



Biuro maklerskie

mBank.pl

wtorek, 26 maja 2020 | aktualizacja raportu

Ten Square Games: akumuluj (podwyższona)

TEN PW; TENP.WA | Gaming, Polska

Dalsze skalowanie biznesu

Ten Square Games (TEN) zaraportował bardzo dobre wyniki za 1Q'20 poprawiając EBITDA o 205% r/r (zgodne z naszymi oczekiwaniami). Wysoki wzrost wyników jest efektem dalszego skalowania sprzedaży gry Fishing Clash. W raporcie za 1Q'20 spółka poinformowała o szacunkowej sprzedaży w kwietniu (przyspieszenie wzrostu do 197% r/r vs. 126% r/r w 1Q'20), czemu towarzyszyły istotnie wyższe nakłady na marketing (19,2 mln PLN w kwietniu vs. 18,3 mln PLN w 1Q'20). Dotychczasowe nakłady na marketing w maju wyniosły 3,9 mln USD (ponad 16 mln PLN). Istotne zwiększenie wydatków na akwizycję graczy wynika z oceny spółki dotyczącej wpływu pandemii COVID-19 na sytuację na rynku user acquisition i zachowania graczy, która wskazywała na lepszą rentowność pozyskanego ruchu. Zwracamy uwagę, że wydatki na marketing są inwestycją, której pozytywny wpływ na sprzedaż jest widoczny na kilka przyszłych miesięcy. Biorąc pod uwagę wysoki stan środków pieniężnych w spółce, uważamy, że zwiększenie nakładów na marketing jest prawidłowym ruchem. Ponadto zespół projektowy Fishing Clash cały czas działa nad rozbudową zawartości gry oraz nad urozmaicaniem rozgrywki (wprowadzenie trybu Battle Royale). Uwzględniając powyższe, podwyższamy nasze szacunki dynamiki sprzedaży r/r dla gry Fishing Clash do 162%/30% odpowiednio w latach 2020/21 (vs. 80%/20% w poprzednim raporcie) oraz podwyższamy szacunek narzutu kosztów marketingu do 28% w 2020 roku (vs. 26,9% poprzednio). Biorąc powyższe pod uwagę, podwyższamy nasze prognozy sprzedaży/zysku netto TEN do odpowiednio 588/179 mln PLN w 2020 roku (vs. 417/131 mln PLN poprzednio). Podwyższamy również naszą rekomendację do akumuluj oraz wyznaczamy cenę docelową na 592 PLN/akcja.

Bardzo dobre wyniki za 1Q'20

Zgodnie ze wstępnymi danymi spółka poprawiła sprzedaż o 110% r/r do 95 mln PLN, a wynik EBITDA (MSR 17) został poprawiony o 205% r/r do 38,1 mln PLN w 1Q'20. Na koniec 1Q'20 spółka posiadała 105 mln PLN środków pieniężnych (vs. 51 mln PLN na koniec 1Q'19). Dane o sprzedaży w kwietniu potwierdzają kontynuację dynamicznego wzrostu sprzedaży r/r w 2Q'20.

Wzrost nakładów na marketing

Korzystając ze sprzyjających warunków rynkowych spółka zdecydowała się na zwiększenie wydatków na akwizycję graczy, czego efektem było wydanie 19,2 mln PLN na marketing w kwietniu (więcej niż w całym 1Q'20) oraz wydanie ponad 16 mln PLN do 25 maja. Uważamy, że poniesione nakłady na marketing będą napędzały sprzedaż generowaną przez Fishing Clash w kolejnych miesiącach (podobna jak w poprzednich latach).

Kontynuacja poprawy KPI

W 1Q'20 sprzedaż gry Fishing Clash była napędzana przez wzrost MAU (Monthly Average Users) o 45% r/r do 2,9 mln (+56% q/q) oraz wzrost ARPU (Average Revenue Per User) o 55% r/r do 9,75 PLN (-20% q/q). Zwracamy również uwagę na kontynuację poprawy KPI na gry Wild Hunt (MAU wzrosło o 52% r/r do 1,3 mln, +61% q/q). Biorąc pod uwagę wysokie wydatki na marketing oczekujemy dynamicznej poprawy MAU w Fishing Clash w kolejnych kwartałach. Retencja graczy powinna być wspierana przez dalsze wzbogacanie rozgrywki o nowe treści, wprowadzanie nowych trybów rozgrywki oraz umiejętne prowadzenie live-ops.

