



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

W ostatnim czasie spółka zakończyła przegląd opcji strategicznych i obniżyła o 8% EBITDA na 2021 r. w ramach programu motywacyjnego. Od tamtego momentu kurs akcji stracił ponad 30%, a jej kapitalizacja zmniejszyła się o ponad miliard PLN. Uważamy jednak, że ostatnia przecena była zbyt głęboka i aktualne poziomy cenowe nie oddają odpowiednio wartości spółki. Ponadto zarząd spółki cały czas dysponuje mandatem do przeprowadzenia buy-backu, którego uruchomienie w najbliższym czasie byłoby naszym zdaniem potwierdzeniem słów zarządu, co do wiary w maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Spółka cały czas dynamicznie się rozwija, w najbliższym czasie sentyment do podmiotu może wspierać zbliżający się debiut „Fishing Clasha” na Androidzie w Chinach oraz 2-3 soft launch/ technical launch nowych gier (jeszcze w tym roku), czy wyraźne osłabienie PLN do USD. W związku z powyższym, pozytywnie patrzymy zarówno na krótko jak i długoterminowe perspektywy Ten Square Games, stąd utrzymujemy nasze zalecenie KUPUJ jednocześnie obniżając cenę docelową do 549 PLN/ akcję (61% powyżej obecnej ceny rynkowej).

„Fishing Clash” – po rekordowym 2020 roku napędzanym lockdownami, w którym gra wypracowała ok. 562,3 mln PLN płatności, przyszedł 2021 r. Okres ten dla deweloperów mobilnych okazał się o wiele bardziej wymagający – luzowanie obostrzeń, zmiana polityki prywatności (iOS), co przyczyniło się do problemów z lepszym namierzaniem potencjalnych klientów i w konsekwencji mniej skutecznymi kampaniami pozyskiwania użytkowników. Pomimo tych trudności FC wypracował w 1-3Q’21 362,3 mln PLN płatności (-11,0% r/r). Spodziewamy się, że dzięki rynkowi chińskiemu przychody z tego tytułu w 2022 roku będą kształtowały się na poziomie ok. 40 mln PLN miesięcznie.

„Hunting Clash” – na przestrzeni 1-3Q’21 tytuł wypracował 84,4 mln PLN płatności. W lipcu’21 dzięki wprowadzeniu nowych treści i funkcji udało się osiągnąć rekordowy poziom 11,5 mln PLN przychodów, niestety w kolejnych miesiącach nie utrzymano tej tendencji i gra zaliczyła spadek na przestrzeni sierpnia-września do poziomów ok. 8,4 mln PLN/miesiąc. Uważamy, że regresja ta, to efekt m.in. perturbacji związanych z nową polityką prywatności iOS. Spółka ma szczegółowy plan na rozwój tego tytułu na 2022 rok. Liczymy, że w związku z tym, jak i przejściem przez okres dostosowawczy (iOS), w przyszłym roku zobaczymy ponowny wzrost dynamik HC, a przychody będą kształtować się na poziomie ok. 10-15 mln PLN/ miesiąc.

Rortos – włoska spółka na początku lipca 2021 została przejęta przez TEN za 45 mln EUR bez uwzględniania poziomu gotówki i zadłużenia. Posiada 3 gry w fazie live i 3 w dewelopmentie. Najważniejszymi tytułami są: „Airline Commander” (90 tys. USD przychodów w październiku wg. ST), „Real Flight Simulator” (200 tys. USD), „Extreme Landings” (37 tys. USD). W fazie produkcji natomiast, znajdują się takie projekty jak „Warplanes”, którego soft launch przewidywany jest jeszcze na ten rok. Spodziewamy się, że jej udział w przychodach 3Q’21 wynosił ok. 5,4 mln PLN. Szacujemy, że w związku z uruchomieniem UA na portfelu gier Rortosa, spółka w 2022 roku będzie w stanie dokładać od siebie ok. 2-3 mln PLN przychodów/miesiąc.

Nadchodzące nowe tytuły – obecnie TEN pracuje, nad rozwojem 6 nowych projektów. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku spółka wyda 2-3 gry w fazie SL/TL i będą to następujące tytuły: „Warplanes”, „Undead Clash” (naszym zdaniem ten projekt ma największy potencjał ze wszystkich nowych realizowanych produkcji - swoją mechaniką przypomina gry FC, HC, czyli produkty w których spółka odniosła największy sukces) oraz jeden z projektów realizowanych w warszawskim zespole „Projekt Tokyo”. Natomiast w przyszłym roku pojawiają się takie tytuły jak „Football Elite” czy „Projekt Osaka”. A efekty zmian w grze „Airline Commander” (Projekt Verne) będą już widoczne w 2H’22.

Buy-back – zarząd dysponuje skupem do 670 tys. akcji własnych (ponad 9% kapitału) po cenie w przedziale 200-600 PLN i terminie do czerwca 2022r. Jego uruchomienie byłoby naszym zdaniem potwierdzeniem słów zarządu, co do wiary w maksymalizację wartości dla akcjonariuszy, poprzez skoncentrowanie się na aktualnej strategii.

Zakończenie przeglądu opcji strategicznych – spółka wzbudziła duże zainteresowanie inwestorów strategicznych i finansowych, jednak przez zmiany, które miały miejsce na rynku gier mobilnych w tym czasie i fakt koncentracji większości przychodów na jednym tytule, nie doszło do pozytywnego rozstrzygnięcia tego procesu (na co liczyliśmy). TEN aktualnie koncentruje się na obecnej strategii. Uważamy jednak, że jeżeli uda mu się zdywersyfikować swoje portfolio o nowe projekty, które będą miały istotny udział w przychodach, wtedy prawdopodobnie ponownie wróci do tego procesu.

Zmiany w Programie Motywacyjnym – TEN obniżył do 8% powtarzalną EBITDA na 2021 r. w ramach programu motywacyjnego do max. 228,9 mln PLN, przez co stracił wiele w oczach inwestorów. Spółka tłumaczy ten ruch, chęcią utrzymania wykwalifikowanych pracowników, co przy tak konkurencyjnym rynku bez bodźców w postaci PM, może być ciężkie do zrealizowania.

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Przychody [mln PLN]	115,3	241,1	578,2	660,6	755,5	840,2
EBITDA [mln PLN]	45,0	85,7	174,9	196,1	243,7	257,2
EBITDA skoryg. [mln PLN]	45,0	86,3	226,4	229,4	286,8	263,2
EBIT [mln PLN]	44,3	84,6	171,8	188,2	239,9	250,5
Wynik brutto [mln PLN]	44,8	84,6	170,9	189,6	242,7	253,4
Zysk netto [mln PLN]	36,5	76,4	151,6	171,3	219,4	229,1
P/BV	59,0	26,8	10,4	8,2	5,7	5,5
P/E	68,1	32,3	16,4	14,7	11,5	11,0
EV/EBITDA	54,3	27,9	12,8	12,5	9,6	9,1
EV/EBIT	55,1	28,3	13,1	13,0	9,7	9,3

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 całości lub części niniejszego opracowania wymaga zgody sporządzających raport.

KUPUJ

(POPRZEDNIO:KUPUJ)

WYCENA 549 PLN

17 LISTOPADA 2021, 17:30 CEST

Wycena DCF [PLN]	577
Wycena porównawcza [PLN]	439
Wycena końcowa [PLN]	549
Potencjał do wzrostu	61%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	341
Kapitalizacja [mln PLN]	2 525
Ilość akcji [mln. szt.]	7,4
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	554
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	338
Stopa zwrotu za 3 mc	-34,6%
Stopa zwrotu za 6 mc	-23,2%
Stopa zwrotu za 9 mc	-38,5%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie Akcjonariuszy	41,7%
Pozostali	58,3%

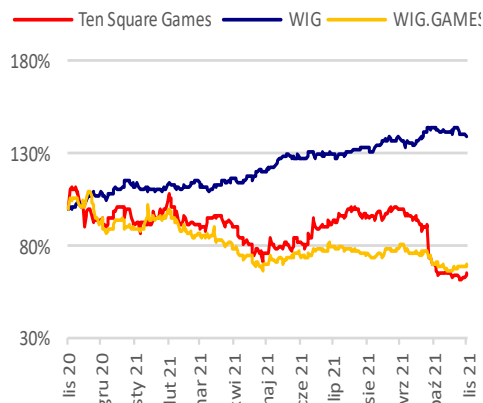
Krzysztof Tkocz

krzysztof.tkocz@bdm.com.pl

tel. (+48) 516 086 705

Dom Maklerski BDM S.A.

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



SPIS TREŚCI:

WYCENA I PODSUMOWANIE	3
WYCENA DCF	6
WYCENA PORÓWNAWCZA	9
CZYNNIKI RYZYKA	10
PRODUKTY SPÓŁKI	11
OTOCZENIE RYNKOWE	14
PROGNOZY WYNIKÓW ZA 3Q'21	18
PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY	19
ZMIANA ZAŁOŻEŃ	21
DANE FINANSOWE	22

WYCENA I PODSUMOWANIE

Wycena spółki Ten Square Games opiera się na modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Metodzie DCF przypisaliśmy 80% wagi, dodaliśmy również analizę porównawczą do spółek o podobnym profilu działalności, którym to nadaliśmy wagę 20%. Model DCF sugeruje wartość 1 akcji na poziomie 577 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 439 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 4,1 mld PLN, czyli **549 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga	Wycena
Wycena DCF	80%	577
Wycena porównawcza	20%	439
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		549

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

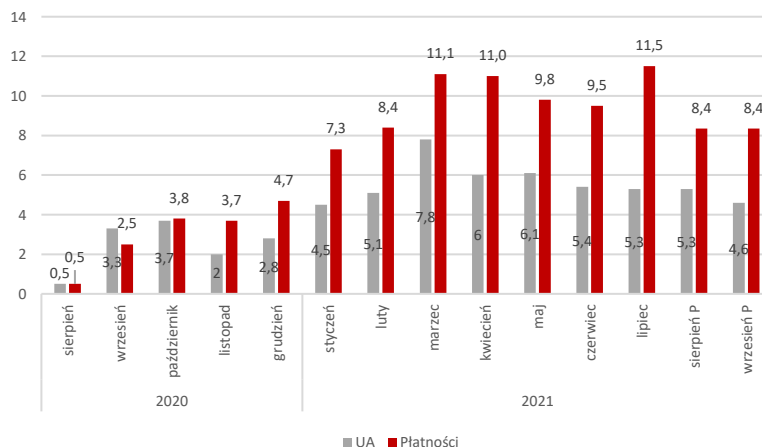
„Fishing Clash” – po rekordowym 2020 roku napędzanym lockdownami, w którym gra wypracowała ok. 562,3 mln PLN płatności, przyszedł 2021 r. Okres ten dla deweloperów mobilnych okazał się o wiele bardziej wymagający – luzowanie obostrzeń, przełożyło się na mniejsze zainteresowanie tym rodzajem rozrywki, oliwy do ognia dodał Apple, który zaktualizował politykę prywatności na swoich urządzeniach, co przyczyniło się do problemów z lepszym namierzaniem potencjalnych klientów i w konsekwencji mniej skutecznymi kampaniami pozyskiwania użytkowników. Pomimo tych trudności FC wypracował w 1-3Q’21 362,3 mln PLN płatności (-11,0% r/r).

Pod koniec 2Q’21 „Fishing Clash” został dodany do Apple Store w Chinach. Już w lipcu gra wspięła się do poziomu 200 najlepiej monetyzujących się gier na tym rynku, cały czas utrzymując się na wysokich pozycjach. W związku z umową dystrybucyjną z firmą NetEase dotyczącą wspomnianej destynacji, to ona będzie odpowiadała za marketing gry w tym kraju, stąd TEN będzie rozpoznawał przychód pomniejszony już o UA i inne koszty. Spodziewamy się, że na czysto dla TEN będzie zostawało ok. 20% z generowanych przychodów przez FC. W ramach tej umowy polski deweloper jest odpowiedzialny za utrzymanie produktu i dokładanie kontentu. Szacujemy, że gra na rynku chińskim wypracowała dla spółki w 3Q’21 ok. 0,5 mln PLN. Liczymy, że w najbliższych tygodniach „Fishing Clash” zadebiutuje na rynku chińskim na urządzeniach z systemami Android.

Spodziewamy się, że w tym roku tytuł ten, jest w stanie wypracować 481,2 mln PLN płatności, przy UA na poziomie 92,0 mln PLN. Liczymy na utrzymanie podobnych poziomów w 2022 roku, ze względu na kontrybucję FC w Chinach (szacujemy, że będzie odpowiadał za 6,4% czyli ok. 32,9 mln PLN).

„Hunting Clash” – gra pod koniec 2019 zadebiutowała w fazie SL, a jej hard launch nastąpił pod koniec sierpnia’20. Od tamtego momentu zdążyła wygenerować ok. 101,5 mln PLN płatności, z czego w samym 1-3Q’21 84,4 mln PLN. Na poniższym wykresie widać, iż najlepszym miesiącem w wykonaniu tego projektu był lipiec, w którym wypracował 11,5 mln PLN płatności przy UA na poziomie 5,3 mln PLN. W całym 3Q’21 wygenerował 28,2 mln PLN co daje średnio 8,4 mln PLN na sierpień-wrzesień. Uważamy, że spadek ten to efekt perturbacji związanych z nową polityką prywatności iOS, stąd po okresie dostosowawczym liczymy, na jego ponowny wzrost dynamik. Szacujemy, że w całym 2021 roku „Hunting Clash” wypracuje 114,3 mln PLN płatności, przy UA na poziomie 62,0 mln PLN. Liczymy, że dzięki nowym aktualizacją, wprowadzaniu nowego kontentu przychody generowane w 2022 roku wzrosną do poziomu 180,6 mln PLN, przy UA na poziomie 72,2 mln PLN.

Miesięczna struktura przychodów gry „Hunting Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Rortos - na początku lipca 2021 r. spółka została przejęta przez TEN za 45 mln EUR bez uwzględniania poziomu gotówki i zadłużenia. Spółka ta w 2020 roku wypracowała 5,9 mln EUR przychodów (+27% r/r), 4,6 mln EUR EBITDA (78% marża) i gry z jej portfela zostały pobrane 25 mln razy. Spodziewamy się, że jej udział w przychodach 3Q'21 wynosił ok. 5,4 mln PLN.

Spółka posiada 3 gry w fazie live i 3 w dewelopmencie. Do najważniejszych tytułów należą: „Airline Commander” (90 tys. USD wypracowanych w październiku wg. ST), „Real Flight Simulator” (200 tys. USD), „Extreme Landings” (37 tys. USD). W fazie produkcji natomiast, znajdują się takie projekty jak „Warplanes”, którego soft launch przewidywany jest jeszcze na ten rok.

Pragniemy zauważyć, iż wyniki osiągnięte przez portfolio Rortosu, były wypracowane wyłącznie dzięki ruchowi organicznemu, bez prowadzenia kampanii pozyskiwania użytkowników. Spodziewamy się, że dzięki potencjałowi synergii - wdrożenia UA oraz wykorzystania know-how TSG w zakresie rozwoju produktów, Rortos przeskaluje swoje portfolio. Szacujemy, że w 2021 nowo pozyskany podmiot doda od siebie ok. 10,8 mln PLN przychodów. W 2022 roku spodziewamy się stopniowego zwiększania kampanii marketingowych, co przełoży się na wzrost monetyzacji portfela włoskiej spółki – 31,0 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 7,7 mln PLN. Podmiot ten szerzej opisujemy w rozdziale „Produkty spółki”.

Przychody gier z segmentu symulatorów podobnych tematycznie do produkcji Rortosu [mln USD]

Gra	Producent	Przychody październik 2021	
		Android	iOS
1. Gunship Battle Total Warfare	JOYCITY Corp.	2,0	1,0
2. Airlines Manager	Playrion	0,1	0,1
3. Infinite Flight Simulator	Infinite Flight	0,1	0,2

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

Nadchodzące nowe tytuły:

„**Undead Clash**” – tytuł jest aktualnie w fazie testów produkcyjnych. Swoją mechaniką przypomina gry „Fishing Clash” oraz „Hunting Clash”, czyli produkty w których spółka odniosła największy sukces i posiada największe know-how jeżeli chodzi o ich rozwój i skalowanie. Tematyka zombie cieszy się dużym zainteresowaniem na całym świecie, o czym świadczyć może np. sukces komercyjny serialu „The Walking Dead” czy wysoka sprzedaż gry „Dying Ling” od Techlandu. Naszym zdaniem „Undead Clash” ma największy potencjał ze wszystkich nowych realizowanych produkcji. Spodziewamy się, że jeszcze w tym roku trafi do fazy technical launch. Liczymy, że zacznie on już kontrybuować do wyników w przyszłym roku. Projekt ten szerzej opisujemy w rozdziale „Produkty spółki”.

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

Gra	Producent	Przychody październik 2021	
		Android	iOS
1. The Walking Dead: Road to Survival	Scopely	1,0	0,6
2. Left to Survive	MY COM	0,5	0,4
3. Last Day on Earth	Kefir!	1,0	1,0
4. Dawn of Zombies: Survival after the Last War	Royal Ark	0,2	0,1
5. The Walking Dead No Man's Land	Next Games	0,4	0,3
6. Zero City	MY COM	0,4	0,3

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

Wybrane screeny z pierwszych wersji gry „Undead Clash”



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

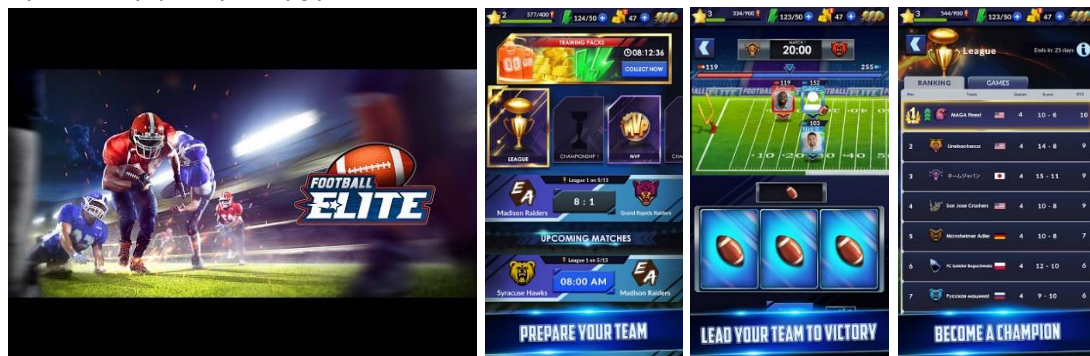
„**Football Elite**” – projekt, w którym spółka wchodzi w nowy segment gier sportowych opartych o mechanikę slot. Tytuł ten jest dedykowany m.in. fanom futbolu amerykańskiego, których liczba jest w samych Stanach Zjednoczonych szacowana na około 150 mln osób (ponad 60% tej populacji interesuje się tą dyscypliną). Spodziewamy się jego SL na początku 2022 roku. Sezon NFL trwa zazwyczaj w okresie od września do grudnia, tym samym byłby to idealny moment na global launch gry. W związku z tym, iż spółka nie posiada doświadczenia w rozwijaniu i monetyzowaniu gier opartych o wyżej wspomnianą mechanikę, liczymy się z jej średnim potencjałem komercyjnym. W 2023 roku zakładamy, że wygeneruje ok. 18,3 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 7,3 mln PLN.

Przychody gier podobnych do „Football Elite” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody październik 2021	
		Android	iOS
1. Madden NFL 22 Mobile Football	EA	1,0	3,0
2. Retro Bowl	New Star Games	0,1	0,1

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

Wybrane screeny z pierwszych wersji gry „Football Elite”



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

„Projekt Tokyo” i „Projekt Osaka” – oba projekty realizowane przez studio w Warszawie, są to gry hybrydowe z silnymi elementami social. Pierwszy z nich jest w fazie testów produkcyjnych i spodziewamy się, że jeszcze do końca tego roku przejdzie do soft launchu. Drugi z nich natomiast jest w pre-produkcji i jego SL planowany jest na 2022 rok. Naszym zdaniem gry będą przypominały takie tytuły jak „Coin Master” (w samym październiku gra wygenerowała 75 mln USD przychodów – ST), czy „Ulala: Idle Adventure”. Zakładamy, że tylko jeden z nich będzie dalej rozwijany.

„Projekt Verne”/ Airline Commander - Ten Square Games zdecydowało o przeniesieniu osób pracujących dotąd nad grą symulacyjną, nazywaną roboczo „Verne”, do prac nad nową wersją tytułu "Airline Commander" z portfela niedawno przejętej spółki Rortos. Tytuł ten znajduje się w fazie live, stąd wszystkie zmiany dokonywane w tej produkcji, będzie można automatycznie śledzić. Spodziewamy się, że pierwsze efekty będą dostrzegalne/ przełożą się na wzrost przychodów w 2H'22.

Buy-back - zarząd dysponuje skupem do 670 tys. akcji własnych po cenie w przedziale 200-600 PLN, w celu ich umorzenia, wymiany na akcje lub udziały w toku dokonywanych przez spółkę przejęć lub rozdysponowania przez zarząd w inny sposób. Łącznie na skup może zostać przeznaczona kwota 134 mln PLN. Akcje mają być nabywane w terminie dwunastu miesięcy od dnia podjęcia uchwały ZWZ czyli od 23.06.2021.

Sugerując się powyższymi argumentami oraz długoterminowymi perspektywami rozwoju firmy, radzimy wykorzystać ostatnią przecenę kursu akcji w reakcji na zakończenie przeglądu opcji strategicznych i zmiany w Programie Motywacyjnym, uważając ją za przereagowaną. Wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 549 PLN/akcję**, czyli 61% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Główne założenia

	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody (mln PLN)	27,0	115,3	241,1	578,2	660,6	755,5	840,2	1 004,3	1 098,4	1 143,5	1 213,0	1 295,3	1 417,0	1 532,5
Fishing Clash	3,8	88,8	206,5	561,7	481,2	513,3	472,9	477,2	416,7	309,8	234,2	148,7	92,8	71,3
- w tym Chiny	-	-	-	-	5,7	32,9	34,0	35,7	37,4	34,5	31,7	27,3	23,4	20,2
Let's Fish	12,8	16,5	15,2	16,5	14,3	10,8	7,7	5,4	3,8	2,4	1,6	1,0	0,7	0,4
Wild Hunt	0,9	4,9	9,6	15,4	13,2	9,7	6,9	4,8	3,4	2,2	1,4	0,9	0,6	0,4
Inne	9,6	5,2	10,6	16,0	11,4	9,7	8,3	5,8	4,1	2,6	1,7	1,1	0,7	0,5
Rortos	0,0	0,0	0,0	0,0	10,8	31,0	36,4	41,3	44,7	45,4	46,0	46,7	47,4	48,1
Hunting Clash	0,0	0,0	0,0	15,7	114,3	180,6	256,2	303,9	283,8	249,1	218,6	191,8	168,3	147,7
Football Elite	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	18,3	43,1	60,0	64,3	68,2	72,3	71,2	70,1
Undead	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	22,9	64,9	163,2	265,2	340,5	354,3	368,6	383,5
Projekt Tokyo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt Osaka	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,5	33,5	59,9	72,5	70,4	68,3	66,2	64,3
Projekt Verne/ Airline Commander	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,2	24,4	37,4	58,3	75,1	70,6	66,4	62,5
Projekt 1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,4	44,9	59,0	76,0	74,4	73,0
Projekt 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,6	74,6	167,8	305,8	353,2
Projekt 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	28,5	49,9	71,9
Projekt 5	0,0	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,8
Projekt 7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	21,6	40,6	55,4	70,2
Projekt 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	26,6	48,5	69,8
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,8
USD/PLN	3,777	3,613	3,839	3,896	3,866	4,101	4,106	4,034	3,964	3,964	3,964	3,964	3,964	3,964

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 3,0%, premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2021 roku zakładamy 660,6 mln PLN przychodów. Na wyniki tego okresu, jak zwykle największy wpływ będzie miała monetyzacja gry „Fishing Clash”. Szacujemy, że w omawianym okresie wygeneruje 481,2 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 92,0 mln PLN. Prognozujemy, że „Hunting Clash” wypracuje w 2021 roku 114,3 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 62,0 mln PLN. Natomiast jeżeli chodzi o gry: „Let’s Fish” oraz „Wild Hunt” i ich kontrybucję do wyników, zakładamy odpowiednio 14,3 mln PLN/13,2 mln PLN. Według naszych prognoz cały 2021 roku Ten Square Games zakończy z wynikiem EBITDA na poziomie 196,1 mln PLN (skoryg. EBITDA = 229,4 mln PLN) oraz 171,3 mln PLN zysku netto.
- „Fishing Clash” bez Chin - w 2022 roku zakładamy utrzymanie się przychodów na poziomie ok. 36-37 mln PLN/miesiąc przy UA w granicach ok. 8 mln PLN. FC na rynku chińskim powinien dołożyć od siebie 32,9 mln PLN. Liczymy na wzrost monetyzacji gry „Hunting Clash” do poziomu 10-15 mln PLN/miesiąc przy UA ok. 6 mln PLN. Jeżeli chodzi o Rortos, to zakładamy, że wygeneruje on w 2022 roku blisko 31,0 mln PLN przychodów oraz EBITDA na poziomie ok. 14,3 mln PLN.
- Rortos – na początku lipca Ten Square Games przejął włoską firmę Rortos obejmując 100% kapitału zakładowego. Cena nabycia została ustalona na poziomie 45 mln EUR, bez uwzględnienia poziomu gotówki i zadłużenia, w oparciu o mnożnik zysku EBITDA za 2020 rok znormalizowanego o kapitalizację kosztów osobowych na poziomie 9,8x EV/EBITDA. Ponadto, sprzedającym będzie przysługiwało dodatkowe wynagrodzenie zależne od wyników Rortos 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.
- Spółka ma w produkcji 6 nowych gier, liczymy, że jeszcze 2-3 z nich będą miały swój soft launch/technical launch w tym roku. Naszym zdaniem największy potencjał komercyjny ma gra „Undead Clash” (swoją mechaniką przypomina gry FC, HC, czyli produkty w których spółka odniosła największy sukces) i zakładamy, że już w przyszłym roku znacznie kontrybuować do wyników grupy.
- Spodziewamy się dalszej rozbudowy zespołu. Na koniec 2Q’21 w Ten Square Games pracowało 386 osób. Szacujemy, że zespół pracujący nad grą „Fishing Clash” to ok. 100 osób, nad „Hunting Clash” ok. 60-65, „Undead Clash” (ok. 30), „Football Elite” (ok. 30), „Projekt Tokyo”, „Projekt Osaka” oraz „Verne” (po ok. 10 na projekt), a Rortos to ok. 20 osób.
- Zakładamy, że realizowane projekty będą miały budżety sięgające od ok. 2 mln PLN do 4,5 mln PLN.
- Szacujemy, że blisko 1/4 realizowanych nowych projektów przez spółkę okaże się nie warta dalszego rozwijania, a tylko 1/10 projektów będzie miał szanse zbliżyć się do sukcesu gry „Fishing Clash”, a reszta to gry o średnim i małym sukcesie komercyjnym.
- Program motywacyjny – od 20 maja 2020 roku spółka rozpoczęła rozpoznawanie kosztu PM dedykowanego dla nowego prezesa. Będzie go ponosiła przez okres 36 miesięcy, a jego całkowity koszt wyniesie 72,4 mln PLN (alokowany jest kwartalnie w kosztach ogólnego zarządu, niezwiązany z wpływem gotówki).
- 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 9,6%. 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 2022 roku wypłaty dywidendy na poziomie 75% zysku netto z 2021 roku. Utrzymujemy Payout ratio do 2023 na tym samym poziomie, a w kolejnych latach przyjmujemy 100%.
- Zakładamy CAPEX w okresie rezydualnym równy amortyzacji.
- Poziom gotówki netto przyjmujemy na bazie stanu na koniec 2020 roku czyli 236,6 mln PLN.
- Wzrost FCFF w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 7,4 mln akcji – uwzględniamy rozdodzenie związane z PM21-22.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 17 listopada 2021 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 4,3 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 577 PLN.

Model DCF

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	578,2	660,6	755,5	840,2	1 004,3	1 098,4	1 143,5	1 213,0	1 295,3	1 417,0	1 532,5
EBIT [mln PLN]	171,8	188,2	239,9	250,5	257,4	276,3	312,0	317,8	318,3	343,0	377,6
Stopa podatkowa	11,3%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Podatek od EBIT [mln PLN]	19,4	18,1	23,0	24,1	24,7	26,5	29,9	30,5	30,6	32,9	36,2
NOPLAT [mln PLN]	152,3	170,1	216,8	226,5	232,6	249,8	282,0	287,3	287,7	310,1	341,3
Amortyzacja [mln PLN]	3,1	4,2	3,9	6,6	6,9	6,7	7,5	9,6	8,7	10,6	11,8
CAPEX [mln PLN]	-3,8	-15,0	-10,1	-10,7	-11,4	-11,6	-12,1	-12,5	-12,9	-13,2	-13,4
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	26,3	-6,5	-6,5	-6,0	-10,1	-5,1	-2,3	-3,6	-4,3	-6,3	-6,0
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	-210,4	-14,3	-15,9	-18,5	-20,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	177,9	-57,6	189,7	200,6	199,5	219,7	275,1	280,8	279,3	301,2	333,7
DFCF [mln PLN]	177,9	-57,0	172,2	167,0	152,5	154,0	176,9	165,7	151,2	149,5	152,0
Suma DFCF [mln PLN]		1 384,0									
Wartość rezydualna [mln PLN]		5 978,1									
											wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		2 723,4									
Wartość firmy EV [mln PLN]		4 107,4									
Dług netto 2020 [mln PLN]		-236,6									
Dywidenda 2021 [mln PLN]		72,7									
Wartość kapitału [mln PLN]		4 271,4									
Ilość akcji [mln szt.]*		7,4									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		577									
Przychody zmiana r/r		14,2%	14,4%	11,2%	19,5%	9,4%	4,1%	6,1%	6,8%	9,4%	8,1%
EBIT zmiana r/r		9,5%	27,5%	4,5%	2,7%	7,4%	12,9%	1,9%	0,1%	7,8%	10,1%
FCF zmiana r/r		11,6%	27,5%	4,5%	2,7%	7,4%	12,9%	1,9%	0,1%	7,8%	10,1%
Marża EBITDA		29,1%	32,3%	30,6%	26,3%	25,8%	27,9%	27,0%	25,2%	25,0%	25,4%
Marża EBIT		28,5%	31,7%	29,8%	25,6%	25,2%	27,3%	26,2%	24,6%	24,2%	24,6%
Marża NOPLAT		25,7%	28,7%	27,0%	23,2%	22,7%	24,7%	23,7%	22,2%	21,9%	22,3%
CAPEX / Przychody		2,3%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%
CAPEX / Amortyzacja		356,7%	262,2%	161,2%	164,7%	174,2%	160,5%	130,1%	148,1%	124,2%	113,8%
Zmiana KO / Przychody		1,0%	0,9%	0,7%	1,0%	0,5%	0,2%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów		7,9%	6,9%	7,1%	6,2%	5,4%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. *-liczba akcji uwzględnia rozwodnienie związane z PM21-22

Kalkulacja WACC

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Stopa wolna od ryzyka	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
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	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
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	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Udział kapitału obcego	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
WACC	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%

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	573	601	635	674	722	780	853	946	1071
	1,0	531	555	582	615	653	699	755	825	915
	1,1	494	515	538	564	596	632	676	730	798
	1,2	463	480	499	521	547	577	612	655	707
	1,3	434	449	466	484	506	530	559	593	634
	1,4	409	422	436	452	470	491	514	542	575
	1,5	386	397	410	423	439	456	476	499	526

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%	665	706	755	815	889	984	1109	1283	1539
	4%	547	573	602	637	679	729	791	869	971
	5%	463	480	499	521	547	577	612	655	707
	6%	400	412	425	440	457	476	498	524	554
	7%	351	360	369	380	392	405	419	436	455
	8%	313	319	326	334	342	351	362	373	386
	9%	281	286	292	297	303	310	318	326	335

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%	1234	1134	1052	984	926	877	834	796	763
	4%	899	831	775	729	690	656	627	602	580
	5%	700	651	611	577	549	525	503	485	469
	6%	569	532	501	476	455	437	421	407	395
	7%	476	448	424	405	388	374	362	351	341
	8%	408	386	367	351	338	327	317	309	301
	9%	356	338	323	310	299	290	283	276	270

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

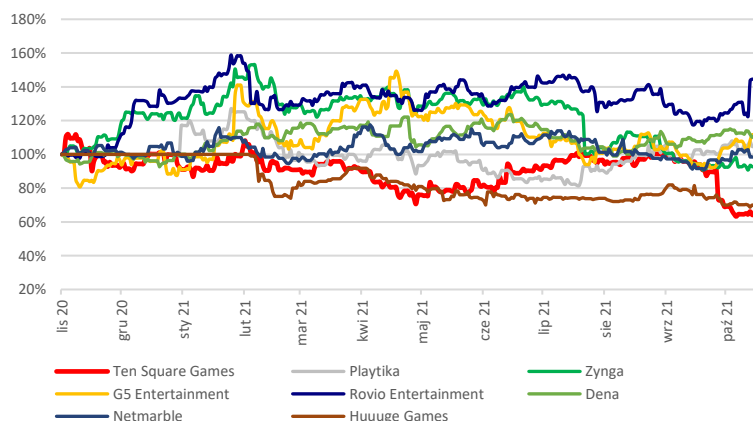
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest na światowych deweloperach gier mobilnych. Wycena do spółek globalnych sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **439 PLN**. M.in. w związku z inną skalą działalności vs porównywalne spółki, uwzględniamy ją w naszej wycenie, nadając jej wartość 20%.

Wycena porównawcza do deweloperów gier mobilnych

	P/E			EV/EBITDA		
	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
PLAYTIKA HOLDING	31,1	20,1	17,5	10,6	9,2	7,9
ZYNGA INC - CL A	20,3	17,0	14,3	12,7	10,6	8,1
G5 ENTERTAINMENT AB	19,8	15,2	13,3	10,8	8,5	7,2
ROVIO ENTERTAINMENT OY	21,2	20,4	19,8	10,1	9,7	9,1
DENA CO LTD	8,4	9,8	9,4	6,9	5,1	4,3
NETMARBLE CORP	43,7	29,6	26,3	35,1	22,9	20,6
HUUUGE GAMES	13,9	9,4	8,3	6,8	4,0	2,7
Mediana	20,3	17,0	14,3	10,6	9,2	7,9
Ten Square Games*	12,3	9,6	10,7	10,6	8,1	8,9
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	60,8%	56,5%	-25,0%	100,0%	88,2%	12,6%
Wycena wg wskaźnika	560,8	604,0	455,0	341,2	383,6	305,9
Waga roku	10%	45%	45%	10%	45%	45%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]	533			344		
Waga wskaźnika	50%			50%		
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	439					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg *-skoryg. EBITDA i zysk netto

Zachowanie kursów od listopada 2020 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2021P	2022P	2023P
Przychody BDM	660,6	755,5	840,2
Przychody konsensus	685,0	786,8	893,3
Różnica	-3,6%	-4,0%	-5,9%
EBITDA BDM	196,1	243,7	257,2
EBITDA konsensus	198,4	243,4	278,8
Różnica	-1,2%	0,1%	-7,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Program motywacyjny na lata 2021-2022 [mln PLN]

Skorygowana EBITDA	Poprzedni cel	Aktualny cel	Prognoza BDM	różnica
2021	248,8	228,9	229,4	-0,2%
2022	251,3	251,3	286,8	-12,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CZYNNIKI RYZYKA

1. Ryzyko związane z ABB

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. Istnieje ryzyko, że w kolejnych okresach ponownie dojdzie do kolejnych transakcji. Uważamy jednak, że ze względu m.in. na atrakcyjną wycenę, brak przyjęcia oferty od inwestorów strategicznych, ryzyko to jest aktualnie na niskim poziomie.

2. Zmiany w programie motywacyjnym

W związku z ostatnim obniżeniem o 8% powtarzalnej EBITDA na 2021 r. w ramach programu motywacyjnego, istnieje ryzyko kolejnych zmian. Liczymy jednak, że spółka potrafi wyciągać wnioski i nie dopuści do takiej sytuacji.

3. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple

W związku ze zmianami polityki prywatności Apple, robienie i przewidywanie kampanii marketingowych zostało znacznie utrudnione na urządzeniach z oprogramowaniem iOS. Istnieje ryzyko, iż słaba adaptacja, do nowych warunków, przełoży się na gorszą efektywność UA.

4. 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.

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 grami 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 niepowodzenia gry „Fishing Clash” na rynku chińskim

W związku z różnicami kulturowymi oraz wiążącymi się z tym innymi preferencjami m.in. co do kontentu rozrywki jak i wprowadzeniem restrykcji przez tamtejszy rząd dotyczących ograniczenia spędzania czasu przy grach komputerowych przez osoby niepełnoletnie, istnieje ryzyko niepowodzenia tytułu „Fishing Clash” na tym rynku. Uważamy jednak, że jest ono ograniczone, aktualnie FC dostępny jest na platformach iOS i bardzo dobrze sobie radzi, utrzymując się w okolicach 200 miejsc najlepiej monetyzujących się gier w tej destynacji.

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. Ryzyko związane z pandemią COVID-19

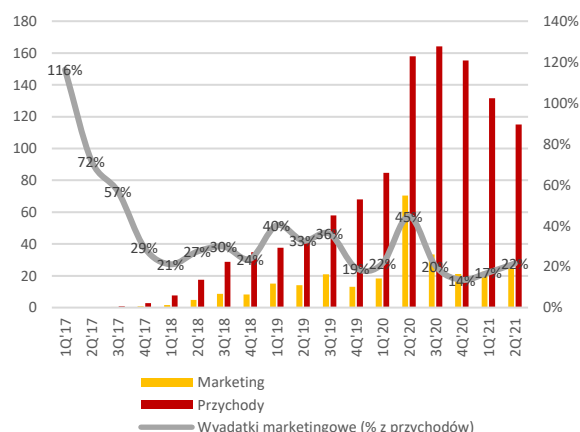
Spółka była jednym z beneficjentów sytuacji panującej na świecie, związanej z pandemią koronawirusa. Jej pojawienie się wpłynęło na zwiększenie zainteresowania grami mobilnymi, w tym również oferowanymi przez grupę, co przełożyło się na istotny wzrost przychodów. Ryzykiem w tym przypadku jest niemożność oszacowania wpływu na biznes spółki w długim okresie, w przypadku gdyby sytuacja ta miała trwać przez kilka następnych lat – mogłoby to drastycznie wpłynąć na zmniejszenie wydatków ze strony graczy.

PRODUKTY SPÓŁKI

Najważniejsze produkty:

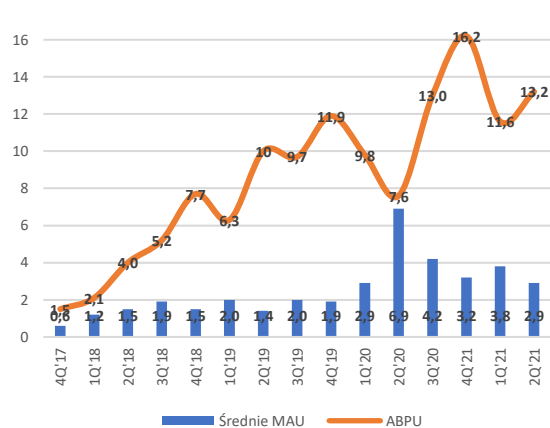
„Fishing Clash” to nieustannie najważniejszy produkt Ten Square Games, jednak tak jak w tamtym roku odpowiadał za blisko 90% przychodów, tak teraz jego udział spadł do ok. 73%. Na początku 1H'21 spółka skupiała się poprawie technicznej stabilności gry, aktualnie koncentruje się na dalszym rozwoju tego projektu poprzez dodawanie nowego kontentu oraz live opsów (dwa zespoły produkcyjne pracują nad nowymi funkcjonalnościami). Negatywnie na trajektorię płatności wpłynęły zmiany związane z nową polityką prywatności na platformach iOS (utrudniają kampanie UA) oraz mniejsze zaangażowanie graczy po szczycie pandemii. Szacujemy, że obecnie nad grą pracuje ok. 100 osób.

Kwartałna struktura przychodów gry „Fishing Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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

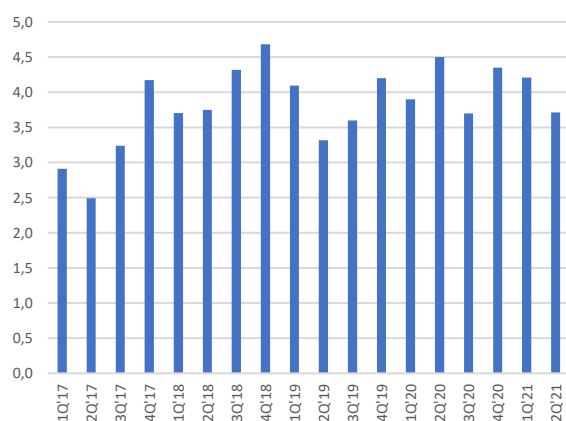


Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Chiny – pod koniec 2Q'21 „Fishing Clash” został dodany do Apple Store w Chinach. Już w lipcu gra wspięła się do poziomu 200 najlepiej monetyzujących się gier na tym rynku, cały czas utrzymując się na wysokich pozycjach. W związku z umową dystrybucyjną z firmą NetEase dotyczącą wspomnianej destynacji, to ona będzie odpowiadała za marketing gry w tym kraju, stąd TEN będzie rozpoznawał przychód pomniejszony już o UA i inne koszty. Spodziewamy się, że na czysto dla TEN będzie zostawało ok. 20% z generowanych przychodów przez FC. W ramach tej umowy polski deweloper jest odpowiedzialny za utrzymanie produktu i dokładanie kontentu. Szacujemy, że gra na rynku chińskim wypracowała dla spółki w 3Q'21 ok. 0,5 mln PLN. Liczymy, że w najbliższych tygodniach „Fishing Clash” zadebiutuje na rynku chińskim na urządzeniach z systemami Android.

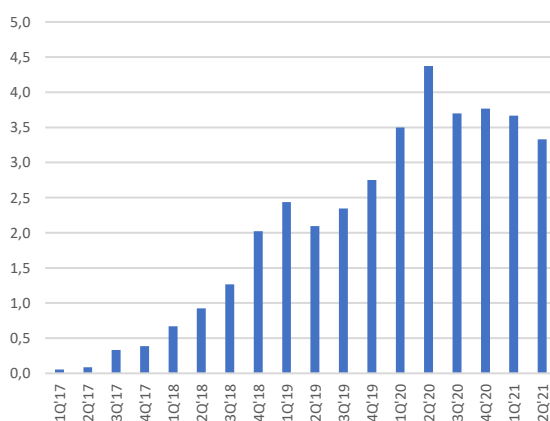
„Let's Fish” i „Wild Hunt” – pomimo sędziwego wieku, tytuły te dalej generuje istotne przepływy na wysokim poziomie. Spółka cały czas dba w nich o rozwój nowego kontentu oraz live opsów. Są również idealnym dowodem na umijętności długoterminowego utrzymania portfela F2P. W 1-3Q'21 wypracowały łącznie 22,0 mln PLN płatności (-7,6% r/r).

Kwartałna struktura przychodów gry „Let's Fish”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

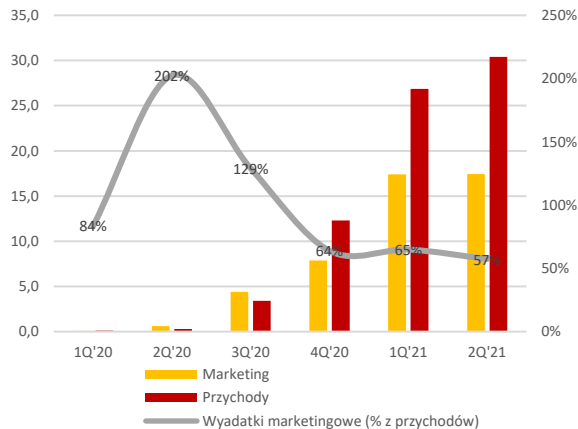
Kwartałna struktura przychodów gry „Wild Hunt”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

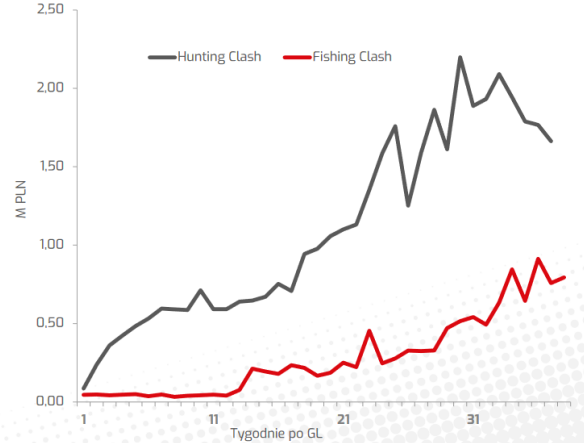
„Hunting Clash” - trafił do fazy SL wstęp pod koniec 2019 roku, natomiast do fazy global testingu 24.08.2020 roku. Od tamtego momentu do końca 2Q'21 wypracował ok. 73,3 mln PLN przychodów, przy UA na poziomie 47,8 mln PLN. Spółka planuje dodać wiele nowych funkcjonalności do tego tytułu (obecnie posiada ok. 40% planowanych), w związku z czym cały czas powiększa również zespół nad nim pracujący. Grupa opracowała mapę produktową dla Hunting Clasha na najbliższe kilka kwartałów i jej realizacja będzie mieć kluczowe znaczenie dla przyszłych wyników gry. Projekt ten znajduje się w początkowym stadium swojego życia. Szacujemy, że nad tytułem pracuje obecnie ok. 60-65 osób.

Kwartalna struktura przychodów gry „Hunting Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Hunting Clash – płatności netto, pierwsze 9 msc. po global launch



Źródło: spółka

„Undead Clash” – to produkcja, w której gracze będą walczyć z zombie i rywalizować o tytuł najlepszego łowcy zombie. Będzie oparta na sprawdzonym mechanizmie clash’a, który zastosowano w topowych produkcjach Fishing Clash i Hunting Clash. Pracami nad Undead Clash kierują Krzysztof Świst oraz Callum Godfrey. Ten pierwszy jest twórcą i głównym designerem hitów spod szyldu Ten Square Games, czyli Let’s Fish i Fishing Clash. Z kolei Callum Godfrey, ma za sobą 20-letnie doświadczenie w branży i współpracował z najbardziej znanymi studiami, takimi jak King czy Wargaming. W grze pojawiają się elementy rywalizacji w formie pojedynków i tabel wyników, a także społecznościowy aspekt rozrywki. Tytuł ten jest aktualnie w fazie testów produkcyjnych, spodziewamy się, że jeszcze w tym roku trafi do fazy soft launch. Szacujemy, że nad tytułem pracuje obecnie ok. 30 osób.

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

Gra	Producent	Przychody październik 2021	
		Android	iOS
1. The Walking Dead: Road to Survival	Scopely	1,0	0,6
2. Left to Survive	MY COM	0,5	0,4
3. Last Day on Earth	Kefir!	1,0	1,0
4. Dawn of Zombies: Survival after the Last War	Royal Ark	0,2	0,1
5. The Walking Dead No Man's Land	Next Games	0,4	0,3
6. Zero City	MY COM	0,4	0,3

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

„Football Elite” – projekt, w którym spółka wchodzi w nowy segment gier sportowych opartych o mechanikę slot. Już po 1Q'21 wszedł on do fazy technical launchu. Tytuł ten jest dedykowany m.in. fanom futbolu amerykańskiego, których liczba jest w samych Stanach Zjednoczonych szacowana na około 150 mln osób (ponad 60% tej populacji interesuje się tą dyscypliną). Spodziewamy się jego SL na początku 2022 roku. Szacujemy, że nad tytułem pracuje obecnie ok. 30 osób.

Przychody gier podobnych do „Football Elite” [mln USD]

Gra	Producent	Przychody październik 2021	
		Android	iOS
1. Madden NFL 22 Mobile Football	EA	1,0	3,0
2. Retro Bowl	New Star Games	0,1	0,1

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

„Projekt Tokyo” i „Projekt Osaka” – oba projekty realizowane przez studio w Warszawie (ok. 20 osób), są to gry hybrydowe z silnymi elementami social. Pierwszy z nich jest w fazie testów produkcyjnych i spodziewamy się, że jeszcze do końca tego roku przejdzie do soft launchu. Drugi z nich natomiast jest w pre-produkcji i jego SL planowany jest na 2022 rok.

Rortos

- **Transakcja** - pod koniec czerwca Ten Square Games przejął włoską firmę Rortos obejmując 100% kapitału zakładowego. Cena nabycia została ustalona na poziomie 45 mln EUR, bez uwzględnienia poziomu gotówki i poziomu zadłużenia, w oparciu o mnożnik zysku EBITDA za 2020 rok znormalizowanego o kapitalizację kosztów osobowych na poziomie 9,8x EV/EBITDA. Ponadto, sprzedającym będzie przysługiwało dodatkowe wynagrodzenie zależne od wyników Rortos 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.

- O spółce:

- Największy gracz w bardzo atrakcyjnym segmencie symulacji lotu z unikalną, zastrzeżoną technologią i z ponad 200 mln pobrań aktualnego portfolio;
- Spółka w 2020 roku wypracowała 5,9 mln EUR przychodów (+27% r/r), 4,6 mln EUR EBITDA (78% marża) i gry z jej portfela zostały pobrane 25 mln razy;
- 3 gry w fazie live i 3 w dewelopmencie;
- Najważniejsze tytuły: „Airline Commander”, „Real Flight Simulator”, „Extreme Landings”.

Najważniejsze produkcje spółki Rortos

Źródło: spółka

- W dewelopmencie m.in. gra „Dogfight Game” (F2P, IAP, reklamy) – aktualnie w fazie beta, multiplayer.
- Dobrze zbilansowane strumienie przychodów (55% IAP, 26% subskrypcja, 19% reklamy);
- Zespół ok. 20 osób z siedzibą w Weronie we Włoszech;
- W 2020 roku gry Fishing Clash i Hunting Clash zostały pobrane 51 mln razy, natomiast portfolio Rortos 25 mln razy (prawie całkowicie przez ruch organiczny).

- **Uzasadnienie inwestycji:** dywersyfikacja portfela gier, szybko rosnący segment gier, lider wśród symulatorów latania, trudny do skopiowania silnik lotu, silny zespół zarządzający, wysoki potencjał synergii.

- Potencjał synergii: wdrożenie UA – przy użyciu inteligentnego podejścia TSG do wzrostu, wykorzystanie know-how TEN w zakresie produktów.

- TEN zamierza przeprowadzić integrację przejętego włoskiego studia Rortos w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Dzięki strategii akwizycyjnej w pipeline mają pojawić się nowe gry.

- Gry studia Rortos powoli stają się już częścią portfolio Ten Square Games. Powoli zaczynają się kampanie pozyskiwania graczy na tych tytułach (Rortos nie wykorzystywał wcześniej strategii pozyskiwania graczy).

- „Projekt Verne”/ Airline Commande:

- Ten Square Games zdecydowało o przeniesieniu osób pracujących dotąd nad grą symulacyjną, nazywaną roboczo "Verne", do prac nad nową wersją tytułu "Airline Commander" z portfela przejętego niedawno Rortos. Tytuł ten znajduje się w fazie live, stąd wszystkie zmiany dokonywane w tej produkcji, będzie można automatycznie śledzić. Spodziewamy się, że pierwsze efekty będą dostrzegalne/ przełożą się na wzrost przychodów w 2H'22.

Sisu Game Ventures:

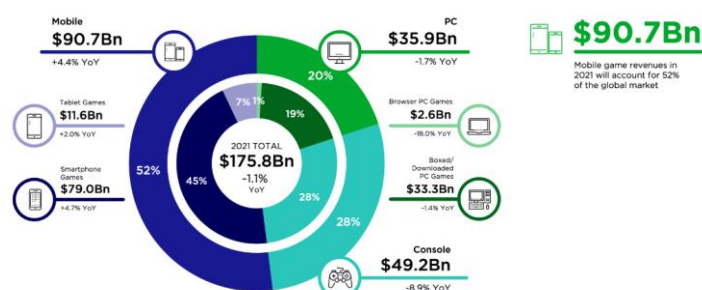
- Spółka zadeklarowała do 3 mln USD inwestycji w Sisu Game Ventures, fundusz venture capital z sektora gier wideo. Pierwsza inwestycja w wysokości 1,2 mln USD odbyła się w lipcu. Sisu inwestuje w firmy na wczesnym etapie rozwoju. Firma ma za sobą 58 inwestycji. Osoby pracujące w Sisu uczestniczyły w ostatnich ponad 30 latach w powstawaniu 16 studiów produkujących gry. TEN liczy na to, że inwestycja w Sisu Game Ventures pozwoli spółce na poszerzenie know-how oraz wysoki zwrot z inwestycji

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, wartość branży gier wideo na koniec 2018 wyniosła 138,5 mld USD, a w latach 2018-2023 ma rosnąć średniorocznie 7,2%, osiągając 204,6 mld USD w 2023 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.

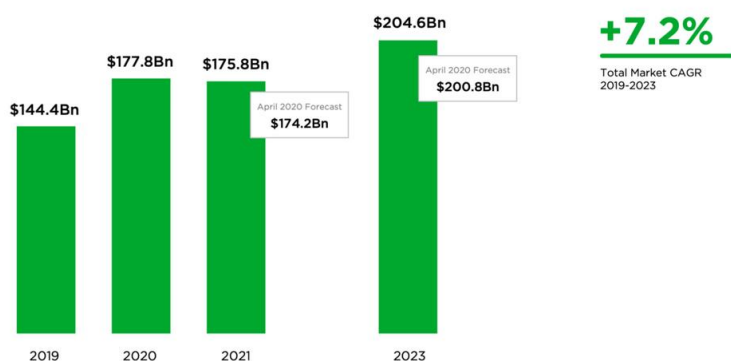
Firma analityczna Newzoo prognozuje spadek wartości rynku gier w 2021 roku. Według analityków trudno będzie przebić zeszłoroczne liczby, które zostały osiągnięte podczas pandemii. Spadek wartości rynku gier w 2021 roku ma być niewielki względem 2020 roku. Według prognoz w tym roku wartość ma spaść do poziomu 175,8 mld USD w porównaniu do 177,8 mld USD w ubiegłym roku (-1,1% r/r). Mimo to, analitycy firmy Newzoo zapewniają, że nie jest to powód do niepokoju w długim terminie. Wpływ na spadek wartości będzie mieć m.in. brak półprzewodników, a chociażby Nvidia przewiduje, że niedobory sprzętów mogą potrwać nawet do końca roku. Newzoo podtrzymuje, że w 2023 roku rynek gier przekroczy 204 mld USD. Zdaniem firmy najszybciej rozwijającym się rynkiem mają być gry mobilne. Analitycy jednak podkreślają, że rok 2022 może należeć do gier konsolowych, kiedy to zaplanowano kilka ciekawych premier na sprzęt nowej generacji.

Podział rynku gamingowego w 2021 roku ze względu na platformę oraz ich zmiana r/r



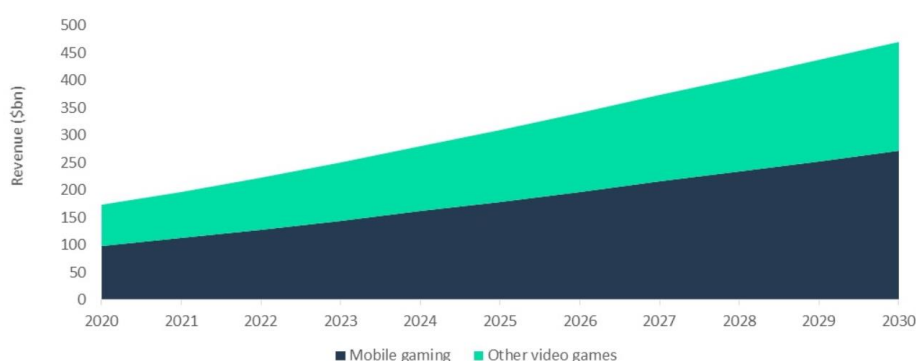
Źródło: Newzoo

Wartość rynku gier 2019-2023



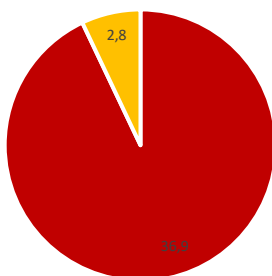
Źródło: Newzoo

Globalne przychody z rynku gier wideo 2020-2030 [mln USD]



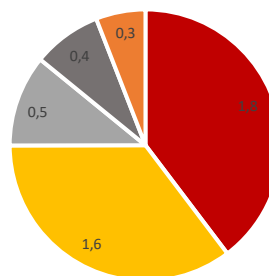
Źródło: GlobalData Thematic Research

Ameryka Północna



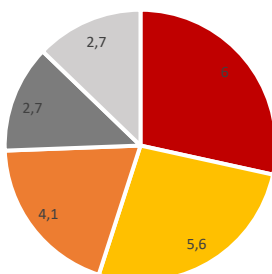
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



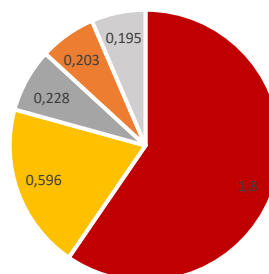
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



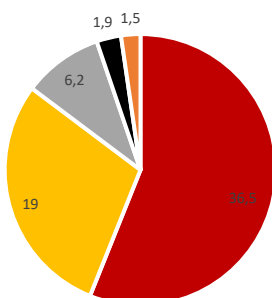
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



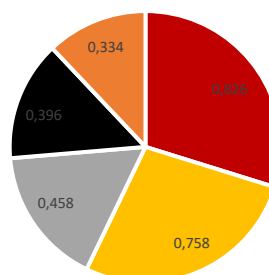
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka



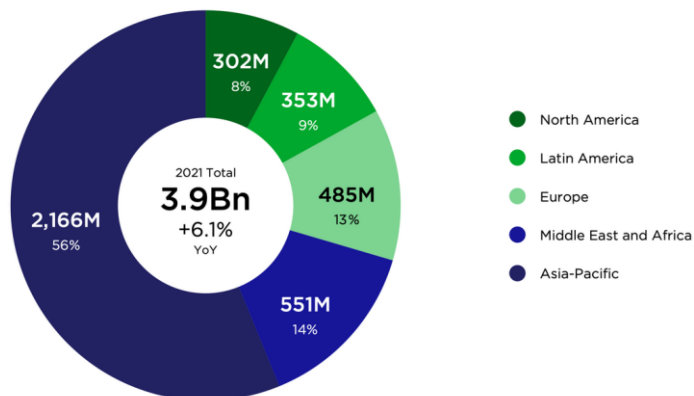
■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Mobilny ekosystem się zmienia. Mobilni deweloperzy zawdzięczają swój sukces analizą opartą na danych, dzięki śledzeniu i targetowaniu użytkowników. W związku z ostatnimi zmianami dotyczącymi polityki prywatności, regulatorzy stworzyli nowe wyzwania dla deweloperów, wydawców, firm technologicznych czy e-commerce. Pomimo tych zmian, szacuje się, że rynek mobilny urośnie r/r o 6,1% do 3,9 mld aktywnych użytkowników smartfonów. Tymczasem globalne przychody z gier mobilnych (wydatki konsumentów) urosły r/r o 4,4% do 90,7 mld USD. Pomimo wspomnianych zmian na rynku (zaostrożenia środków ochrony prywatności na całym świecie) prognozuje się, że wzrost ten będzie kontynuowany.

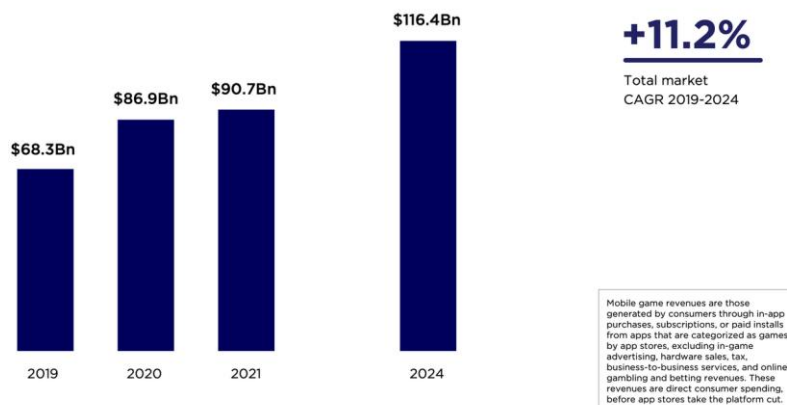
W tym roku Apple App Tracking Transparency (ATT), która wymaga od użytkowników, aby zgodzili się na śledzenie, była poważnym zakłóceniem na rynku mobilnym. ATT jest częścią aktualizacji iOS 14.5, co jest istotne, ponieważ dane urządzeń mobilnych pokazują, że 85% użytkowników iOS zaktualizowało iOS 14.5. Większość użytkowników nie zgadza się na śledzenie. Według Fybera, stawki opt-in dla ATT wynosiły zaledwie 17% na całym świecie w połowie września. Twórcy gier mobilnych już wcześniej przyjmowali hybrydowe strategie monetyzacji gier opartych na IP, a zmiany prywatności na urządzeniach mobilnych tylko przyspieszyły te procesy.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



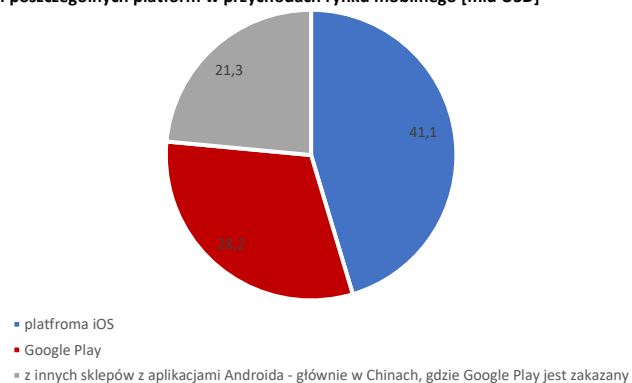
Źródło: Newzoo

Globalna prognoza przychodów dla segmentu gier mobilnych



Źródło: Newzoo

Udział poszczególnych platform w przychodach rynku mobilnego [mld USD]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Udział poszczególnych gatunków gier w rynku gier mobilnych w 1H'21



Źródło: App Annie Intelligence

Najlepsze gry ze względu na MAU w podziale demograficznym

United States	Canada	United Kingdom	France	Germany	South Korea	Japan	Australia
Gen Z		Millenials		Gen X & Baby Boomers	Male	Female	
1. ROBLOX		1. Homescapes		1. Candy Crush Saga	1. Pokémon GO	1. ROBLOX	
2. Among Us!		2. Toon Blast		2. Wordscapes	2. Call of Duty: Mobile	2. Among Us!	
3. Pokémon GO		3. Coin Master		3. New Words With Friends	3. Clash of Clans	3. Candy Crush Saga	
4. Minecraft Pocket Edition		4. Gardenscapes - New Acres		4. Happy Colour by Numbers	4. Clash Royale	4. Minecraft Pocket Edition	
5. Call of Duty: Mobile		5. Match 3D		5. MobilityWare Solitaire	5. 8 Ball Pool	5. Wordscapes	
6. Subway Surfers		6. Fishdom: Deep Dive		6. Candy Crush Soda Saga	6. Geometry Dash	6. Subway Surfers	
7. BitLife		7. Parking Jam 3D		7. Sudoku - Classic Logic Game	7. PUBG MOBILE	7. BitLife	
8. Clash of Clans		8. Tangle Master 3D		8. Spider Solitaire by MobilityWare	8. Brawl Stars	8. New Words With Friends	
9. Gacha Club		9. Two Dots		9. Trivia Star	9. Mario Kart Tour	9. Gacha Club	
10. Project Makeover		10. Angry Birds 2		10. Toy Blast	10. Chess.com	10. Happy Colour by Numbers	

Źródło: App Annie Intelligence

TOP 10 rynków w 2021 roku pod względem przychodów z gier mobilnych

Market/Region	Global Rank	Mobile Game Revenues	App Store Revenues	Google Play Revenues	Thlrd-Party Store Revenues
China	1	\$31,368.7M	\$11,400.0M	\$0.0M	\$19,968.7M
United States	2	\$14,779.9M	\$9,555.6M	\$4,969.8M	\$254.5M
Japan	3	\$12,385.3M	\$8,862.2M	\$3,329.9M	\$193.2M
South Korea	4	\$4,207.5M	\$1,339.4M	\$2,766.0M	\$102.1M
India	5	\$2,249.1M	\$224.0M	\$1,968.6M	\$56.6M
United Kingdom	6	\$1,599.8M	\$924.2M	\$614.0M	\$61.5M
Germany	7	\$1,522.5M	\$607.1M	\$844.3M	\$71.1M
Indonesia	8	\$1,511.2M	\$209.9M	\$1,265.6M	\$35.8M
Canada	9	\$1,342.5M	\$790.3M	\$513.7M	\$38.5M
Australia	10	\$1,097.8M	\$703.8M	\$362.7M	\$31.3M

Źródło: Newzoo

PROGNOZY WYNIKÓW ZA 3Q'21

Prognozy wyników na 3Q'2021 [mln PLN]

	3Q'20	3Q'21P	zmiana r/r	2020	2021P	zmiana r/r	2022P	zmiana r/r	2023P	zmiana r/r
Przychody	179,3	158,9	-11,4%	578,2	660,6	14,2%	755,5	14,4%	840,2	11,2%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	172,4	147,4	-14,5%	552,8	612,5	10,8%	703,1	14,8%	760,2	8,1%
EBITDA	67,3	44,2	-34,3%	174,9	196,1	12,2%	243,7	24,3%	257,2	5,5%
EBIT	66,5	43,1	-35,2%	171,8	188,2	9,5%	239,9	27,5%	250,5	4,5%
Zysk (strata) brutto	65,8	43,7	-33,6%	170,9	189,6	10,9%	242,7	28,0%	253,4	4,4%
Zysk (strata) netto	58,8	39,6	-32,6%	151,6	171,3	13,0%	219,4	28,1%	229,1	4,4%
Marża brutto ze sprzedaży	96,2%	92,8%		95,6%	92,7%		93,1%		90,5%	
Marża EBITDA	37,5%	27,8%		30,2%	29,7%		32,3%		30,6%	
Marża EBIT	37,1%	27,1%		29,7%	28,5%		31,7%		29,8%	
Marża zysku netto	32,8%	24,9%		26,2%	25,9%		29,0%		27,3%	

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Spółka publikuje wyniki 22.11.2021 (poniedziałek po sesji), a konferencja z zarządem zaplanowana jest na wtorek 23.11.

Spółka opublikowała szacunkowe przychody za 3Q'21 (bez uwzględnienia przychodów odroczonej w czasie) – wyniosły one 158,9 mln PLN, czyli 2,5% więcej q/q i -6,7% r/r. Coraz mniejszy udział w przychodach Ten Square Games ma gra „Fishing Clash” (73% = 115,7 mln PLN), natomiast „Hunting Clash” w minionym okresie odpowiadała za 18% całości, generując 28,2 mln PLN (spadek o 7,2% q/q). W omawianym kwartale spodziewamy się, łącznego kosztu UA na poziomie 38,2 mln PLN. W całym 3Q'21 prognozujemy 158,9 mln PLN przychodów, 44,2 mln PLN EBITDA, 43,1 mln PLN EBIT oraz 39,6 mln PLN zysku netto.

Na początku 3Q'21 „Fishing Clash” został dodany do Apple Store w Chinach. Pod koniec lipca gra wspięła się do poziomu 200 najlepiej monetizujących się gier na tym rynku, cały czas utrzymując się na wysokich pozycjach. Przypominamy jednak, że w związku z umową dystrybucyjną z firmą NetEase dotyczącą wspomnianej destynacji, to ona będzie odpowiadała za marketing gry w tym kraju, stąd TEN będzie rozpoznawał przychód pomniejszony już o UA i inne koszty. Szacujemy, że gra na rynku chińskim wypracowała dla spółki w 3Q'21 ok. 0,5 mln PLN.

Na początku lipca TEN poinformował o przejęciu włoskiej firmy Rortos za 45 mln EUR bez uwzględniania poziomu gotówki i poziomu zadłużenia. Spółka ta w 2020 roku wypracowała 5,9 mln EUR przychodów (+27% r/r), 4,6 mln EUR EBITDA (78% marża) i gry z jej portfela zostały pobrane 25 mln razy. Spodziewamy się, że jej udział w przychodach 3Q'21 wynosił ok. 5,4 mln PLN. Obecnie TEN posiada 11 gier w fazie live i produkcji.

W ostatnim czasie spółka zakończyła przegląd opcji strategicznych. Zarząd spółki jest przekonany, że skoncentrowanie się na obecnej strategii, działalności i projektach pozostaje najlepszą drogą do osiągnięcia długoterminowego celu spółki.

Ponadto deweloper gier mobilnych zrewidował w dół wysokość powtarzalnej EBITDA za rok obrotowy 2021 na potrzeby programu motywacyjnego o maksymalnie 8%, do kwoty nie mniejszej niż 228,9 mln PLN. W kwietniu podawano, że dla 2021 roku ma to być 248,8 mln PLN.

W związku z gorszym performancem gier „Fishing Clash” oraz „Hunting Clash” vs nasze ostatnie prognozy, nasze szacunki co do kolejnych okresów zostają obniżone. Jednocześnie podwyższeniu ulegały predykcje dotyczące FC na rynku chińskim oraz dokładamy portfolio nowo przejętej spółki Rortos (ok. 11 mln PLN przychodów w tym roku) jak i nowo rozwijane projekty czyli „Football Elite”/ „Undead Clash”.

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

W całym 2021 roku zakładamy 660,6 mln PLN przychodów, 196,1 mln EBITDA oraz 171,3 mln PLN zysku netto. W 2022 roku spodziewamy się, że przychody z gry „Fishing Clash” (bez Chin) będą utrzymywać się na poziomie 36-37 mln PLN/ miesiąc, przy UA średnio ok. 8 mln PLN/ miesiąc. Szacujemy, że gra ta na rynku chińskim będzie w stanie w przyszłym roku przynieść na czysto dla TEN ok. 32,9 mln PLN. Jeżeli chodzi o „Hunting Clash” – liczymy, że tytuł ten powróci do wzrostowych dynamik w 2022 roku i będzie generował ok. 10-15 mln PLN przychodów/ miesiąc przy UA poziomie 6 mln PLN/ miesiąc. Zakładamy, że pozostałe stare gry (Let’s Fish i Wild Hunt) dołożą od siebie 30,3 mln PLN. Do końca tego roku liczymy jeszcze na debiut „Fishing Clasha” na urządzeniach z systemem Android w Chinach oraz 2-3 soft launches/ technical launches nowej produkcji (6 w realizacji). Naszym zdaniem największy potencjał komercyjny ma gra „Undead Clash” (swoją mechaniką przypomina gry FC, HC, czyli produkty w których spółka odniosła największy sukces) i zakładamy, że już w przyszłym roku znacznie kontrybuować do wyników grupy.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	45,3	49,9	67,7	78,3	95,0	169,6	179,3	134,3	174,1	164,9	158,9	162,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43,4	47,2	64,7	74,5	90,3	164,0	172,4	126,1	163,5	153,4	147,4	148,1
EBITDA	12,5	16,4	22,1	34,8	38,2	30,2	67,3	39,2	56,9	43,4	44,2	51,6
EBIT	12,3	16,1	21,8	34,4	37,6	29,4	66,5	38,3	55,9	38,7	43,1	50,5
Zysk brutto	12,7	15,9	22,3	33,7	39,2	28,8	65,8	37,1	58,4	37,0	43,7	50,4
Zysk netto	10,4	13,1	18,1	34,8	35,3	25,6	58,8	31,9	52,7	33,4	39,6	45,6
Marża brutto ze sprzedaży	95,8%	94,5%	95,8%	95,2%	95,0%	96,7%	96,2%	93,9%	93,9%	93,1%	92,8%	91,0%
Marża EBITDA	27,6%	32,9%	36,8%	44,4%	40,3%	17,8%	37,5%	29,2%	32,7%	26,3%	27,8%	31,7%
Marża EBIT	27,1%	32,3%	36,4%	43,9%	39,5%	17,3%	37,1%	28,5%	32,1%	23,5%	27,1%	31,0%
Marża zysku netto	22,9%	26,2%	30,2%	44,5%	37,2%	15,1%	32,8%	23,7%	30,3%	20,3%	24,9%	28,1%

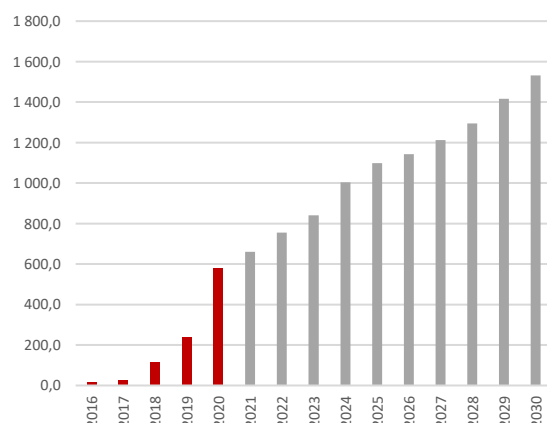
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

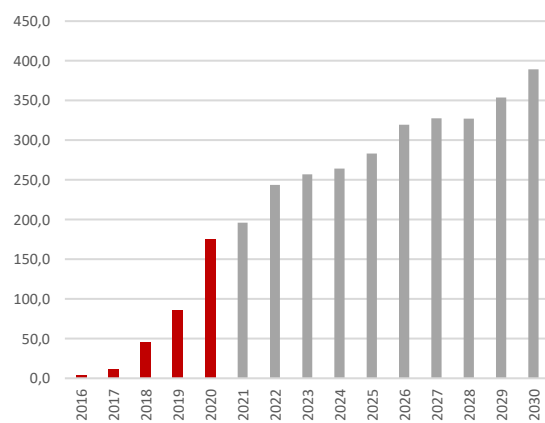
	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody	27,0	115,3	241,1	578,2	660,6	755,5	840,2	1004,3	1098,4	1143,5	1213,0	1295,3	1417,0	1532,5
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	21,2	107,9	229,8	552,8	612,5	703,1	760,2	901,1	984,7	1063,4	1121,1	1193,5	1303,3	1406,5
EBITDA	11,4	45,0	85,7	174,9	196,1	243,7	257,2	264,2	283,0	319,5	327,4	327,0	353,6	389,4
EBITDA skoryg.	11,4	45,0	86,3	226,4	229,4	286,8	263,2	264,2	283,0	319,5	327,4	327,0	353,6	389,4
EBIT	10,9	44,3	84,6	171,8	188,2	239,9	250,5	257,4	276,3	312,0	317,8	318,3	343,0	377,6
Zysk brutto	10,2	44,8	84,6	170,9	189,6	242,7	253,4	259,9	279,1	315,1	321,1	321,5	346,4	381,3
Zysk netto	8,4	36,5	76,4	151,6	171,3	219,4	229,1	235,0	252,3	284,8	290,2	290,7	313,2	344,7
Marża brutto ze sprzedaży	78,4%	93,6%	95,3%	95,6%	92,7%	93,1%	90,5%	89,7%	89,6%	93,0%	92,4%	92,1%	92,0%	91,8%
Marża EBITDA	42,3%	39,1%	35,6%	30,2%	29,7%	32,3%	30,6%	26,3%	25,8%	27,9%	27,0%	25,2%	25,0%	25,4%
Marża EBIT	40,2%	38,4%	35,1%	29,7%	28,5%	31,7%	29,8%	25,6%	25,2%	27,3%	26,2%	24,6%	24,2%	24,6%
Marża zysku netto	31,1%	31,6%	31,7%	26,2%	25,9%	29,0%	27,3%	23,4%	23,0%	24,9%	23,9%	22,4%	22,1%	22,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

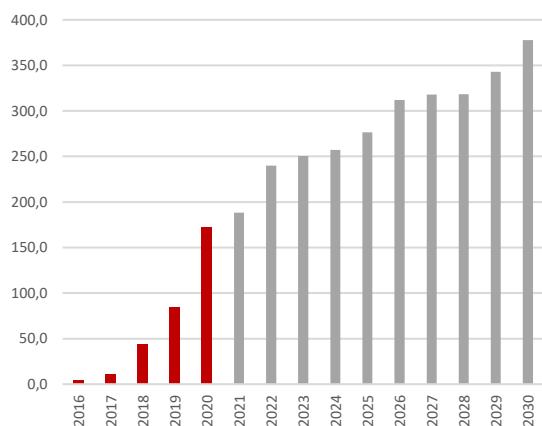
Przychody [mln PLN]



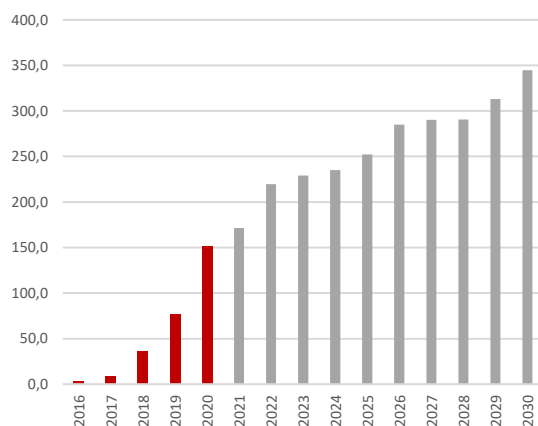
EBITDA [mln PLN]



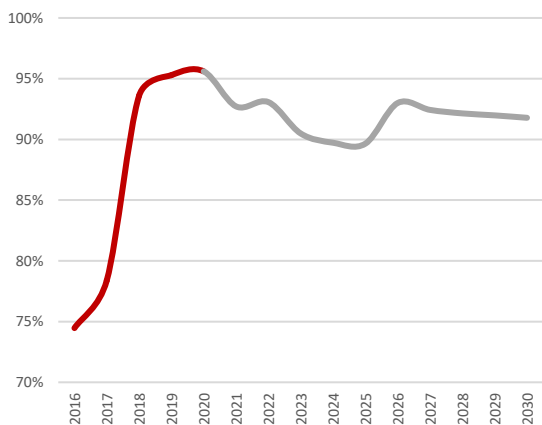
EBIT [mln PLN]



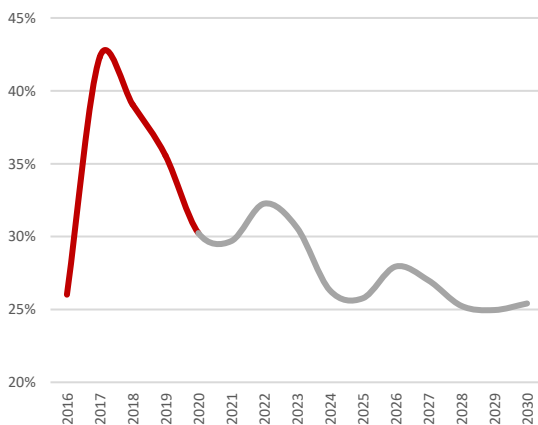
Zysk netto [mln PLN]



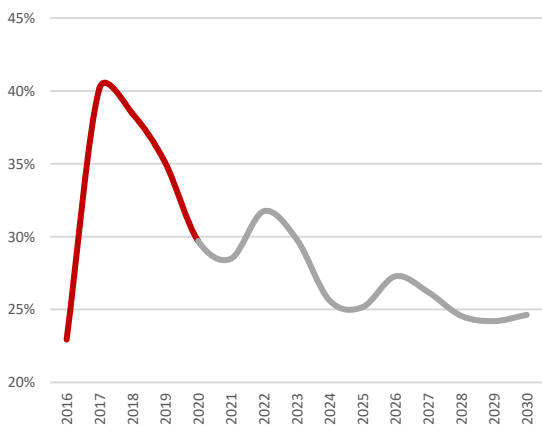
Rentowność brutto [%]



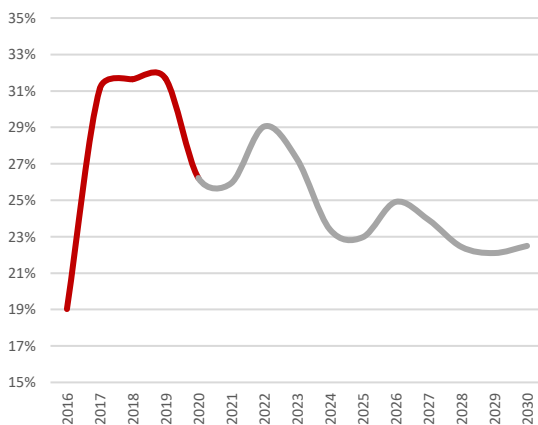
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

W ciągu ostatnich miesięcy doszło do wielu zmian na rynku gier mobilnych. Znoszenie lockdownów na całym świecie istotnie przełożyło się na spadek zainteresowania tym rodzajem rozrywki. Dodatkowo, niedawno wprowadzona przez Apple nowa polityka prywatności utrudniła śledzenie potencjalnych klientów, co przełożyło się mniej efektywne kampanie marketingowe na urządzeniach z systemami iOS.

Zmiana prognoz wyników za 1Q'20-4Q'21 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.12.2020 [mln PLN]

	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20	1Q'21	2Q'21	3Q'21P	4Q'21P
POPZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	95,0	169,6	179,3	169,9	178,4	186,3	189,8	185,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	90,3	164	172,4	168,3	176,3	183,9	187	177,4
EBITDA	38,2	30,2	67,3	67,6	66,8	67,6	66,2	69,1
EBIT	37,6	29,4	66,5	66,7	65,9	66,7	65,4	68,3
Zysk brutto	39,2	28,8	65,8	67,4	66,6	67,2	66,1	69,1
Zysk netto	35,3	25,6	58,8	61,0	60,3	60,9	59,9	62,6
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	95,0	169,6	179,3	134,3	174,1	164,9	158,9	162,7
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	90,3	164,0	172,4	126,1	163,5	153,4	147,4	148,1
EBITDA	38,2	30,2	67,3	39,2	56,9	43,4	44,2	51,6
EBIT	37,6	29,4	66,5	38,3	55,9	38,7	43,1	50,5
Zysk brutto	39,2	28,8	65,8	37,1	58,4	37,0	43,7	50,4
Zysk netto	35,3	25,6	58,8	31,9	52,7	33,4	39,6	45,6
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	-21,0%	-2,4%	-11,5%	-16,3%	-12,3%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	-25,1%	-7,2%	-16,6%	-21,2%	-16,5%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	-42,0%	-14,9%	-35,7%	-33,2%	-25,3%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	-42,5%	-15,1%	-42,0%	-34,1%	-26,1%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	-45,0%	-12,3%	-44,9%	-33,9%	-27,1%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	-47,8%	-12,6%	-45,2%	-33,9%	-27,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W związku z dynamicznym rozwojem spółki, tworzeniem kolejnych zespołów (Warszawa, Berlin, Bukareszt) przejęciem włoskiej spółki Rortos, oraz 6 nowymi tytułami w przygotowaniu, liczymy się z coraz większym udziałem debiutujących projektów w przychodach grupy. W związku z gorszym performancem gry „Fishing Clash” spowodowanych m.in. zawirowaniami związanymi z nową polityką prywatności, obniżamy nasze szacunki co do przepływów z tej gry na obecny i przyszły rok. Jednocześnie zaskoczeni przyjęciem tego tytułu na rynku chińskim, nasze prognozy dla tej gry od 2023 roku są wyższe vs poprzednia rekomendacja. Jeżeli chodzi o „Hunting Clash”, w związku z obawami o utrzymanie wysokich dynamik rozwoju, jakie obserwowaliśmy od samego początku istnienia tej gry obniżamy nasze założenia na lata 23-25. Dodatkowo w związku ze wstrzymaniem prac nad grą „SoliTales”, „Flip This House” oraz „Golf Rush” obniżamy prognozy przychodów w kolejnych latach oraz konserwatywniej podchodzimy do prognozowania kolejnych nowych projektów.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.12.2020 [mln PLN]

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
POPZEDNIA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	613,8	739,8	821,2	991,4	1 155,9	1 398,1	1 449,8	1 577,5	1 608,4	1 690,2
Fishing Clash	554,0	583,4	552,8	455	381,5	303,4	242,7	172,8	103,6	67,2
Let's Fish	15,6	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Wild Hunt	15,2	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Hunting Clash	10,9	95,4	177,7	368,8	338,1	291,7	249,5	215,3	180,0	151,9
AKTUALNA REKOMENDACJA										
Przychody [mln PLN]	578,2	660,6	755,5	840,2	1 004,3	1 098,4	1 143,5	1 213,0	1 295,3	1 417,0
Fishing Clash	561,7	481,2	513,3	472,9	477,2	416,7	309,8	234,2	148,7	92,8
Let's Fish	16,5	14,3	10,8	7,7	5,4	3,8	2,4	1,6	1,0	0,7
Wild Hunt	15,4	13,2	9,7	6,9	4,8	3,4	2,2	1,4	0,9	0,6
Hunting Clash	15,7	114,3	180,6	256,2	303,9	283,8	249,1	218,6	191,8	168,3
ZMIANA %										
Przychody [mln PLN]	-5,8%	-10,7%	-8,0%	-15,3%	-13,1%	-21,4%	-21,1%	-23,1%	-19,5%	-16,2%
Fishing Clash	1,4%	-17,5%	-7,1%	3,9%	25,1%	37,3%	27,6%	35,6%	43,5%	38,0%
Let's Fish	5,5%	15,6%	26,1%	25,9%	25,0%	21,4%	11,2%	6,0%	-6,1%	-16,1%
Wild Hunt	1,4%	6,6%	13,2%	13,0%	12,2%	9,0%	-0,2%	-4,9%	-15,7%	-24,6%
Hunting Clash	43,7%	19,8%	1,6%	-30,5%	-10,1%	-2,7%	-0,2%	1,5%	6,5%	10,8%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 04.12.2020 [mln PLN]

	2021P			2022P			2023P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	739,8	660,6	-10,7%	821,2	755,5	-8,0%	991,4	840,2	-15,3%
Wynik brutto ze sprzedaży	724,5	612,5	-15,5%	783,5	703,1	-10,3%	931,5	760,2	-18,4%
EBITDA	269,7	196,1	-27,3%	287,9	243,7	-15,3%	313,7	257,2	-18,0%
EBIT	266,4	188,2	-29,4%	284,8	239,9	-15,8%	310,1	250,5	-19,2%
Wynik brutto	269	189,6	-29,5%	287,7	242,7	-15,6%	313,1	253,4	-19,1%
Wynik netto	243,7	171,3	-29,7%	260,7	219,4	-15,8%	283,7	229,1	-19,3%
marża brutto	97,9%	92,7%		95,4%	93,1%		94,0%	90,5%	
marża EBITDA	36,5%	29,7%		35,1%	32,3%		31,6%	30,6%	
marża EBIT	36,0%	28,5%		34,7%	31,7%		31,3%	29,8%	
marża netto	32,9%	25,9%		31,7%	29,0%		28,6%	27,3%	
USD/PLN	3,700	3,866	4,5%	3,670	4,101	11,8%	3,624	4,106	13,3%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Aktywa trwałe	2,7	4,9	16,1	234,7	255,3	275,2	298,2	323,2	327,8	330,6	334,8	337,4	339,0
Rzeczowe aktywa trwałe	0,2	0,6	8,6	8,1	8,6	8,5	8,5	8,7	8,9	9,1	9,1	9,1	9,2
Wartości niematerialne	2,2	3,4	4,7	8,7	14,4	18,6	23,1	27,8	32,1	34,9	39,0	41,5	43,1
Pozostałe aktywa trwałe	0,3	1,0	2,8	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6
Wartość firmy	0,0	0,0	0,0	210,4	224,7	240,6	259,1	279,2	279,2	279,2	279,2	279,2	279,2
Aktywa obrotowe	51,8	101,1	307,6	148,8	263,7	265,2	251,7	246,8	276,2	280,9	279,7	303,5	337,0
Należności	10,7	20,7	55,2	55,0	63,0	70,0	83,7	91,5	95,3	101,1	107,9	118,1	127,7
Inne aktywa obrotowe	1,3	5,1	15,8	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	39,8	75,2	236,6	83,4	190,3	184,8	157,7	144,9	170,5	169,4	161,4	175,0	199,0
Aktywa razem	54,5	106,0	323,7	383,6	519,0	540,4	549,9	570,0	603,9	611,5	614,6	640,9	676,1
Kapitał własny	42,1	92,1	238,1	308,6	442,6	463,0	469,0	486,3	518,8	524,2	524,7	547,2	578,7
Zobowiązania długoterminowe	0,4	0,5	7,4	5,7	4,1	2,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Zobowiązania krótkoterminowe	12,0	13,4	78,2	69,3	72,3	74,9	80,1	83,1	84,5	86,7	89,2	93,1	96,7
Zobowiązania handlowe	2,7	4,6	12,4	20,8	23,8	26,4	31,6	34,5	36,0	38,2	40,7	44,6	48,2
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	9,3	8,7	64,6	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8	46,8
Pasywa razem	54,5	106,0	323,7	383,6	519,0	540,4	549,9	570,0	603,9	611,5	614,6	640,9	676,1
Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody ze sprzedaży	115,3	241,1	578,2	660,6	755,5	840,2	1 004,3	1 098,4	1 143,5	1 213,0	1 295,3	1 417,0	1 532,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	107,9	229,8	552,8	612,5	703,1	760,2	901,1	984,7	1 063,4	1 121,1	1 193,5	1 303,3	1 406,5
EBITDA	45,0	85,7	174,9	196,1	243,7	257,2	264,2	283,0	319,5	327,4	327,0	353,6	389,4
Amortyzacja	0,7	1,3	1,2	4,2	3,9	6,6	6,9	6,7	7,5	9,6	8,7	10,6	11,8
EBIT	44,3	84,6	171,8	188,2	239,9	250,5	257,4	276,3	312,0	317,8	318,3	343,0	377,6
Saldo działalności finansowej	0,6	0,0	-0,8	1,4	2,9	2,8	2,6	2,7	3,1	3,2	3,3	3,4	3,8
Zysk (strata) brutto	44,8	84,6	170,9	189,6	242,7	253,4	259,9	279,1	315,1	321,1	321,5	346,4	381,3
Zysk (strata) netto	36,5	76,4	151,6	171,3	219,4	229,1	235,0	252,3	284,8	290,2	290,7	313,2	344,7
CF [mln PLN]	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przepływy z działalności operacyjnej	41,2	66,4	193,7	143,7	259,1	240,0	231,6	253,9	290,0	296,2	295,1	317,5	350,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-1,8	-1,8	-4,6	-224,5	-24,5	-26,5	-29,9	-31,7	-12,1	-12,5	-12,9	-13,2	-13,4
Przepływy z działalności finansowej	-6,3	-6,3	-28,2	-72,7	-127,7	-219,0	-228,9	-235,0	-252,3	-284,8	-290,2	-290,7	-313,2
Przepływy pieniężne netto	-6,3	-6,3	-28,2	-72,7	-127,7	-219,0	-228,9	-235,0	-252,3	-284,8	-290,2	-290,7	-313,2
Środki pieniężne na początek okresu	6,7	6,7	75,2	236,6	83,4	190,3	184,8	157,7	144,9	170,5	169,4	161,4	175,0
Środki pieniężne na koniec okresu	39,8	39,8	236,6	83,4	190,3	184,8	157,7	144,9	170,5	169,4	161,4	175,0	199,0

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Przychody zmiana r/r	109,2%	139,8%	14,2%	14,4%	11,2%	19,5%	9,4%	4,1%	6,1%	6,8%	9,4%	8,1%
EBITDA zmiana r/r	90,5%	104,0%	12,2%	24,3%	5,5%	2,8%	7,1%	12,9%	2,5%	-0,1%	8,1%	10,1%
EBIT zmiana r/r	90,9%	103,1%	9,5%	27,5%	4,5%	2,7%	7,4%	12,9%	1,9%	0,1%	7,8%	10,1%
Zysk netto zmiana r/r	109,5%	98,5%	13,0%	28,1%	4,4%	2,6%	7,4%	12,9%	1,9%	0,1%	7,7%	10,1%
Marża brutto na sprzedaży	95,3%	95,6%	92,7%	93,1%	90,5%	89,7%	89,6%	93,0%	92,4%	92,1%	92,0%	91,8%
Marża EBITDA	35,6%	30,2%	29,7%	32,3%	30,6%	26,3%	25,8%	27,9%	27,0%	25,2%	25,0%	25,4%
Marża EBIT	35,1%	29,7%	28,5%	31,7%	29,8%	25,6%	25,2%	27,3%	26,2%	24,6%	24,2%	24,6%
Marża netto	31,7%	26,2%	25,9%	29,0%	27,3%	23,4%	23,0%	24,9%	23,9%	22,4%	22,1%	22,5%
ROE	82,9%	63,7%	55,5%	49,6%	49,5%	50,1%	51,9%	54,9%	55,4%	55,4%	57,2%	59,6%
ROA	72,0%	46,8%	44,7%	42,3%	42,4%	42,7%	44,3%	47,2%	47,5%	47,3%	48,9%	51,0%
Dług netto	-75,2	-236,6	-83,4	-190,3	-184,8	-157,7	-144,9	-170,5	-169,4	-161,4	-175,0	-199,0
Dług netto / kapitał własny	-81,6%	-99,4%	-27,0%	-43,0%	-39,9%	-33,6%	-29,8%	-32,9%	-32,3%	-30,8%	-32,0%	-34,4%
Dług netto / EBITDA	-0,9	-1,4	-0,4	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Dług netto / EBIT	-0,9	-1,4	-0,4	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
EV	2395,5	2243,0	2442,1	2335,1	2340,7	2367,8	2380,6	2355,0	2356,0	2364,1	2350,5	2326,5
CAPEX / Przychody	2,1%	2,6%	4,2%	6,0%	5,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,0%	5,0%	4,8%	4,2%
CAPEX / Amortyzacja	430,1%	487,3%	664,8%	1169,7%	687,1%	674,4%	801,9%	767,9%	633,6%	739,1%	635,5%	544,8%
Amortyzacja / Przychody	0,5%	0,5%	0,6%	0,5%	0,8%	0,7%	0,6%	0,7%	0,8%	0,7%	0,8%	0,8%
Zmiana KO / Przychody	-5,1%	4,5%	-1,0%	-0,9%	-0,7%	-1,0%	-0,5%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	9,7%	-7,8%	7,9%	6,9%	7,1%	6,2%	5,4%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%
Wskaźniki rynkowe	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
MC/S*	10,2	4,3	3,8	3,3	3,0	2,5	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,6
P/E*	32,3	16,4	14,7	11,5	11,0	10,7	10,0	8,9	8,7	8,7	8,1	7,3
P/BV*	26,8	10,4	8,2	5,7	5,5	5,4	5,2	4,9	4,8	4,8	4,6	4,4
P/CE*	346,4	218,6	700,7	393,3	422,8	508,6	594,1	569,9	584,4	614,4	610,5	591,2
EV/EBITDA*	27,9	12,8	12,5	9,6	9,1	9,0	8,4	7,4	7,2	7,2	6,6	6,0
EV/EBIT*	28,3	13,1	13,0	9,7	9,3	9,2	8,6	7,5	7,4	7,4	6,9	6,2
EV/S*	4,1	3,4	3,2	2,8	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,5	1,5
BVPS	12,7	32,8	41,7	59,8	62,6	63,4	65,7	70,1	70,8	70,9	73,9	78,2
EPS	10,5	20,9	23,1	29,6	30,9	31,7	34,1	38,5	39,2	39,3	42,3	46,6
CEPS	1,0	1,6	0,5	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Dywidenda	-27,3	-27,3	72,7	128,5	219,4	229,1	235,0	252,3	284,8	290,2	290,7	313,2
DPS	-3,8	-3,8	9,8	17,4	29,6	30,9	31,7	34,1	38,5	39,2	39,3	42,3
Dyield	-1,1%	-1,1%	2,9%	5,1%	8,7%	9,1%	9,3%	10,0%	11,3%	11,5%	11,5%	12,4%
Payout ratio	-74,9%	-35,8%	47,9%	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 341,2 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:

Krzysztof Brymora

Dyrektor Wydziału
tel. (+48) 501 238 443
e-mail: krystian.brymora@bdm.pl
[strategia, chemia, przemysł, energetyka](#)

Adrian Górniak

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 668 516 977
e-mail: adrian.gorniak@bdm.pl
[developerzy, handel, media](#)

Krzysztof Tkocz

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 516 086 705
e-mail: krzysztof.tkocz@bdm.pl
[gry komputerowe](#)

Anna Madziar

Młodszy analityk rynku akcji
tel. (032) 208 14 35

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	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 (zasięg 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 4Q'21*:			, 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	2	100%	3	100%
Akumuluj	0	0%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	0	0%	0	0%
Sprzedaj	0	0%	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 badania 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 otrzymają niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiejkolwiek 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 z względu na 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 dodatknej stopy zwrotu jaką inwestor mógłby osiągnąć na pojedynczym instrumencie finansowym w danym okresie czasowym. Inwestor powinien być świadomy, że struktura portfelową inwestycji i jakkolwiek strategia inwestycyjna dla rynku akcji nie gwarantuje osiągnięcia przez niego dodatknej stopy zwrotu i nie chroni go przed finalnym poniesieniem straty.

Niniejszy raport został po raz pierwszy udostępniony Klientom BDM dnia 17.11.2021 roku (17:30 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 24.11.2021 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 wycytane 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 nietrafne. 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 częstotliwość 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.

Analityk (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 17.11.2021 roku:

- BDM oświadcza i zapewnia, że nie 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 jakiejkolwiek 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.
- 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 jakiejkolwiek 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.