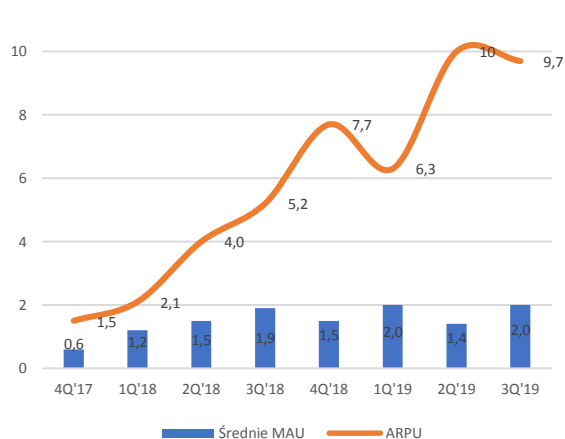
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Kwartalna struktura przychodów [mln PLN]



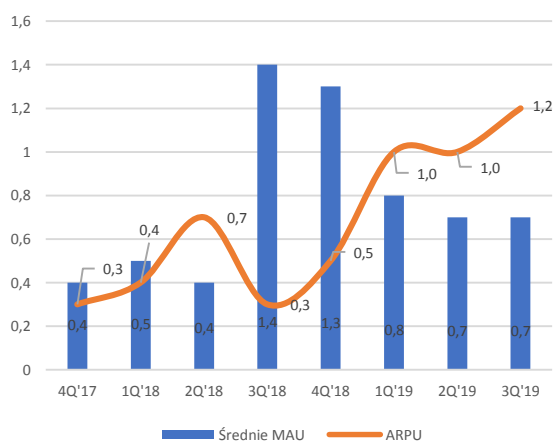
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Fishing Clash – średnie MAU (mln) i miesięczne ARPU (PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wild Hunt – średnie MAU (mln) i miesięczne ARPU (PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Przychody gier podobnych do „Flip This House” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody listopad		Przychody grudzień	
		Android	iOS	Android	iOS
1. My Home - Design Dreams	Zentertain	0,3	0,6	0,4	0,6
2. The Sims FreePlay	EA	0,3	0,5	0,4	0,6
3. Design Home	Crowdstar	3	5	4	6
4. Home Design Makeover	Storm 8 studios	0,8	2	0,7	2
5. Sweet House	MAFT Wireless	0,03	0,01	0,03	0,01
6. Home Street	Supersolid	0,05	0,05	0,04	0,05
7. House Flip	fun-gi	0,05	0,02	0,05	0,02
8. Design My Room	NPOL Game	0,4	0,3	0,4	0,3
9. Homescapes	Playrix	17	22	15	24

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Przychody gier podobnych do „Fishing Clash” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody listopad		Przychody grudzień	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Fishing Strike	Netmarble	0,06	0,08	0,07	0,06
2. Hooked Inc.	Fisher Tycoon	0,1	0,2	0,1	0,2
3. Ace Fishing	Com2uS	0,5	0,3	0,7	0,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Przychody gier podobnych do „Golf Rush” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody listopad		Przychody grudzień	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Golf Clash	Playdynamix	4	6	5	6
2. Golf Rival	GR Sports Club	1	0,7	1	0,8
3. Mini Golf King	PNIX	0,2	0,1	0,2	0,1
4. Golf Battle	Miniclip	0,2	0,2	0,2	0,3

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Przychody gier podobnych do „Hunting Clash” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody listopad		Przychody grudzień	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Deer Hunter 2018	Glu Games	0,04	0,1	0,04	0,1
2. Deer Hunter Classic	Glu Games	0,03	0,04	0,04	0,05

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

Przychody gier podobnych do „Solitaire” [mln USD]

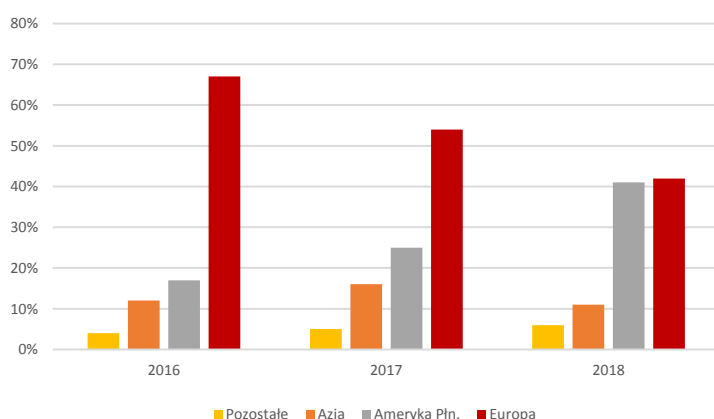
Gra	Producent	Przychody listopad		Przychody grudzień	
		Android	iOS	Android	iOS
1. Spider Solitaire	Moobility Ware	0,01	0,02	0,01	0,02
2. Fairway Solitaire	Big Fish Games	0,2	0,4	0,2	0,5

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., SensorTower.com

RYNEK GIER WIDEO

Do najważniejszych rynków z punktu widzenia spółki należy Europa, Ameryka Północna oraz Azja, których łączny udział w sprzedaży w 2018 roku wyniósł 94% wartości przychodów. Stosunkowo wysokie przychody z rynku polskiego (ok. 8% w 2018 roku) odnoszą się głównie do wpływów uzyskiwanych z gier przeglądarkowych, których dystrybucja prowadzona jest w głównej mierze przez polskie portale. Udział przychodów z rynku polskiego w przychodach Ten Square Games będzie sukcesywnie maleć w związku z koncentracją na produkcjach mobilnych, które nastawione są na globalny model dystrybucji.

Struktura przychodów ze sprzedaży według rynków geograficznych 2016-2018 [%]

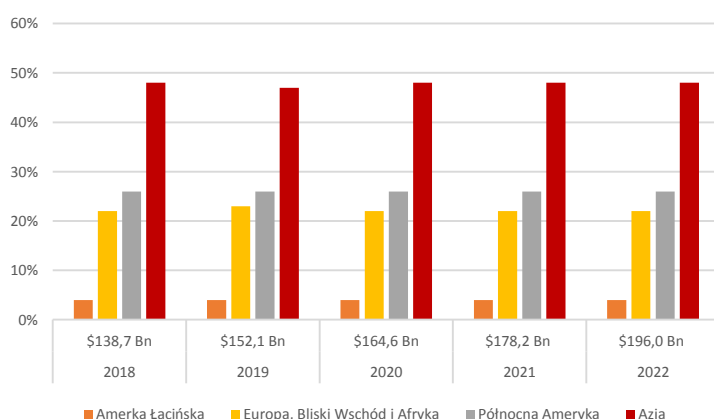


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rynek, na którym działa spółka, jest jednym z najszybciej rosnących segmentów rozrywki na świecie. Według portalu Newzoo, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,7 mld USD, a w latach 2018-2022 ma rosnąć średniorocznie 9%, osiągając 196 mld USD w 2022 roku. Za rozwojem tej branży będą stały takie czynniki jak wzrost populacji, nowe technologie przyciągające nowe grupy docelowe, rozwój infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, a także rosnąca zamożność społeczeństwa.

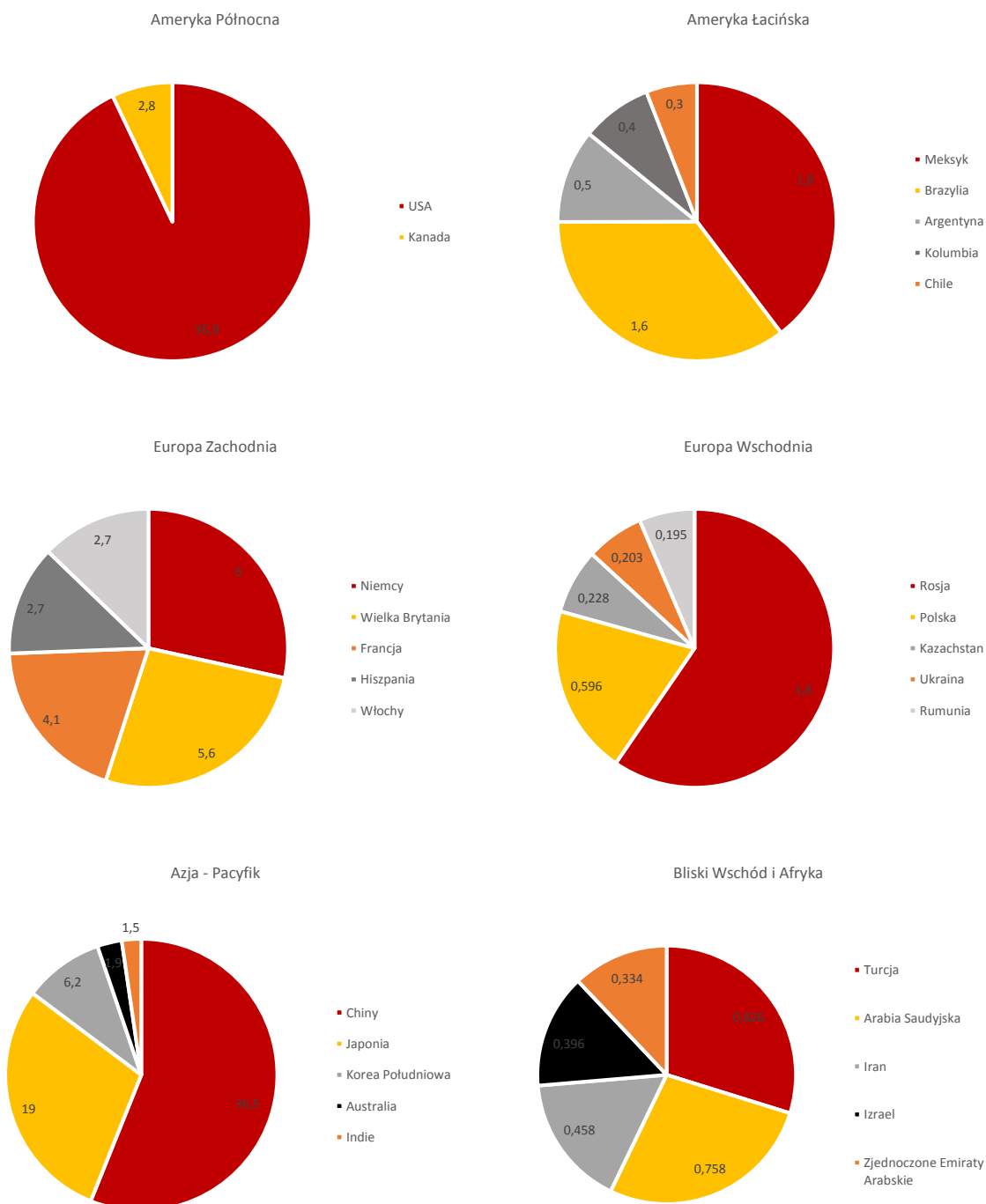
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2019 sięgną 71,5 mld USD, a w 2022 będzie to kwota 94,1 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która z 39,5 mld USD przychodów w 2019 urośnie do 51 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2019 osiągną 35 mld USD, a do 2022 kwota ta zwiększy się o 8,1 mld USD i wyniesie 43,1 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

Podział globalnych przychodów z gier na regiony



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

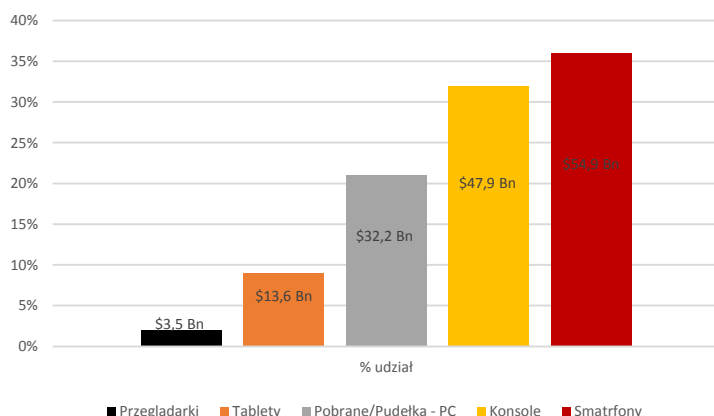
Podział regionów na kraje generujące przychody w 2019 (mln USD)



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2019 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 54,9 mld USD (36%), rosnąc 11,6% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 47,9 mld USD (32%), 32,2 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

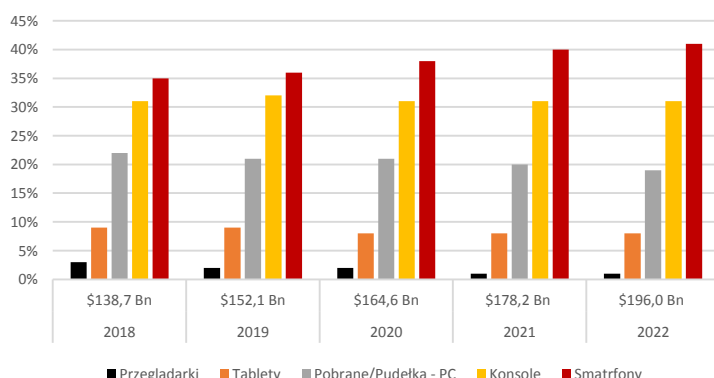
Podział przychodów w 2019 roku na segmenty



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

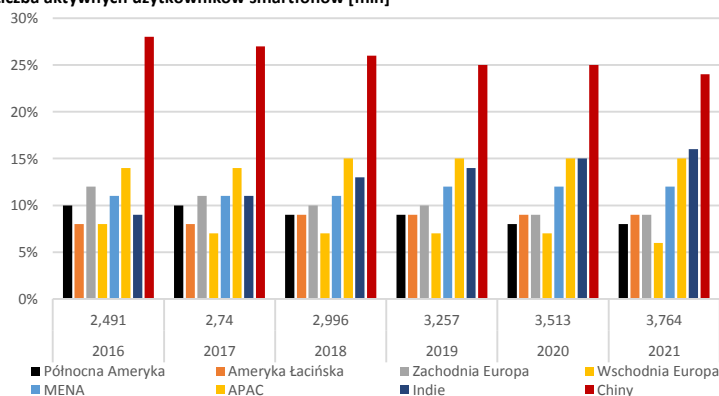
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 14%, tym samym w 2022 roku wygenerują 80,4 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Najbardziej dochodowe gry mobilne [mld USD]

	Gra	Przychody	Rok wydania	Rodzaj	Wydawca
1.	Monster Strike	7,2	2013	Puzzle	Mixi
2.	Puzzle & Dragons	7,0	2012	Puzzle	GungHo
3.	Clash of Clans	6,4	2012	Strategia	Supercell
4.	Arena of Valor	6,4	2015	MOBA	Tencent
5.	Candy Crush Saga	3,9	2012	Puzzle	King
6.	Pokémon Go	3,3	2016	RPG	Nintendo
7.	Fate/Grand Order	3,0	2015	RPG	Aniplex
8.	Game of War: Fire Age	2,8	2013	Strategia	Machine Zone
9.	Fantasy Westward Journey	2,5	2015	MMORPG	NetEase
10.	Clash Royale	2,0	2016	Strategia	Supercell
11.	Dragon Ball Z: Dokkan Battle	1,6	2015	RPG	Bandai Namco Entertainment
12.	Disney Tsum Tsum	1,5	2014	Puzzle	LINE
13.	Lineage M	1,4	2017	MMORPG	NCsoft
14.	Summoners War: Sky Arena	1,4	2014	Strategia	Com2Us
15.	Lineage 2 Revolution	1,3	2017	MMORPG	NCsoft
16.	Hay Day	1,0	2012	Symulator	Supercell
17.	Boom Beach	1,0	2013	Strategia	Supercell
18.	Mobile Strike	1,0	2015	Strategia	Machine Zone
19.	PUBG Mobile	1,0	2018	Battle royale	Tencent Games
20.	Gardenscapes	0,9	2016	Puzzle	Playrix
21.	Lords Mobile	0,8	2016	Strategia	IGG
22.	Knives Out	0,8	2017	Battle royale	NetEase
23.	QQ Speed Mobile	0,8	---	Wyścigi	Tencent Games
24.	Fortnite	0,8	2018	Battle royale	Epic Games
25.	Hearthstone	0,7	2014	Karcianka	Blizzard Entertainment
26.	Tetris	0,5	---	Puzzle	The Tetris Company
27.	Garena Free Fire	0,5	2017	Battle royale	Garena
28.	Final Fantasy XV: A New Empire	0,5	2017	Strategia	Machine Zone
29.	Fire Emblem Heroes	0,5	2017	Taktyczna	Nintendo
30.	Minecraft	0,5	---	Sandbox	Mojang
31.	Granblue Fantasy	0,5	2014	RPG	Cygames
32.	Homescapes	0,4	2017	Puzzle	Playrix
33.	8 Ball Pool	0,4	2010	Pool	Miniclip
34.	Mobile Legends: Bang Bang	0,4	2016	MOBA	Moonton

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

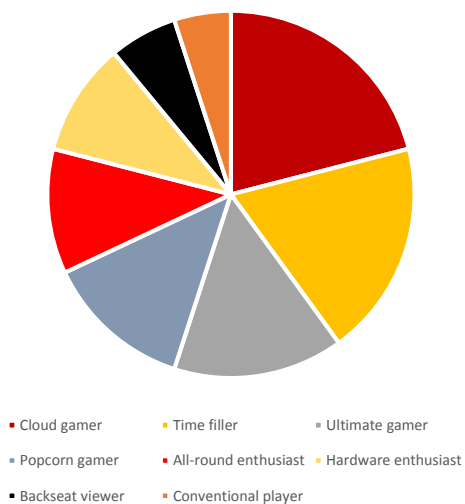
Podział graczy

Profil	Charakterystyka	Średnia wieku	Podział ze względu na płeć (M/K)
Ultimate Gamer	Cały wolny czas i pieniądze spędza/ wydaje na gry.	28	65%/35%
All-round enthusiast	Zainteresowany tematyką gamingową, od grania poprzez oglądanie jak inni grają.	27	65%/35%
Cloud gamer	Obojętny na sprzęt, odnawia go wtedy kiedy to konieczne. Zainteresowany wyłącznie darmowymi grami.	28	59%/41%
Conventional player	Dbą o to, by sprzęt był aktualny. Niezainteresowany oglądaniem innych graczy.	32	62%/38%
Hardware enthusiast	Skupiony przede wszystkim na aktualizacjach sprzętu. Spędza stosunkowo mało czasu na graniu.	30	60%/40%
Popcorn gamer	Śledzi контент związany z grami na Youtube i Twitchu. Preferuje gry typu casual.	29	54%/46%
Backseat viewer	Przeważnie obserwuje jak inni gracze grają w gry online. Prawie nigdy nie gra.	31	57%/43%
Time filler	Mało zainteresowany treścią gry. Gra po to by zabić czas.	38	39%/61%

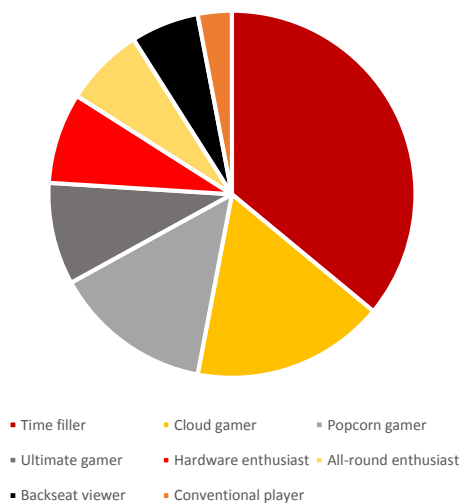
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet

Podział graczy wśród mężczyzn



Podział graczy wśród kobiet



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI ZA 3Q'19

Wyniki za 3Q'2019 [mln PLN]

	3Q'18	3Q'19	zmiana r/r	3Q'19P BDM	odchyl.	3Q'19P kons.	odchyl.	1-3Q'18	1-3Q'19	zmiana r/r
Przychody ze sprzedaży	35,4	67,7	90,9%	67,9	-0,3%	67,9	-0,3%	73,7	162,8	120,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	33,4	64,7	93,5%	64,8	0,0%	-	-	68,2	155,3	127,5%
EBITDA	13,0	22,1	69,5%	21,4	3,4%	21,7	1,7%	28,3	51,0	80,0%
EBIT	12,8	21,8	69,9%	21,1	4,6%	21,4	1,6%	27,8	50,2	80,4%
Zysk (strata) brutto	12,6	22,3	76,6%	21,3	5,0%	-	-	28,2	50,9	80,8%
Zysk (strata) netto	10,2	18,1	77,3%	17,3	3,4%	17,5	4,0%	22,8	41,6	82,6%
Marża brutto ze sprzedaży	94,4%	95,8%		35,8%		-		92,6%	95,3%	
Marża EBITDA	36,8%	36,8%		36,8%		32,0%		38,4%	31,3%	
Marża EBIT	36,2%	36,4%		36,4%		31,6%		37,7%	30,8%	
Marża zysku netto	28,9%	30,2%		30,2%		25,7%		30,9%	25,5%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki 3Q'19 były zgodne z naszymi oczekiwaniami oraz zbliżone do konsensusu. Na każdym poziomie były znacznie lepsze r/r. Do takiego wzrostu przyczyniła się dobra monetyzacja gry „Fishing Clash”, która w przeciągu 1-3Q'19 wygenerowała 138,6 mln PLN przychodów (85% wszystkich przychodów spółki). W ubiegłym roku w tym samym okresie wygenerowała ona kwotę znacznie niższą, to jest 53,9 mln PLN (73% całkowitych przychodów). Na polepszenie się sentymentu wokół tego tytułu miały wpływ liczne aktualizacje, turnieje, oraz umiejętnie wykorzystywana akcja marketingowa. Na przestrzeni trzech kwartałów, spółka wydała na promocję „Fishing Clash” 50,1 mln PLN vs 15 mln PLN w analogicznym okresie 2018 roku.

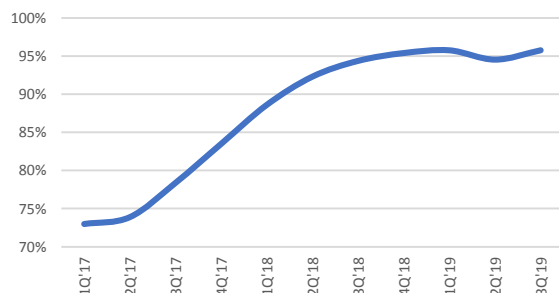
We wrześniu spółka wraz z NetEase udostępniła grę „Fishing Clash” w sklepie Apple w Chinach (urządzenia Apple stanowią ok. 20% chińskiego rynku). Wydawca odpowiada za marketing gry na tym rynku. Testy zakończyły się sukcesem i wygenerowały niewielki przychód. Po ich zamknięciu i czasowym wyłączeniu płatności, przychody z tego rynku nie są generowane.

W 1-3Q'19 gra „Let's Fish” wygenerowała 11,0 mln PLN (11,8 mln PLN w ubiegłym roku), natomiast przychód z gry „Wild Hunt” dzięki licznym aktualizacjom wyniósł 6,9 mln PLN (2,9 mln PLN rok wcześniej).

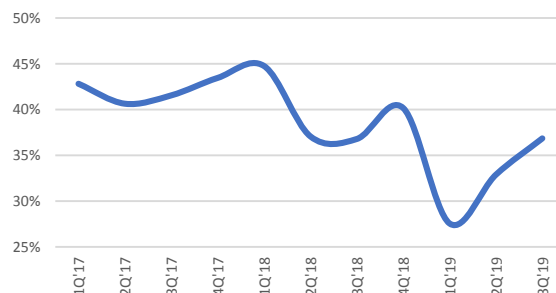
Marżowość spółki w 3Q'19 była na lepszych poziomach zarówno r/r jak i q/q. Marża brutto ze sprzedaży wyniosła 95,8%, marża EBITDA 36,8%, marża EBIT 36,4%, a marża netto 30,2% i były one na najlepszych poziomach na przestrzeni trzech kwartałów 2019 roku.

Okres 3Q'19 w spółce był czasem wytężonej pracy nad aktualizacjami takich gier jak „Fishing Clash”, przebudową „Golf Rush” oraz rozwoju dwóch gier z segmentu dla kobiet („Flip This House”, „SoliTales”), jednej hobbystycznej („Hunting Clash”).

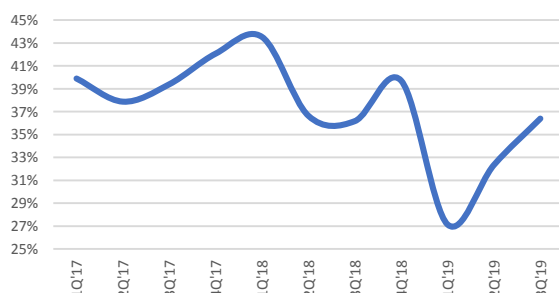
Rentowność brutto [%]



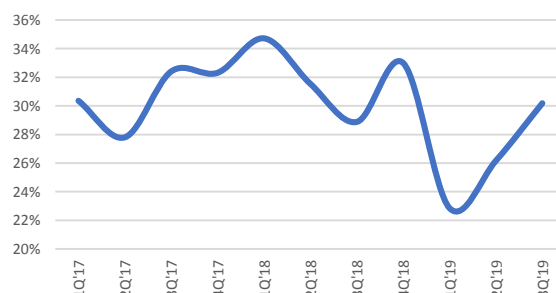
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

Dnia 08.01.2020 spółka opublikowała szacunkowe przychody za 4Q'19. W tym okresie deweloper wypracował 78,4 mln PLN przychodów, z czego 68,1 mln PLN przypada na grę „Fishing Clash” (86% całości). Szacujemy, że gra „Let's Fish” wygenerowała ok. 3,3 mln PLN, „Wild Hunt” 2,3 mln PLN, natomiast „Game Factory” 5,1 mln PLN.

Obecnie Ten Square Games pracuje nad weryfikacją poprawności i stabilności działania gier oraz wdrażaniem niezbędnych poprawek i ulepszeń. Ponadto spółka prowadzi cały czas prace z partnerem Netease związane z uruchomieniem „Fishing Clash” na rynku chińskim. Proces uzyskiwania licencji trwa. Aktualnie „Golf Rush” przechodzi przez fazę przemodelowania warstwy graficznej oraz interfejsu rozgrywki.

W całym 2019 roku zakładamy 241,2 mln PLN przychodów, 84,9 mln EBITDA oraz 77,1 mln PLN zysku netto. W 2020 roku prognozujemy kontynuację wzrostu przychodów, m.in. przez uruchomienie gry „Fishing Clash” na rynku chińskim oraz hard launch gier z segmentu dla kobiet, nad którymi aktualnie pracuje spółka. W całym 2020 roku zakładamy 333,3 mln PLN przychodów, 121,8 mln PLN EBITDA, oraz 110,4 mln PLN zysku netto. Ponadto zakładamy, że pomimo małej ilości dostępnych wysoce wykwalifikowanych osób w obszarze prowadzenie projektów deweloperskich, spółce do końca tego roku uda się pozyskać nowego kluczowego pracownika, dzięki któremu będzie w stanie stworzyć kolejne zespoły do pracy nad nowymi projektami. W 2021 prognozujemy lekki wzrost przychodów z gry „Fishing Clash”, pracę nad poprawianiem mechanik i monetyzacji „Solitaires” oraz „Flip This House” co pozwoli zwiększyć przychody z tych tytułów, jak i hard launch „Golf Rusha” i „Hunting Clasha”, co w konsekwencji przełoży się na przychody sięgające 432,3 mln PLN, 164,0 mln PLN EBITDA, oraz 149,0 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'18	2Q'18	3Q'18	4Q'18	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P*	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P
Przychody	14,4	23,9	35,4	41,6	45,3	49,9	67,7	78,4	74,3	77,3	88,4	93,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	12,8	22,0	33,4	39,6	43,4	47,2	64,7	76,2	71,7	74,5	85,6	90,6
EBITDA	6,4	8,8	13,0	16,7	12,5	16,4	22,1	33,9	26,4	26,1	32,1	37,3
EBIT	6,3	8,7	12,8	16,5	12,3	16,1	21,8	33,6	26,0	25,7	31,6	36,9
Zysk brutto	6,2	9,3	12,6	16,7	12,7	15,9	22,3	33,7	26,4	26,0	31,9	37,1
Zysk netto	5,0	7,5	10,2	13,7	10,4	13,1	18,1	35,5	24,0	23,6	29,0	33,8
Marża brutto ze sprzedaży	88,6%	92,3%	94,4%	95,4%	95,8%	94,5%	95,8%	97,2%	96,5%	96,3%	96,8%	97,0%
Marża EBITDA	44,8%	37,1%	36,8%	40,2%	27,6%	32,9%	36,8%	43,3%	35,5%	33,8%	36,3%	40,0%
Marża EBIT	43,5%	36,6%	36,2%	39,7%	27,1%	32,3%	36,4%	42,9%	35,0%	33,2%	35,8%	39,5%
Marża zysku netto	34,7%	31,5%	28,9%	33,0%	22,9%	26,2%	30,2%	45,3%	32,3%	30,5%	32,8%	36,2%

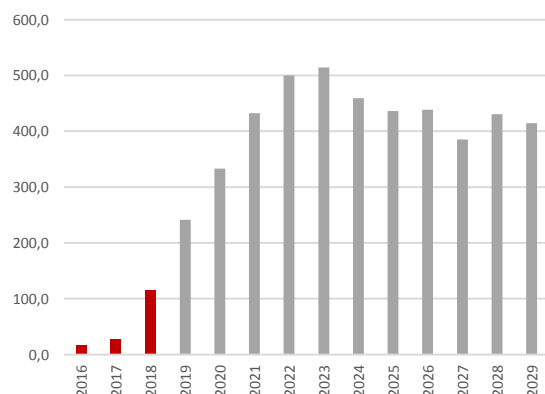
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka *-Dn. 08.01.2020 spółka opublikowała szacunkowe kwartalne przychody za 4Q'19

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

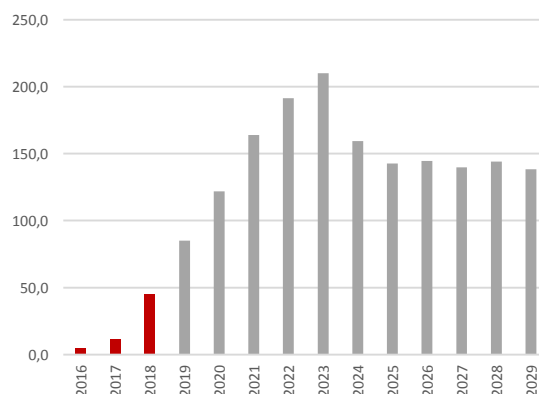
	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	17,4	27,0	115,3	241,2	333,3	432,3	500,2	514,3	459,4	436,6	438,5	385,0	430,4	414,8
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	12,9	21,2	107,9	231,5	322,3	421,3	492,3	507,1	447,1	422,3	422,0	364,6	407,9	388,6
EBITDA	4,5	11,4	45,0	84,9	121,8	164,0	191,4	210,1	159,3	142,7	144,5	139,9	144,1	138,4
EBIT	4,0	10,9	44,3	83,8	120,2	162,2	189,6	208,1	157,2	140,9	142,6	137,7	142,0	136,2
Zysk brutto	4,1	10,2	44,8	84,7	121,3	163,7	191,7	210,1	158,8	142,4	144,1	139,2	143,4	137,6
Zysk netto	3,3	8,4	36,5	77,1	110,4	149,0	174,4	191,2	144,5	129,6	131,1	126,7	130,5	125,2
Marża brutto ze sprzedaży	74,5%	78,4%	93,6%	96,0%	96,7%	97,5%	98,4%	98,6%	97,3%	96,7%	96,3%	94,7%	94,8%	93,7%
Marża EBITDA	26,0%	42,3%	39,1%	35,2%	36,6%	37,9%	38,3%	40,9%	34,7%	32,7%	33,0%	36,3%	33,5%	33,4%
Marża EBIT	22,9%	40,2%	38,4%	34,7%	36,1%	37,5%	37,9%	40,5%	34,2%	32,3%	32,5%	35,8%	33,0%	32,8%
Marża zysku netto	19,0%	31,1%	31,6%	31,9%	33,1%	34,5%	34,9%	37,2%	31,5%	29,7%	29,9%	32,9%	30,3%	30,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

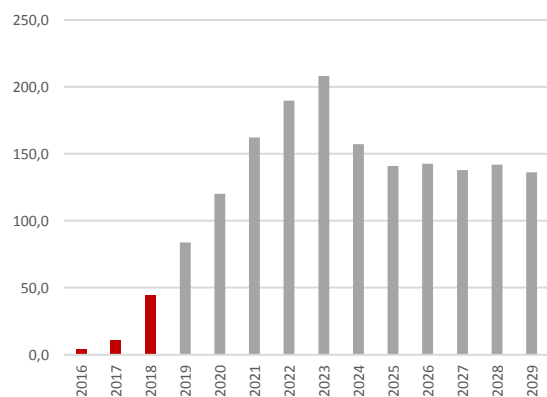
Przychody [mln PLN]



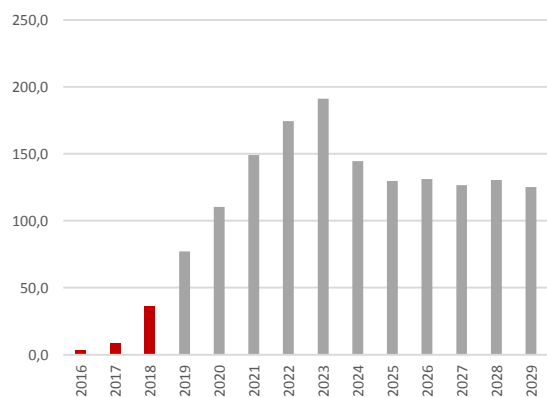
EBITDA [mln PLN]



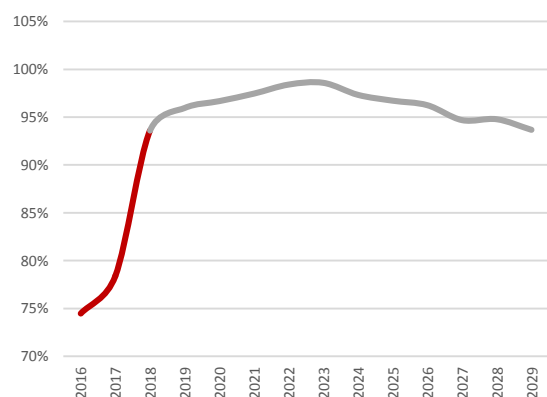
EBIT [mln PLN]



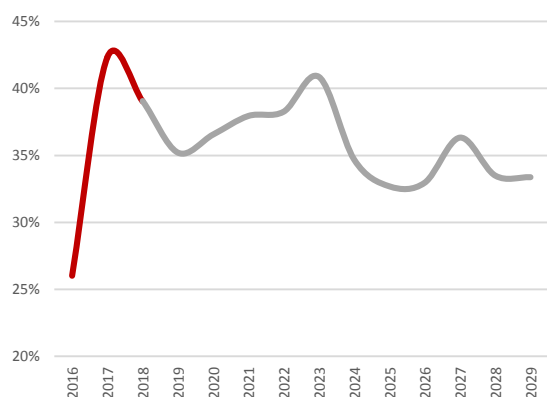
Zysk netto [mln PLN]



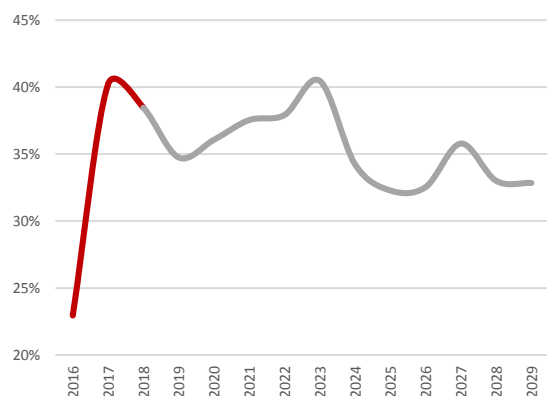
Rentowność brutto [%]



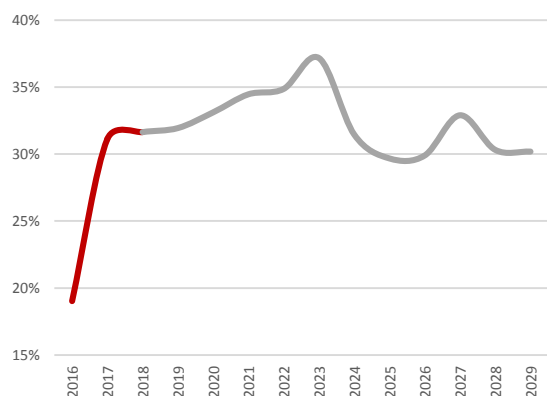
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	2,2	2,7	5,3	4,8	4,7	5,2	5,4	5,6	5,9	6,3	6,4	6,5	5,9
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,2	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Wartości niematerialne	1,6	2,2	4,2	3,5	3,3	3,7	4,0	4,1	4,5	5,0	5,1	5,2	4,6
Pozostałe aktywa trwałe	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Aktywa obrotowe	12,4	51,8	107,4	163,9	236,8	259,8	276,0	229,4	211,3	213,1	205,9	212,3	205,8
Należności	4,6	10,7	22,3	30,9	40,0	46,3	47,6	42,5	40,4	40,6	35,6	39,8	38,4
Inne aktywa obrotowe	1,3	1,3	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6,6	39,8	80,5	128,4	192,2	208,8	223,7	182,2	166,3	167,9	165,6	167,8	162,7
Aktywa razem	14,6	54,5	112,7	168,7	241,6	264,9	281,4	235,0	217,2	219,4	212,3	218,8	211,6
Kapitał własny	11,7	42,1	92,5	145,1	211,3	236,8	253,5	206,9	191,9	193,4	189,0	192,8	187,6
Zobowiązania długoterminowe	0,3	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Zobowiązania krótkoterminowe	2,6	12,0	19,5	22,9	29,5	27,4	27,1	27,3	24,5	25,3	22,6	25,2	23,3
Zobowiązania handlowe	1,0	2,7	5,7	7,9	10,3	11,9	12,2	10,9	10,4	10,4	9,1	10,2	9,8
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1,6	9,3	13,8	14,9	19,2	15,5	14,9	16,4	14,1	14,9	13,4	15,0	13,5
Pasywa razem	14,6	54,5	112,8	168,7	241,6	264,9	281,4	235,0	217,2	219,4	212,3	218,8	211,6
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	27,0	115,3	241,2	333,3	432,3	500,2	514,3	459,4	436,6	438,5	385,0	430,4	414,8
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	21,2	107,9	231,5	322,3	421,3	492,3	507,1	447,1	422,3	422,0	364,6	407,9	388,6
EBITDA	11,4	45,0	84,9	121,8	164,0	191,4	210,1	159,3	142,7	144,5	139,9	144,1	138,4
Amortyzacja	0,6	0,7	1,3	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	1,8	1,9	2,1	2,1	2,2
EBIT	10,9	44,3	83,8	120,2	162,2	189,6	208,1	157,2	140,9	142,6	137,7	142,0	136,2
Saldo działalności finansowej	-0,6	0,6	0,9	1,1	1,5	2,1	2,0	1,6	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
Zysk (strata) brutto	10,2	44,8	84,7	121,3	163,7	191,7	210,1	158,8	142,4	144,1	139,2	143,4	137,6
Zysk (strata) netto	8,4	36,5	77,1	110,4	149,0	174,4	191,2	144,5	129,6	131,1	126,7	130,5	125,2
CF [mln PLN]	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	7,7	41,2	83,4	106,9	148,2	167,8	191,7	151,9	130,6	133,6	131,0	131,1	127,0
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,4	-1,8	-4,4	-1,2	-1,6	-2,2	-2,3	-2,2	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-1,6
Przepływy z działalności finansowej	-2,7	-6,3	-27,3	-57,8	-82,8	-149,0	-174,4	-191,2	-144,5	-129,6	-131,1	-126,7	-130,5
Przepływy pieniężne netto	4,5	33,2	51,7	47,9	63,8	16,6	14,9	-41,5	-16,0	1,7	-2,3	2,2	-5,1
Środki pieniężne na początek okresu	2,1	6,7	39,8	80,5	128,4	192,2	208,8	223,7	182,2	166,3	167,9	165,6	167,8
Środki pieniężne na koniec okresu	6,7	39,8	80,5	128,4	192,2	208,8	223,7	182,2	166,3	167,9	165,6	167,8	162,7

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	326,4%	109,3%	38,2%	29,7%	15,7%	2,8%	-10,7%	-5,0%	0,4%	-12,2%	11,8%	-3,6%
EBITDA zmiana r/r	293,5%	88,6%	43,5%	34,6%	16,7%	9,8%	-24,2%	-10,4%	1,3%	-3,2%	3,1%	-4,0%
EBIT zmiana r/r	308,0%	89,1%	43,4%	35,0%	16,9%	9,7%	-24,4%	-10,4%	1,2%	-3,4%	3,1%	-4,1%
Zysk netto zmiana r/r	333,5%	111,3%	43,3%	34,9%	17,1%	9,6%	-24,4%	-10,3%	1,2%	-3,4%	3,0%	-4,0%
Marża brutto na sprzedaży	93,6%	96,0%	96,7%	97,5%	98,4%	98,6%	97,3%	96,7%	96,3%	94,7%	94,8%	93,7%
Marża EBITDA	39,1%	35,2%	36,6%	37,9%	38,3%	40,9%	34,7%	32,7%	33,0%	36,3%	33,5%	33,4%
Marża EBIT	38,4%	34,7%	36,1%	37,5%	37,9%	40,5%	34,2%	32,3%	32,5%	35,8%	33,0%	32,8%
Marża netto	31,6%	31,9%	33,1%	34,5%	34,9%	37,2%	31,5%	29,7%	29,9%	32,9%	30,3%	30,2%
ROE	86,7%	83,3%	76,1%	70,5%	73,7%	75,4%	69,9%	67,5%	67,8%	67,0%	67,7%	66,8%
ROA	67,0%	68,4%	65,4%	61,7%	65,8%	67,9%	61,5%	59,7%	59,7%	59,7%	59,6%	59,2%
Dług netto	-39,8	-80,5	-128,4	-192,2	-208,8	-223,7	-182,2	-166,3	-167,9	-165,6	-167,8	-162,7
Dług netto / kapitał własny	-94,5%	-87,0%	-88,5%	-90,9%	-88,2%	-88,2%	-88,1%	-86,6%	-86,8%	-87,6%	-87,0%	-86,8%
Dług netto / EBITDA	-0,9	-0,9	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Dług netto / EBIT	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
EV	1724,4	1675,5	1627,6	1563,8	1547,2	1532,3	1573,8	1589,7	1588,1	1590,4	1588,2	1593,3
CAPEX / Przychody	2,7%	2,6%	2,1%	2,3%	3,0%	3,4%	3,4%	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	3,8%
CAPEX / Amortyzacja	452,6%	549,3%	429,2%	569,6%	860,3%	857,5%	754,9%	930,5%	926,3%	736,0%	798,5%	714,2%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%
Zmiana KO / Przychody	-6,1%	-2,1%	-0,8%	-1,9%	-0,3%	1,0%	-0,2%	0,1%	0,5%	-0,4%	-0,1%	-0,2%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	7,9%	4,1%	2,7%	8,4%	2,3%	-37,6%	-1,4%	2,6%	-121,4%	-2,8%	1,1%	-5,4%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	15,3	7,3	5,3	4,1	3,5	3,4	3,8	4,0	4,0	4,6	4,1	4,2
P/E*	48,4	22,8	15,9	11,8	10,1	9,2	12,1	13,6	13,4	13,9	13,5	14,0
P/BV*	41,9	19,0	12,1	8,3	7,4	6,9	8,5	9,1	9,1	9,3	9,1	9,4
P/CE*	222,5	232,0	208,5	188,0	202,6	207,2	192,3	189,0	189,3	185,5	188,5	186,6
EV/EBITDA*	38,3	19,7	13,4	9,5	8,1	7,3	9,9	11,1	11,0	11,4	11,0	11,5
EV/EBIT*	38,9	20,0	13,5	9,6	8,2	7,4	10,0	11,3	11,1	11,5	11,2	11,7
EV/S*	7,1	5,0	3,8	3,1	3,0	3,3	3,6	3,6	4,1	3,7	3,8	3,6
BVPS	5,8	12,8	20,0	29,2	32,7	35,0	28,6	26,5	26,7	26,1	26,6	25,9
EPS	5,0	10,6	15,2	20,6	24,1	26,4	20,0	17,9	18,1	17,5	18,0	17,3
CEPS	1,1	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dywidenda	6,3	27,3	57,8	82,8	149,0	174,4	191,2	144,5	129,6	131,1	126,7	130,5
DPS	0,9	3,8	8,0	11,4	20,6	24,1	26,4	20,0	17,9	18,1	17,5	18,0
Dyield	0,4%	1,6%	3,3%	4,7%	8,5%	9,9%	10,9%	8,2%	7,4%	7,5%	7,2%	7,4%
Payout ratio	75,0%	74,9%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 242,5 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Tkocz

Dyrektor Wydziału

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

strategia, chemia, przemysł, energetyka**Michał Fidelus**

Analityk rynku akcji

tel. (+48) 666 073 972

e-mail: michal.fidelus@bdm.pl

banki, finanse**Adrian Górniak**

Analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-438

e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl

deweloperzy, handel, media**Krzysztof Tkocz**

Młodszy analityk rynku akcji

tel. (032) 20-81-435

e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl

gry komputerowe

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
sprzedaj	205,6	-	-	14.01.2020	08:00 CEST	242,5	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 1Q'20*:			, 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	0	0%	0	0%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	1	100%	0	0%

* - szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy oraz informacja o liczbie emitentów dla których BDM świadczył usługi firm inwestycyjnych określone w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy 2014/65/UE znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny” lub na stronie www.bdm.pl.

Nota prawna:

Niniejszy raport (dalej również: opracowanie, dokument) 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.

Raport został sporządzony i udostępniony do dystrybucji przez Dom Maklerski BDM S.A. (dalej: BDM)

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

Dokument jest 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 na podstawie decyzji Dyrektora Wydziału Analiz. Fakt otrzymania niniejszego raportu nie oznacza, że jego odbiorcy będą traktowani jako klienci BDM. Opracowanie nie może być publikowane bądź powielane bez uprzedniej pisemnej zgody BDM, w szczególności nie może zostać przekazane lub wydane osobom w USA, Australii, Kanadzie, Japonii lub innych krajach, w których jego rozpowszechnianie może wiązać się z ograniczeniami lub restrykcjami.

Osoby, które otrzymują 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 uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument 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 w związku z indywidualne okoliczności dotyczące klienta, jak również nie stanowią osobistej rekomendacji.

Opracowanie ma charakter informacyjny i nie stanowi reklamy ani nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych.

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 uwzględniać, że struktura portfelową inwestycji (dywersyfikacja inwestycji poprzez posiadanie więcej niż jednego instrumentu finansowego) może redukować ryzyko ekspozycji na poszczególny instrument 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 portfelową inwestycji i jakakolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatniej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony klientom BDM dnia 14.01.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 17.01.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wczytane do 24 godzin przed momentem zakończenia prac nad raportem.

Szczegółowy wykaz wszystkich opublikowanych przez BDM raportów analitycznych (rekomendacji) w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się w cyklicznym opracowaniu „Raport miesięczny”.

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 nieaktualne. BDM nie udziela żadnego zapewnienia, że podane prognozy się sprawdzą.

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.

Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w raporcie stanowią jedynie wyraz oceny analityka wyrażonej 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 zbliżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwości takich aktualizacji nie jest określona.

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.

Raport nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

Analitik (analitycy) sporządzający niniejszy dokument otrzymuje wynagrodzenie stałe a Zarząd BDM ma prawo przyznać mu wynagrodzenie dodatkowe. 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 nad raportem są wpisywane na listę restrykcyjną dla pracowników Wydziału Analiz.

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.”. Zaznaczamy, że na dzień 13.01.2020 roku:

- 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.
- BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
- 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 zaistnieć 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.