(mln PLN)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	115,3	241,1	587,7	782,6	885,5
EBITDA	45,0	85,7	199,7	261,4	292,5
marża EBITDA	39,1%	35,6%	34,0%	33,4%	33,0%
EBIT	44,3	84,6	196,8	257,5	288,1
Zysk netto	36,3	76,3	178,5	231,6	259,2
P/E	108,0	51,4	22,4	17,2	15,4
P/CE	106,0	50,6	22,0	16,9	15,1
P/BV	93,2	42,6	16,3	11,7	9,3
EV/EBITDA	86,2	44,9	19,0	14,2	12,4
DPS	0,87	3,75	3,70	18,09	23,47
DYield	0,2%	0,7%	0,7%	3,4%	4,4%

Cena bieżąca	539,00 PLN
Cena docelowa	592,00 PLN
Kapitalizacja	3,9 mld PLN
Free float	1,9 mld PLN
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	24,3 mln PLN

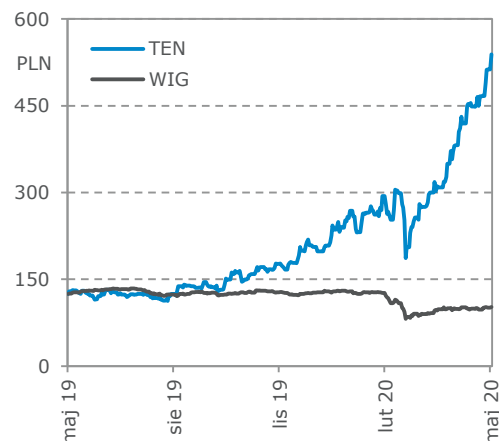
Struktura akcjonariatu

Porozumienie akcjonariuszy	50,15 %
Pozostali	49,85%

Profil spółki

Ten Square Games zostało założone w 2011 roku. Początkowo spółka zajmowała się tworzeniem gier przeglądarkowych, następnie skoncentrowała się na tworzeniu gier mobilnych. Pod koniec 2017 roku premierę miała gra Fishing Clash, która szybko stała się sukcesem na skalę dotąd nieodnotowywaną w TEN.

Kurs akcji TEN na tle WIG



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
TEN	592,00	462,00	akumuluj	trzymaj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
TEN	539,00	592,00	+9,8%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
Przychody	+41,0%	+49,6%	+48,2%
EBITDA	+35,6%	+42,2%	+38,6%
zysk netto	+36,7%	+42,0%	+38,4%

Analitik:

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl

Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:

EV – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)
EBIT – zysk operacyjny
EBITDA – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją
BOOK VALUE – wartość księgowa
WNDB – wynik na działalności bankowej
MC/S – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży
EBIT/EV – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej
P/E – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję
P/CE – cena do zysku wraz z amortyzacją
ROE – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych
P/BV – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję
Dług netto – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent
Marża EBITDA – EBITDA / przychody ze sprzedaży

PRZEWAGAŻENIE (OW, overweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku
RÓWNOWAŻENIE (N, neutral) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku
NIEDOWAGAŻENIE (UW, underweight) – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

KUPUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%
AKUMULUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%
TRZYMAJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%
REDUKUJ – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%
SPRZEDAJ – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. posiadał podpisaną z emitentem umowę o świadczenie usług maklerskich. W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł otrzymać od emitenta wynagrodzenie za świadczone usługi.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 26 maja 2020 o godzinie 08:30
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 26 maja 2020 o godzinie 08:30.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

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

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskim mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmienności analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:

DCF – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Wskaźnikowa – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

Zdyskontowanych dywidend (DDM) – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

Zysków ekonomicznych – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

Zdyskontowanych aktywów netto (NAV) – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

Rekomendacje dotyczące spółki wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:
Ten Square Games

rekomendacja	trzymaj	kupuj
data wydania	2020-05-05	2020-04-23
cena docelowa (PLN)	462,00	462,00
kurs z dnia rekomendacji	450,00	371,00

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

Maklerzy

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl