



Dom Maklerski BDM S.A.

Ten Square Games

RAPORT ANALITYCZNY

pozytywnie zaskoczeni wynikami spółki oraz jej dynamicznym rozwojem zmieniamy nasze spojrzenie na dalsze perspektywy Ten Square Games i podnosimy zalecenie ze sprzedaj do KUPUJ z ceną docelową 685 PLN/akcję (27% powyżej obecnej ceny rynkowej). Listopadowe dane o sprzedaży z Sensor Tower uważamy za niemiernorodne. Tym samym radzimy wykorzystać ostatnią przecenę kursu akcji spółki. Zwracamy uwagę, na zaskakująco dobry progres nowo wydanej gry „Hunting Clash”. Spodziewamy się, że będzie ona głównym motorem napędowym dalszej poprawy ścieżki wynikowej spółki, a z czasem może się stać równie ważnym filarem działalności co sam „Fishing Clash”. W rezultacie nad Ten Square Games przestanie ciążyć ryzyko „jednej gry”. Widząc potencjał tytułów „clashowych” deweloper zamierza bardziej zaznaczyć swoją obecność w tym segmencie tworząc nowe produkcje oparte o tę formułę. Lata doświadczenia, know-how w tworzeniu i rozwijaniu tego typu tytułów implikują większe prawdopodobieństwo kolejnych sukcesów.

„Sensor Tower” – po ostatnim odczycie za listopad’20, według którego „Fishing Clash” wypracował 7 mln USD (o 2 mln PLN mniej niż miesiąc wcześniej), rynek zareagował 13% przeceną walorów spółki. Uważamy, że dane z tego portalu są niemiernorodne w ocenie potencjału sprzedażowego. Dobrym przykładem są odczyty za lipiec’20 oraz wrzesień’20, w którym to ST szacował 9 mln USD przychodów z tego tytułu, w rzeczywistości TEN wygenerował w tych okresach odpowiednio: 58,8 mln PLN/ 50,4 mln PLN -> 8,4 mln PLN różnicy przy tym samym odczycie. Pod koniec roku spółka ogranicza wydatki na UA, w związku z wysokimi kosztami pozyskiwania użytkowników w tym okresie, co stopniowo przekłada się na spadek przychodów ale i wzrost rentowności. Według naszych szacunków za listopad’20 spodziewamy się, ok. 47 mln PLN przychodów przy UA na poziomie 6 mln PLN.

„Fishing Clash” – jesteśmy pozytywnie zaskoczeni monetizacją tego tytułu na przestrzeni ostatnich miesięcy. Deweloper wykorzystał okienko reklamowe, związane z COVID-19 na maksymalizację przychodowości produkcji. Spodziewamy się utrzymania jej wysokiej monetizacji w kolejnych okresach, przy znacznie niższych nakładach UA niż miało to miejsce w 2Q’20, co przełoży się na poprawę marżowości (efekt ten jest widoczny już w wynikach za 3Q’20). W związku z panującą sytuacją na świecie, wiele procesów w tym oczekiwanie na certyfikację uległy wydłużeniu. Liczymy jednak, że w 2021 roku spółka wejdzie na rynek chiński, co może przełożyć się na wyższe przychody z tego tytułu.

„Hunting Clash” – gra, która trafiła do soft launchu pod koniec 2019 roku, od tamtego momentu zdążyła wypracować 3,8 mln PLN przychodów (w ponad miesiąc od wejścia do fazy global testingu wygenerowała większość tej kwoty czyli 3,4 mln PLN). Kluczowe wskaźniki efektywności porównywalne są ze startem gry „Fishing Clash” (m.in. ARPDU = 80% FC). Spodziewamy się, coraz agresywniejszego skalowania tej produkcji, co znajdzie swoje odzwierciedlenie w podnoszeniu budżetów marketingowych jak i lepszej monetizacji tytułu. Spodziewamy się, że w kolejnych okresach będzie ona głównym motorem napędowym dalszej wzrostowej dynamiki wyników. Na 2021 rok prognozujemy 95,4 mln PLN przychodów i 35,3 mln PLN UA.

„SoliTales”, „Flip This House” – spółka wchodząc z nowymi tytułami w segment dla kobiet nie posiadała doświadczenia w produkcji tego typu gier. Po kilku miesiącach funkcjonowania w fazie globalnych testów, w związku iż miały się z oczekiwaniami dewelopera, podjęto decyzję o zaprzestaniu ich rozwijania. Nie oznacza to jednak „zabicia” produktów, będą one utrzymywane przy życiu bez większych nakładów pracy. Moce produkcyjne (kilkadziesiąt osób) zostało przeniesionych do rozwijania nowych projektów bardziej perspektywicznych projektów.

Kolejne „clashowe” tytuły? – spółka planuje wykorzystać know-how i przewagi rynkowe do produkcji kolejnych gier clashowych, nie będzie się jednak ograniczała jedynie do tematyki hobbyistycznej. W przygotowaniu ma projekt przeznaczony dla szerszego grona odbiorców, który wyszedł już z fazy koncepcyjnej i 2-3 nowe tytuły, które się w niej znajdują. W związku z zaprzestaniem rozwijania gier z segmentu dla kobiet, deweloperzy wzmocnią zespoły pracujące nad tymi projektami co znacznie przyspieszy ich produkcję.

Update strategiczny – spółka od początku 2020 roku powiększyła swój skład o prawie 40% do ponad 300 osób. To naszym zdaniem wraz ze zmianami w strukturach zarządu przyspieszy i usprawni pracę nad obecnymi i nowymi projektami. Utworzono również zespół w Warszawie, który pracuje nad nowym produktem oraz przygotowywane jest otwarcie studia w Berlinie, które oprócz rozwoju kolejnych projektów ma pozyskiwać specjalistów z tamtejszej społeczności.

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody [mln PLN]	27,0	115,3	241,1	613,8	739,8	821,2
EBITDA [mln PLN]	11,4	45,0	85,7	203,3	269,7	287,9
EBIT [mln PLN]	10,9	44,3	84,6	200,2	266,4	284,8
Wynik brutto [mln PLN]	10,2	44,8	84,6	201,2	269,0	287,7
Zysk netto [mln PLN]	8,4	36,5	76,4	180,8	243,7	260,7
P/BV	336,1	93,3	42,4	14,7	9,8	7,8
P/E	467,0	107,7	51,2	21,7	16,1	15,1
EV/EBITDA	342,8	86,4	44,7	18,2	13,3	12,1
EV/EBIT	361,1	87,8	45,3	18,5	13,5	12,3

KUPUJ
(POPZEDNIO:SPZEDAJ)
WYCENA 685 PLN

4 GRUDNIA 2020, 08:00 CEST

Wycena DCF [PLN]	730
Wycena porównawcza [PLN]	505
Wycena końcowa [PLN]	685
Potencjał do wzrostu	27%
Koszt kapitału	9%
Cena rynkowa [PLN]	540
Kapitalizacja [mln PLN]	3 924
Ilość akcji [mln. szt.]	7,3
Cena maksymalna za 6 mc [PLN]	679
Cena minimalna za 6 mc [PLN]	454
Stopa zwrotu za 3 mc	0,9%
Stopa zwrotu za 6 mc	12,4%
Stopa zwrotu za 9 mc	80,6%
Struktura akcjonariatu:	
Porozumienie Akcjonariuszy	51,5%
Pozostali	48,5%

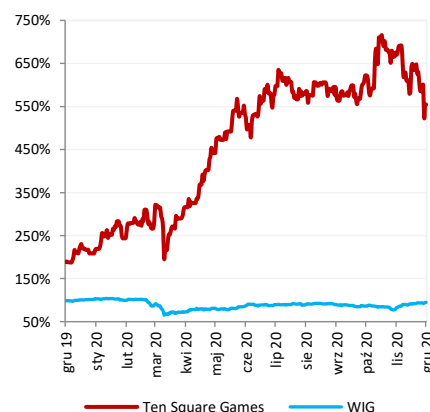
Krzysztof Tkocz

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	4
WYCENA PORÓWNAWCZA	7
CZYNNIKI RYZYKA	8
PRODUKTY SPÓŁKI I UPDATE STRATEGICZNY	9
OTOCZENIE RYNKOWE	13
WYNIKI ZA 3Q'20	17
PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO 3Q'20 (24.11.2020)	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 730 PLN, natomiast wycena porównawcza dała wartość 1 akcji równą 505 PLN. Tak obliczona końcowa wycena sugeruje wartość spółki na poziomie 5,0 mld PLN, czyli **685 PLN/akcję**.

Podsumowanie wyceny

	Waga 80%	Wycena 730
Wycena DCF		
Wycena porównawcza	20%	505
Wycena 1 akcji Ten Square Games [PLN]		685

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Spółka zaskoczyła nas pozytywnie swoim wynikami i dynamicznym rozwojem. Nie spodziewaliśmy się wcześniej, iż gra „Fishing Clash” jest w stanie osiągnąć tak wysokie pułapy monetyzacji. Co prawda do takiego stanu rzeczy przyczyniła się nieoczekiwana przez nikogo sytuacja związana z pandemią COVID-19, która zwiększyła ilość graczy na całym świecie. Dodatkowo w wyniku zawirowań na rynku reklamy spowodowanych koronawirusem, deweloper wykorzystał nadarzącą się okazję do agresywnego przeskalowania wydatków marketingowych na wyżej wspomnianą grę. W 2Q'20 przeżyło się to na rekordowe odczyty przychodowe ale i największe koszty. Spółka zdecydowała się na ten ruch, patrząc na swoją przyszłość nie tylko przez pryzmat kwartału, w którym się znajdują ale mając na uwadze, iż pozyskane kohorty w tym okresie pozwolą utrzymać wysoką przychodowość „Fishing Clash” w kolejnych miesiącach przy znacznie niższych budżetach marketingowych, co widać już po wynikach za 3Q'20. Liczymy, że dzięki pełnemu wejściu na rynek chiński (2021 rok) będzie w stanie osiągnąć jeszcze wyższe pułapy monetyzacji. Spodziewamy się, że na przestrzeni 2020 deweloper wygeneruje 613,8 mln PLN przychodów, 203,3 mln PLN EBITDA oraz 180,8 mln PLN zysku netto.

Z produkcji znajdujących się w fazie globalnych testów, grą która najbardziej wyróżniła się swoim performancem i potencjałem jest „Hunting Clash”. Od początku funkcjonowania na urządzeniach mobilnych wypracował 3,8 mln PLN, z czego 3,4 mln PLN w 3Q'20 (czyli po ponad miesiącu od wejścia do fazy globalnych testów). Spodziewamy się, że tytuł ten w przyszłych okresach przyczyni się do poprawy wyników spółki. Spore doświadczenie dewelopera w prowadzeniu gier hobbyistycznych zwiększa szansę na jego sukces. Szacujemy, że do końca tego roku „HC” może wypracować 10,9 mln PLN przychodów, na 2021 natomiast zakładamy poziom 95,4 mln PLN przy nakładach UA na poziomie 35,3 mln PLN.

Dwie pozostałe gry z segmentu dla kobiet, czyli „SoliTales” i „Flip This House” nie sprostały oczekiwaniom dewelopera, tym samym postanowił on o zaprzestaniu ich rozwijania. Będą one dalej funkcjonowały w trybie „low maintenance mode”, zespoły pracują nad tymi tytułami zostały przeniesione do tworzenia nowych projektów z większym potencjałem, co znacznie przyspieszy ich produkcję. Spółka postanowiła wykorzystać swoje know-how i przewagi rynkowe w tworzeniu i rozwijaniu gier „clashowych”. Nowa produkcja oparta o ten model opuściła fazę koncepcyjną, a 2-3 kolejny tytuły właśnie przez nią przechodzą. Lata doświadczenia dewelopera w prowadzeniu tego typu gier implikują większe prawdopodobieństwo kolejnych sukcesów.

Sugerując się powyższymi argumentami oraz zaskoczeni dynamicznym rozwojem, pozytywnie patrzymy zarówno na aktualną sytuację spółki jak i jej długoterminowe perspektywy. Dodatkowo radzimy wykorzystać ostatnią przecenę kursu akcji w reakcji na dane z Sensor Tower, uważając je za niemiarodajne w ocenie potencjału sprzedażowego. Wydajemy zalecenie **KUPUJ z ceną docelową 685 PLN/akcję**, czyli 27% powyżej obecnej ceny rynkowej.

Główne założenia

	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody [mln PLN]	27,0	115,3	241,1	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	3,8	88,8	206,5	554,0	583,4	552,8	455,0	381,5	303,4	242,7	172,8	103,6	67,2
Let's Fish	12,8	16,5	15,2	15,6	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Wild Hunt	0,9	4,9	9,6	15,2	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Game Factory	9,6	5,2	10,6	14,5	20,1	18,2	15,4	13,1	11,1	9,5	8,0	6,8	5,8
SoliTales	0,0	0,0	0,0	2,9	4,1	1,5	0,7	0,4	0,2	0,2	0,3	0,5	0,7
Flip This House	0,0	0,0	0,0	1,2	3,2	1,3	0,7	0,4	0,2	0,3	0,6	1,2	2,4
Golf Rush	0,0	0,0	0,0	0,0	8,8	46,8	85,4	118,9	97,8	82,0	65,2	53,3	37,0
Hunting Clash	0,0	0,0	0,0	10,9	95,4	177,7	368,8	338,1	291,7	249,5	215,3	180,0	151,9
Projekt 1	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 2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	21,5	33,2	40,5	35,0	25,0	10,3	8,3
Projekt 3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	24,1	122,5	210,0	207,4	173,2	143,2	117,5
Projekt 4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,5	59,2	184,1	164,2	136,4	116,4	108,8
Projekt 5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	72,1	193,7	198,6	166,5	137,0	114,9
Projekt 6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	36,8	60,0	52,4	43,3	35,8
Projekt 7	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 8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,4	152,1	368,1	328,4	272,9
Projekt 9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	41,5	142,1	173,6	149,8
Projekt 10	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,6	17,7	92,0	82,1
Projekt 11	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,6	155,0	270,0
Projekt 12	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	39,2	121,0
Projekt 13	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	22,5	129,1
USD/PLN	3,777	3,613	3,839	3,877	3,700	3,670	3,624	3,580	3,580	3,580	3,580	3,580	3,580

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% (wcześniej 4,0%), premii za ryzyko rynkowe na poziomie 5% oraz współczynnika beta = 1,2.

Główne założenia modelu:

- W 2020 roku zakładamy 613,8 mln PLN przychodów. Na wyniki tego okresu największy wpływ miała monetyzacja gry „Fishing Clash”, której przychody w porównaniu do poprzedniego roku poprawiły się o 168% (554 mln PLN vs 206,5 mln PLN), szacujemy natomiast, że wydatki związane z jej marketingiem urosną o 145% (145,0 mln PLN vs 63,2), co przełożyło się na wzrost rentowności tego tytułu z 69,4% do 72,0%. Drugim dotychczas najważniejszym tytułem w portfelu spółki była gra „Let’s Fish”, która wygeneruje 15,6 mln PLN (o 2,7% więcej niż rok wcześniej). O ponad 58% urosną przychody z tytułu „Wild Hunt” (z 9,6 mln PLN do 15,2 mln PLN) do czego przyczyniły się m.in. liczne aktualizacje. Oprócz kosztów związanych z marketingiem istotną pozycję wydatkową w tym okresie stanowiły wynagrodzenia, które według naszych szacunków wyniosły 37,0 mln PLN (wzrost o 293% r/r) – co jest związane z powiększeniem załogi o ponad 100 osób.
- Spodziewamy się, że marża EBITDA w 2020 wyniesie ok. 33,1%. Spadek marży r/r będzie podyktowany m.in. zwiększeniem wydatków marketingowych na „Fishing Clash”, wzrostem kosztów wynagrodzeń, kosztów ogólnego zarządu jak i wyższą amortyzacją związaną z przejściem gier znajdujących się w produkcji do fazy soft launchu.
- W 2021 roku zakładamy utrzymanie wydatków marketingowych na grę „Fishing Clash” na poziomie ok. 25-30 mln PLN na kwartał, co razem z uruchomieniem tego tytułu w Chinach, zarówno na platformach iOS jak i Android, przełoży się na wyższe przychody. Zakładamy, że w omawianym okresie osiągnie ona szczyt swoich możliwości i wygeneruje 583,4 mln PLN przychodów, przy wydatkach marketingowych rzędu 102,9 mln PLN (o 29% mniej r/r).
- Mając na uwadze doświadczenie dewelopera co do rozwoju gier hobbystycznych oraz obserwując obecne postępy, wyżej wspomnianych tytułów, szacujemy, że „Hunting Clash” może stać się drugim najlepiej zarabiającym tytułem. Zakładamy jej hard launch w 1Q’21. Spodziewamy się, że już w 2021 roku wypracuje ona ok. 95,4 mln PLN przychodów, przy nakładach UA na poziomie 35,3 mln PLN, co da rentowność ok. 63%. Liczymy, że podąży ścieżką „Fishing Clasha” i z roku na rok będzie dokładała od siebie coraz więcej.
- W związku z zaprzestaniem rozwoju gier „SoliTales” oraz „Flip This House”, spodziewamy się, że wygenerują one nieznaczne przychody w obecnym i w 2021 roku. Szacujemy, że pokryją one koszty amortyzacji, stąd nie spodziewamy się odpisów na tych tytułach.
- 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).
- Spodziewamy się dalszego rozrostu spółki. Prognozujemy, że w Ten Square Games do końca 2020 roku będzie pracowało około 310 osób, z okresu na okres załoga dewelopera będzie się dynamicznie powiększała w związku z rozszerzeniem działalności.
- Zakładamy, że nowe projekty, będą miały budżety zbliżone do produkcji „Hunting Clash” co przełoży się na większy potencjał monetyzacji.
- 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%. W okresie rezydualnym zakładamy stopę podatkową w wysokości 19%.
- Polityka dywidendowa spółki zakłada przeznaczenie do 75% skonsolidowanego zysku netto (wyjątkiem był 2020 rok, w którym wypłaciła 36% - chęć zabezpieczenia się w związku z pandemią COVID-19), w zależności od potrzeb i planów inwestycyjnych. Dlatego oczekujemy w 2021 roku wypłaty dywidendy na poziomie 75% zysku netto z 2020 roku. Utrzymujemy Payout ratio do 2022 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 2019 roku czyli 75,2 mln PLN.
- Wzrost FCFW w okresie rezydualnym zakładamy na poziomie 3,0%.
- Do obliczeń przyjęliśmy ok. 7,3 mln akcji.
- Końcowa wartość jednej akcji jest wyceną na dzień 4 grudnia 2020 roku.

Metoda DCF dała wartość spółki na poziomie 5,0 mld PLN. W przeliczeniu na 1 akcję daje to poziom 685 PLN.

Model DCF

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży [mln PLN]	241,1	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
EBIT [mln PLN]	84,6	200,2	266,4	284,8	310,1	389,3	427,1	432,4	435,0	440,2	493,1
Stopa podatkowa	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Podatek od EBIT [mln PLN]	7,6	18,0	24,0	25,6	27,9	35,0	38,4	38,9	39,2	39,6	44,4
NOPLAT [mln PLN]	77,0	182,2	242,4	259,1	282,2	354,3	388,7	393,5	395,9	400,6	448,7
Amortyzacja [mln PLN]	1,2	3,1	3,3	3,2	3,6	3,5	3,9	4,1	4,6	4,6	4,8
CAPEX [mln PLN]	-3,4	-3,7	-1,3	-4,7	-4,4	-4,7	-5,0	-4,9	-5,3	-5,2	-4,3
Inwestycje w kapitał obrotowy [mln PLN]	-12,3	-23,7	-9,5	-6,5	-12,4	-12,0	-16,8	-3,5	-8,5	-2,1	-5,5
Inwestycje kapitałowe [mln PLN]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF [mln PLN]	62,5	157,8	234,9	251,1	269,0	341,0	370,8	389,2	386,6	397,9	443,8
DFCF [mln PLN]	62,5	156,7	214,1	209,9	206,3	239,9	239,4	230,5	210,1	198,4	202,9
Suma DFCF [mln PLN]		2 108,2									
Wartość rezydualna [mln PLN]		6 881,6									
											wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym: +3,0%
Zdyskontowana wart. rezydualna [mln PLN]		3 146,9									
Wartość firmy EV [mln PLN]		5 255,0									
Dług netto 2019 [mln PLN]		-75,2									
Dywidenda 2020 [mln PLN]		27,4									
Udziały mniejszości 2019 [mln PLN]		0,0									
Wartość kapitału [mln PLN]		5 302,9									
Ilość akcji [mln szt.]		7,3									
Wartość kapitału na akcję [PLN]		730									

Przychody zmiana r/r	154,5%	20,5%	11,0%	20,7%	16,6%	20,9%	3,7%	8,8%	2,0%	5,1%
EBIT zmiana r/r	136,7%	33,0%	6,9%	8,9%	25,5%	9,7%	1,2%	0,6%	1,2%	12,0%
FCF zmiana r/r	136,7%	33,0%	6,9%	8,9%	25,5%	9,7%	1,2%	0,6%	1,2%	12,0%
Marża EBITDA	33,1%	36,5%	35,1%	31,6%	34,0%	30,8%	30,1%	27,9%	27,7%	29,5%
Marża EBIT	32,6%	36,0%	34,7%	31,3%	33,7%	30,6%	29,8%	27,6%	27,4%	29,2%
Marża NOPLAT	29,7%	32,8%	31,6%	28,5%	30,6%	27,8%	27,1%	25,1%	24,9%	26,5%
CAPEX / Przychody	0,6%	0,2%	0,6%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
CAPEX / Amortyzacja	120,8%	40,1%	149,1%	121,9%	135,6%	129,5%	119,9%	115,2%	112,8%	88,7%
Zmiana KO / Przychody	3,9%	1,3%	0,8%	1,3%	1,0%	1,2%	0,2%	0,5%	0,1%	0,3%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	6,4%	7,5%	8,0%	7,3%	7,3%	6,9%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Kalkulacja WACC

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
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								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
beta	0,9	727	761	800	847	903	971	1056	1166	1313
	1,0	677	705	738	776	821	875	940	1023	1128
	1,1	633	657	684	716	752	796	847	911	990
	1,2	595	615	638	664	694	730	771	821	882
	1,3	561	578	598	620	645	674	708	748	796
	1,4	530	545	562	581	602	626	654	687	726
	1,5	503	516	530	546	564	585	608	635	667

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

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

		wzrost / spadek FCF w okresie rezydualnym								
		0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
Premia za ryzyko	3%	838	886	944	1014	1101	1212	1360	1564	1865
	4%	696	726	762	803	852	911	984	1076	1195
	5%	595	615	638	664	694	730	771	821	882
	6%	519	533	549	566	586	609	635	665	701
	7%	460	470	481	494	507	523	540	560	583
	8%	413	420	429	438	447	458	470	484	499
	9%	374	380	386	393	400	408	417	426	437

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wrażliwość modelu DCF: premia za ryzyko / beta

		Beta								
		0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7
Premia za ryzyko	3%	1507	1389	1293	1212	1144	1086	1036	992	953
	4%	1110	1030	965	911	865	825	791	761	735
	5%	874	816	769	730	696	668	643	621	602
	6%	718	674	639	609	584	562	544	527	513
	7%	608	574	546	523	503	487	472	459	448
	8%	525	499	477	458	443	430	418	408	399
	9%	462	441	423	408	396	385	376	367	360

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

WYCENA PORÓWNAWCZA

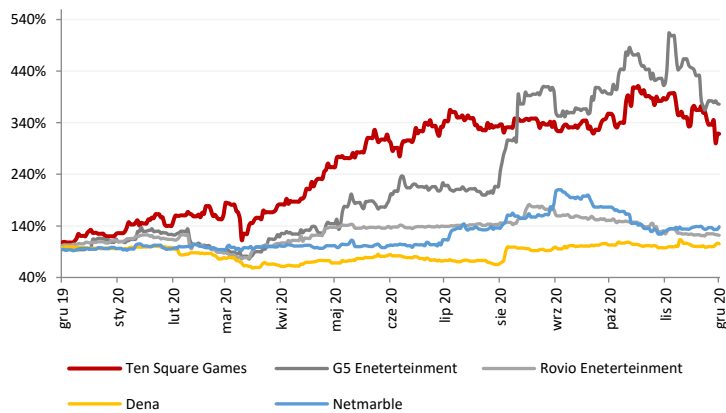
Poniżej przedstawiamy wycenę porównawczą, która oparta jest na światowych deweloperach gier mobilnych. Wycena do spółek globalnych sugeruje wartość 1 akcji na poziomie **505 PLN**. W poprzedniej naszej rekomendacji nie uwzględnialiśmy jej w wycenie, gdyż zagraniczne studia różniły się co do profilu prowadzonej działalności, jak i miały znacząco większą skalę oraz portfolio gier. Jednak po sporym awansie gry „Fishing Clash” w rankingu gier o najlepszej przychodowości oraz nowych tytułach o sporym potencjale monetyzacji postanowiliśmy nadać wycenie porównawczej wagę 20% wyceny końcowej.

Wycena porównawcza do deweloperów gier mobilnych

	P/E			EV/EBITDA		
	2020P	2021P	2022P	2020P	2021P	2022P
GLU MOBILE INC	24,2	18,6	15,6	25,1	19,0	15,0
ZYNGA INC - CL A	23,7	23,8	18,2	16,7	12,8	11,1
G5 ENTERTAINMENT AB	21,6	19,3	15,7	9,5	7,8	6,2
ROVIO ENTERTAINMENT OY	10,5	14,7	15,6	4,5	5,6	5,6
DENA CO LTD	12,1	15,3	15,7	5,8	6,1	5,1
NETMARBLE CORP	40,3	31,9	26,9	27,8	21,2	16,8
Mediana	22,7	19,0	15,7	13,1	10,3	8,7
Ten Square Games	21,3	15,8	14,8	17,9	13,0	11,9
Premia/dyskonto dla Ten Square Games	94,1%	83,3%	-5,8%	136,5%	126,2%	36,9%
Wycena wg wskaźnika	563,5	636,3	562,7	396,3	429,7	403,3
Waga roku	10%	45%	45%	10%	45%	45%
Wycena 1 akcji wg wskaźników [PLN]		596			414	
Waga wskaźnika		50%			50%	
Wycena końcowa 1 akcji [PLN]	505					

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

Zachowanie kursów od grudnia 2019 roku



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., Bloomberg

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

	2020P	2021P	2022P	2023P
Przychody BDM	613,8	739,8	821,2	991,4
Przychody konsensus	631,0	789,9	890,9	892,2
Różnica	-2,7%	-6,3%	-7,8%	11,1%
EBIT BDM	200,2	266,4	284,8	310,1
EBIT konsensus	213,4	274,0	307,1	365,3
Różnica	-6,2%	-2,8%	-7,3%	-15,1%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

CZYNNIKI RYZYKA

1. 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.

2. 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.

3. Ryzyko konkurencji

Rynek gier mobilnych jest rynkiem konkurencyjnym, ze względu na niskie bariery wejścia dla nowych podmiotów oraz prosty dostęp do globalnej dystrybucji nowych produktów. Potencjalnym odbiorcom oferowane są liczne gry, często o podobnej tematyce. Rynek ten wymaga od spółki pracy nad stałym podwyższaniem jakości produktów, jak i poszukiwaniem nowych obszarów tematycznych. Nieustannie pojawiające się nowe produkcje, powodują ryzyko spadku zainteresowania określonymi grami spółki. Ten Square Games działa na rynku międzynarodowym, dlatego negatywny wpływ na jej działalność może mieć aktywność deweloperów na całym świecie.

4. 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.

5. Ryzyko uzależnienia od kluczowych dystrybutorów

Spółka jest uzależniona od podmiotów prowadzących kluczowe platformy dystrybucyjny (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.

6. Ryzyko związane z pojawieniem się nowych technologii

Na działalność spółki duży wpływ mają nowe technologie oraz rozwiązania informatyczne. Ze względu na dużą dynamikę rozwoju rynku technologicznego, dla Ten Square Games koniecznym staje się ciągłe monitorowanie wchodzących nowości oraz ich szybka implikacja. Potencjalnym ryzykiem dla spółki jest niedostosowanie się do zmieniających się warunków panujących na rynku, ze względu na brak możliwości technologicznych szybkiego dostosowania się lub przez wysokie koszty adaptacji nowych rozwiązań.

7. Ryzyko niedokładności szacunków i trendów

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

8. Ryzyko związane z nową polityką prywatności Apple – iOS 14.0.

Wprowadzenie nowej polityki może wpłynąć na zmiany w zakresie pozyskiwania użytkowników na iOS. Będzie ona wymagała od aplikacji zgody na zebranie danych pozwalających na śledzenie i sterowanie reklamami. Potencjalnym ryzykiem może być jej wpływ na procesy UA, a dostosowanie się do nowych okoliczności może znaleźć odzwierciedlenie w gorszych wynikach spółki.

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

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

10. 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 I UPDATE STRATEGICZNY

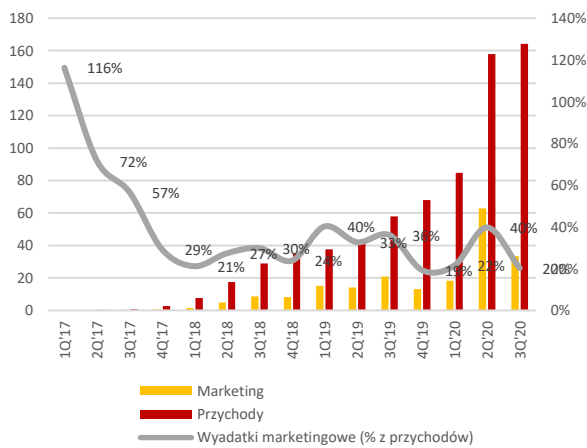
Najważniejsze produkty:

„Fishing Clash” - tytuł ten nieustannie pozostaje flagowcem TEN, pandemia COVID-19 wpłynęła na zwiększone zainteresowanie produktami spółki. Ponadto, w zawiązku z panującą sytuacją na świecie nastąpiły przetasowania na rynku reklamy, które deweloper postanowił wykorzystać dynamicznie skalując wydatki marketingowe co przełożyło się na UA na rekordowym poziomie 62,8 mln PLN. W 3Q'20 FC odpowiadał za 92% przychodów spółki, szacujemy, że w całym 2020 roku wygeneruje 554,0 mln PLN, co będzie stanowiło 90,3% całości przychodów.

Spodziewamy się utrzymania monetyzacji w przyszłych okresach na obecnych poziomach przy ograniczonym UA. Zwracamy uwagę, na długi cykl życia tego typu gier, stąd liczymy, że przed grą jest jeszcze kilka lat o bardzo dobrej dochodowości i marżowości.

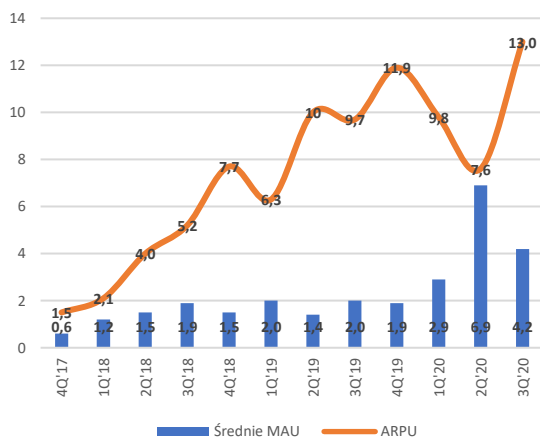
W związku z zawirowaniami na świecie, również procesy certyfikacji gier na rynku Chińskim uległy znacznemu wydłużeniu się. Liczymy na to, że w 2021 roku, spółce uda się w końcu wejść na ten rynek i będzie on motorem napędowym produkcji do polepszenia wyników.

Kwartałna struktura przychodów gry „Fishing Clash” vs marketing



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

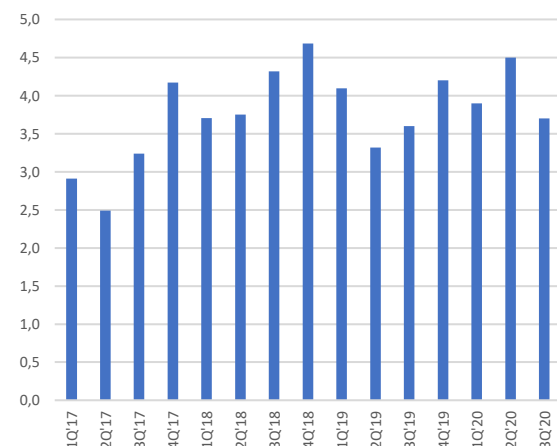
Fishing Clash – średnie MAU (mln) i miesięczne ARPU (PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

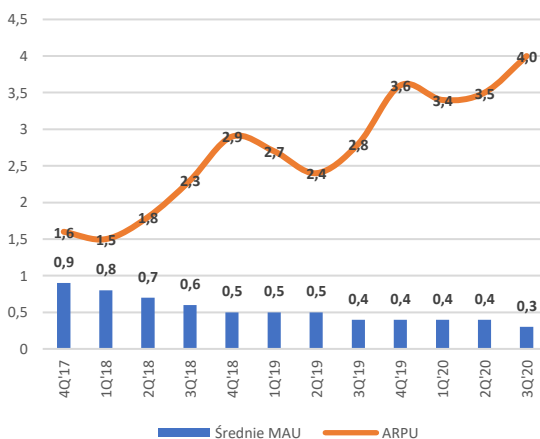
„Let’s Fish” – pomimo iż gra ta znajduje się od 2014 roku na urządzeniach mobilnych, dalej generuje istotne przepływy na wysokim poziomie. M.in. dzięki tej produkcji, widać jak długo solidnie mogą monetyzować się gry hobbystyczne. Liczymy, że i w kolejnych okresach będzie istotnym wsparciem wyników wrocławskiego dewelopera.

Kwartałna struktura przychodów gry „Let’s Fish”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

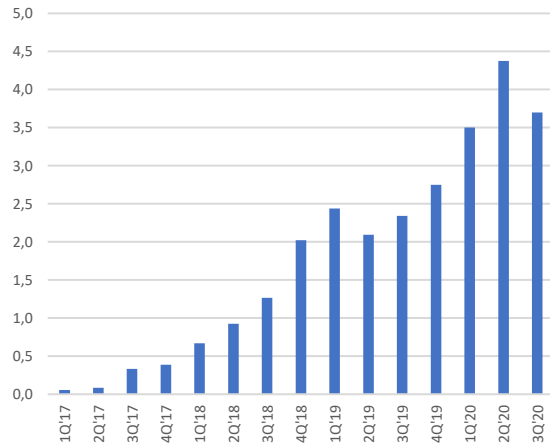
Let’s Fish – średnie MAU (mln) i miesięczne ARPU (PLN)



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

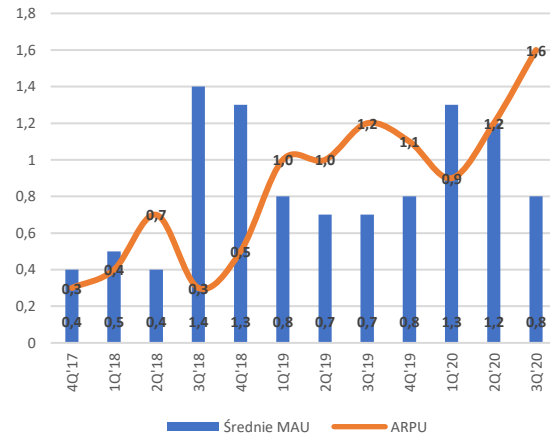
„Wild Hunt” – kolejna gra z gatunku hobbyistycznego, która dzięki ciągłemu ulepszaniu, dostarczaniu nowego kontentu jest w stanie zwiększać swoje osiągi z okresu na okres mimo starzejącego się produktu. Spodziewamy utrzymania się jej dobrej monetyzacji w przyszłych kwartałach.

Kwartałna struktura przychodów gry „Wild Hunt”



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

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



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

„Hunting Clash” - trafił do fazy global testingu 24.08.2020 roku, od tamtego czasu wypracował 3,4 mln PLN (od wejścia do fazy SL pod koniec 2019 rok wygenerował łącznie 3,8 mln PLN, przy nakładach na UA na poziomie 2,4 mln USD vs 0,3 mln USD „Fishing Clash”). Porównując wskaźniki na przestrzeni pierwszych 90 dni globalnych testów, HC osiągnął ARPDAU na poziomie 80% gry FC a ROAS wyniosło 66% FC.

Aktualnie jest to najlepszy tytuł z nowo wydanych produkcji. Patrząc na ewolucję produkcji związanych z łowieniem ryb – „Let’s Fish” -> „Fishing Clash”, dużym zainteresowaniem tematyką łowiectwa (dobra monetyzacja „Wild Hunt”), spodziewamy się, że ta samą drogą sukcesu może podążać „Hunting Clash”. Liczymy, że produkt ten będzie motorem napędowym wyników spółki w kolejnych okresach, a z czasem może okazać się tak istotnym źródłem przychodów jak flagowy FC.

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

Gra	Producent	Przychody listopad 2020	
		Android	iOS
1. Deer Hunter 2018	Glu Games	0,02	0,1
2. Deer Hunter Classic	Glu Games	0,03	0,05

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

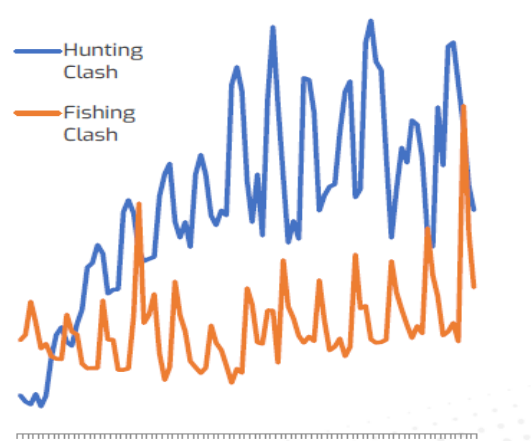
Aktualnie produkcja „Hunting Clash” ma znikomą konkurencję w segmencie gier o tematyce łowieckiej, osiąga znacznie lepsze wyniki będąc w fazie global testingu.

DAU – pierwsze 90 dni global testingu



Źródło: spółka - prezentacja inwestorska za 3Q'20

Płatności netto – pierwsze 90 dni global testingu



Źródło: spółka - prezentacja inwestorska za 3Q'20

„SoliTales” – gra znajdowała się na drugim miejscu pod względem monetyzacji nowo wydanych produkcji. Do fazy global testingu weszła jako pierwsza (27.07.2020), we wrześniu została pobrana 87 tys. razy i wypracowała ok. 130 tys. USD przychodów, miesiąc później ściągnięto ją 66 tys. razy i wygenerowała 120 tys. USD. Spółka zdecydowała o zaprzestaniu rozwoju tego produktu, ze względu na ruch organiczny, który był poniżej oczekiwań, co ograniczało potencjał skalowania gry.

Przychody gier podobnych do „SoliTales” [mln USD]

	Gra	Producent	Przychody listopad 2020	
			Android	iOS
1.	Pyramid Solitaire Saga	King	0,4	0,3
2.	Spider Solitaire	Moobility Ware	0,01	0,02

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

Konkurencja w tym segmencie gier jest znacznie większa niż w wyżej wspomnianych tytułach. Patrząc jednak na podobne produkcje niewiele deweloperów wybija się ze swoim produktem i generuje istotne przychody.

„Flip This House” – trzecia z nowo wydanych produkcji (09.2020), w miesiącu swojego debiutu została pobrana 230 tys. razy i wypracowała 47 tys. USD przychodów, w październiku mimo spadku ściągnięć do 220 tys. wygenerowała dwa razy większe przepływy (100 tys. USD). Zdecydowano o zaprzestaniu rozwoju tego projektu, ze względu na zmianę otoczenia rynkowego – bardzo dużo nowych gier o podobnej tematyce wydanych w tym roku.

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

	Gra	Producent	Przychody listopad 2020	
			Android	iOS
1.	My Home - Design Dreams	Zentertain	0,6	0,9
2.	The Sims FreePlay	EA	0,3	0,6
3.	Design Home	Crowdstar	3	5
4.	Home Design Makeover	Storm 8 studios	0,5	2
5.	Sweet House	MAFT Wireless	0,01	0,01
6.	Home Street	Supersolid	0,03	0,04
7.	House Flip	fun-gi	0,01	0,03
8.	Design My Room	NPOL Game	0,2	0,1
9.	Homescapes	Playrix	24	33

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

W powyższej tabelki widać, że najlepsze gry związane z projektowaniem wnętrz domów potrafią przynosić duże przychody jednak jest to segment cechujący się dużą konkurencją, w którym ciężko się przebić ze swoim produktem.

„Golf Rush” – gra wciąż znajduje się w fazie produkcji, cały czas przechodzi zmiany a zespół ją rozwijający pracuje m.in. nad modelem rozgrywki. Spółka zapowiedziała, że już w grudniu nastąpi jej techniczny debiut, a do soft launchu trafi w 1H'21. Jak widać w poniższej tabeli, również gry związane z golfem cieszą się dużą popularnością wśród graczy.

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

	Gra	Producent	Przychody listopad 2020	
			Android	iOS
1.	Golf Clash	Playdynamic	4	6
2.	Golf Rival	GR Sports Club	3	2
3.	Mini Golf King	PNIX	0,2	0,1
4.	Golf Battle	Miniclip	0,2	0,3

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

Update strategiczny – trzy filary rozwoju

„**Wrocław - Hub**” – aktualnie w spółce pracuje około 310 osób, spółka zamierza w dalszym ciągu dynamicznie poszerzać swój skład. Główna siedziba będzie dalej odpowiadała za rozwój własnych produkcji.

„**Spokes**”: **Warszawa** – zespół w Warszawie zaczął już pracę nad nowym produktem.

Berlin - przygotowywane jest otwarcie studia, które oprócz rozwoju kolejnych projektów ma pozyskiwać specjalistów z tamtejszej społeczności.

„**M&A**” – Ten Square Games przygląda się trzem typom zespołów: 1) małe studia do 10 mln USD, 2) średnie od 10-100 mln USD, 3) transformacyjnym powyżej 100 mln USD. Spółce udało się otworzyć kilka dialogów i będą je kontynuować. Skupia się przede wszystkim na rynku europejskim. Deweloper skupia się przede wszystkim na rynku europejskim i na podmiotach, z którymi może wygenerować wartość. TEN przeszedł do fazy egzekucyjnej i nie wyklucza realizacji akwizycji już w 1Q'21. Wszystkie rozmowy z doradcą od M&A wskazują, że spółka ma szansę i potencjał do przekonania tych firm, które są dla nich interesujące, aby dołączyły do grupy. Na koniec 3Q'20 spółka miała 153,9 mln PLN środków pieniężnych i ekwiwalentów, szacujemy, że na koniec 4Q'20 pozycja ta wzrośnie do 215,9 mln PLN. Wśród potencjalnych źródeł finansowania większych przejęć w grę wchodzi kredyt oraz wymiana akcji z innym podmiotem.

Zmiany w zarządzie - w ostatnich miesiącach doszło do zmian w zarządzie spółki. Oprócz zmiany na pozycji prezesa (Maciej Popowicz na Macieja Zuzałka), również wiceprezes (Arkadiusz Pernal) z końcem 2020 roku opuścił swoje dotychczasowe stanowisko (do zarządu kandydować będą: Wojciech Gattner, Andrzej Ilczuk, Anna Idzikowska i Janusz Dziemidowicz). Obaj założyciele TEN będą nadal wspierać spółkę w jej rozwoju. Popowicz będzie doradzał przy strategii produktowej, a Pernal dołączy do RN. W związku z dynamicznym rozwojem spółki i biorąc pod uwagę doświadczenie nowej kadry zarządzającej oceniamy te przetasowania pozytywnie.

Proponowany nowy skład Zarządu (od 2021)*

Chief Product Strategy Wojciech Gattner	Chief Production Officer Andrzej Ilczuk	Chief Growth Officer Anna Idzikowska	CTO Janusz Dziemidowicz	CFD Marcin Chruszczyński	CEO Maciej Zuzałka
15 lat doświadczenia 5 lat w TSG	15 lat doświadczenia 1 rok w TSG	11 lat doświadczenia 7 lat w TSG	13 lat doświadczenia 9 lat w TSG	19 lat doświadczenia 3 lata w TSG	20 lat doświadczenia 3 lata w TSG
Product Strategy	Game Production	Growth	R&D	Finance	HR
	Customer Support	Business Development	IT	Legal	Business Intelligence
					M&A

Źródło: spółka - prezentacja inwestorska za 3Q'20; *- Zarząd w proponowanym składzie musi zostać powołany przez Radę Nadzorczą

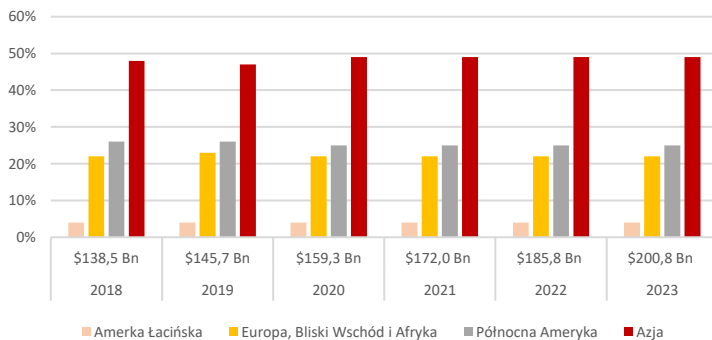
Pipeline – spółka pracuje nad nową „clashową” produkcją (wyszła z fazy koncepcyjnej), ze swoją tematyką w nowym produkcie celując w znacznie szersze grono odbiorców vs gry hobbystyczne („Fishing Clash”, „Hunting Clash”). Kolejne 2-3 tytuły są w fazie koncepcyjnej. Spodziewamy się, że deweloper będzie chciał wykorzystać swoje doświadczenie i przewagi rynkowe w tworzeniu kolejnych produkcji opartych o tę formułę (m.in. rywalizację między graczami).

OTOCZENIE RYNKOWE

Największe znaczenie dla wyników Ten Square Games 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 7,7%, osiągając 200,8 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.

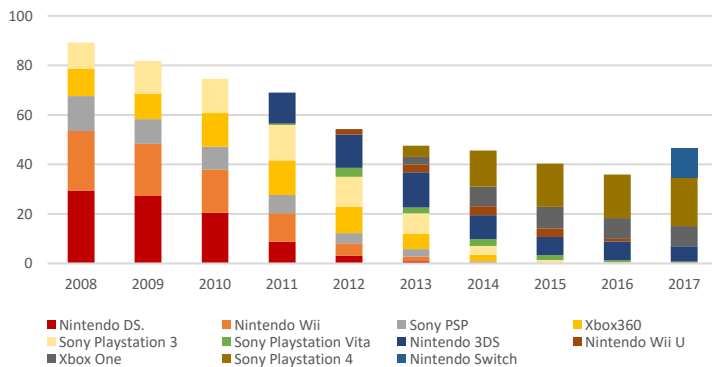
Największym przychodowo regionem jest i w najbliższych latach będzie Azja, przychody w tym regionie w 2020 sięgną 78,4 mld USD, a w 2023 będzie to kwota ok. 98,4 mld USD. Kolejnym liczącym się regionem jest Północna Ameryka, która w 2020 osiągnęła 40,0 mld USD przychodów w 2020 urosnie do 50,2 mld USD. Przychody regionu „Europa, Bliski Wschód i Afryka” w 2020 osiągnęła 35 mld USD, a do 2023 kwota ta zwiększy się o 9,2 mld USD i wyniesie 44,2 mld USD. Udział Ameryki Łacińskiej w globalnych przychodach będzie się kształtował na poziomie 4%.

Podział globalnych przychodów z gier na regiony



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

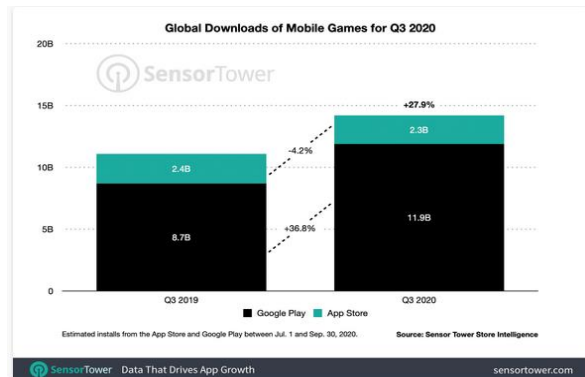
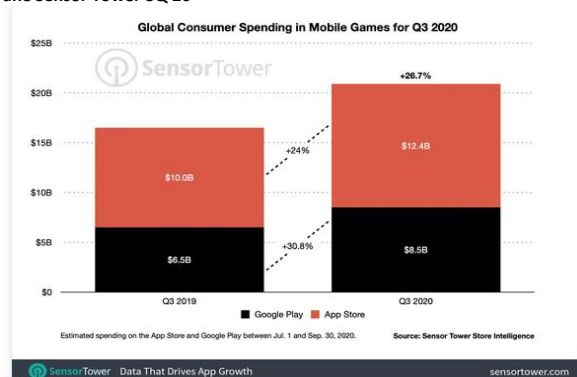
Dotychczasowa sprzedaż konsol, w podziale na generacje [mln sztuk]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

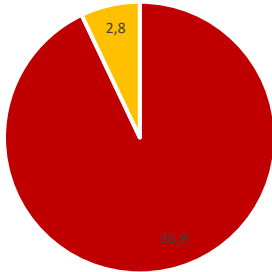
COVID-19 – pandemia koronawirusa, w związku z licznymi obostrzeniami stała się wsparciem dla rynku mobilnego gier. Według danych portalu Sensor Tower w 3Q'20 wydatki na gry mobilne w 3Q'20 wzrosły o 26,7% r/r, a gry pobrano łącznie 14,2 mld razy, czyli o 27,9% więcej r/r.

Dane Sensor Tower 3Q'20



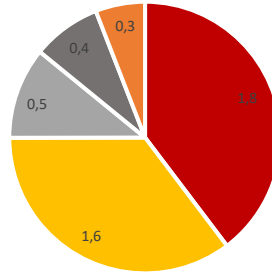
Źródło: Sensor Tower

Ameryka Północna



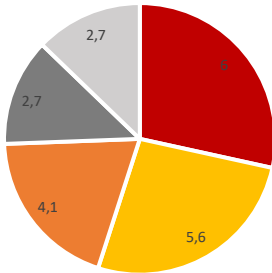
■ USA ■ Kanada

Ameryka Łacińska



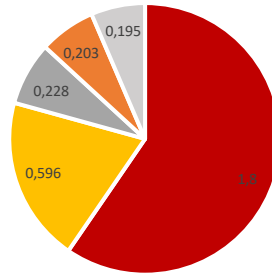
■ Meksyk ■ Brazylia ■ Argentyna ■ Kolumbia ■ Chile

Europa Zachodnia



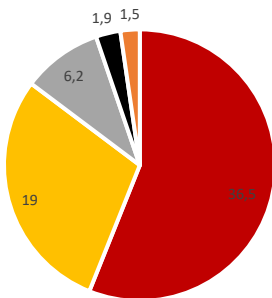
■ Niemcy ■ Wielka Brytania ■ Francja ■ Hiszpania ■ Włochy

Europa Wschodnia



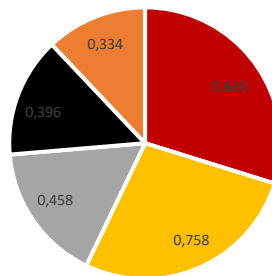
■ Rosja ■ Polska ■ Kazachstan ■ Ukraina ■ Rumunia

Azja - Pacyfik



■ Chiny ■ Japonia ■ Korea Południowa ■ Australia ■ Indie

Bliski Wschód i Afryka

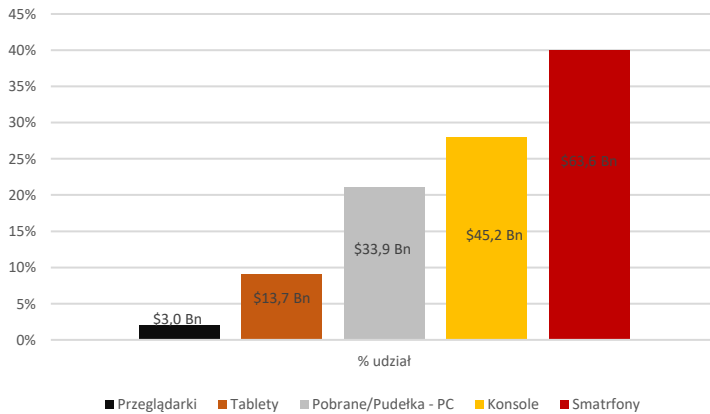


■ Turcja ■ Arabia Saudyjska ■ Iran ■ Izrael ■ Zjednoczone Emiraty Arabskie

Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Rynek gier wideo dzieli się na pięć głównych segmentów: smartfony, konsole, PC (pobrane/pudełka), tablety, przeglądarki. W 2020 roku największe przychody wygenerują gry na smartfony 63,6 mld USD (40%), rosnąc 15,8% r/r. Na drugim i trzecim miejscu znajdują się gry na konsole i PC, generując odpowiednio 45,2 mld USD (28%), 33,9 mld USD (21%). Tuż za podium uplasują się przychody generowane przez tablety i przeglądarki, które z roku na rok będą tracić udział w globalnych przychodach.

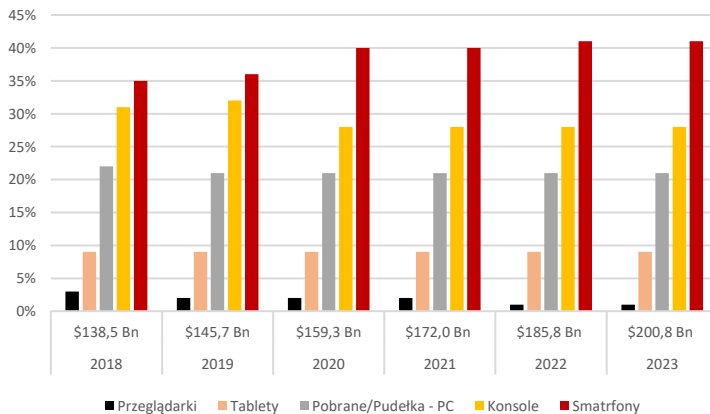
Podział przychodów w 2020 roku na segmenty



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

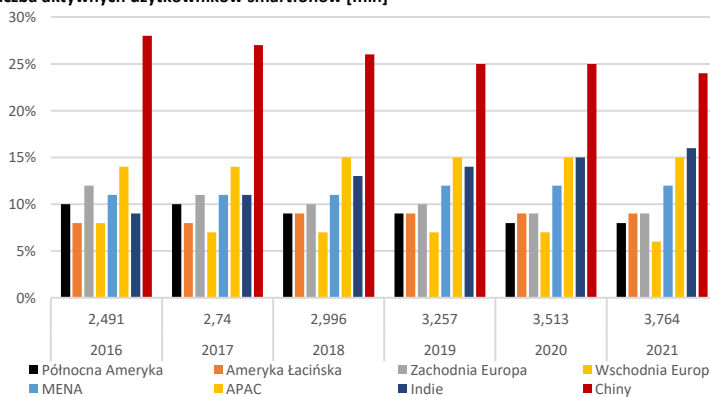
W najbliższych latach największym rynkiem pod względem przychodowości, będą gry na smartfony, które średniorocznie będą rosnąć o ok. 11%, tym samym w 2023 roku wygenerują ok. 82,3 mld USD (41%). Do wzrostów przyczynią się m.in. zwiększająca się liczba użytkowników smartfonów, ulepszenia w sprzęcie i infrastrukturze, nowe, coraz lepsze produkcje na tą platformę.

Rozbicie przychodów na poszczególne segmenty w latach 2018-2022



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Liczba aktywnych użytkowników smartfonów [mln]



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

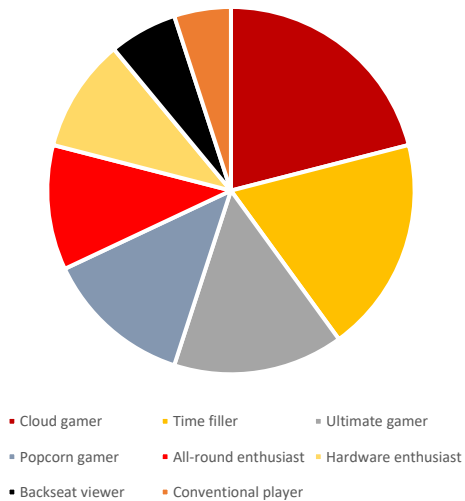
Podział graczy

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

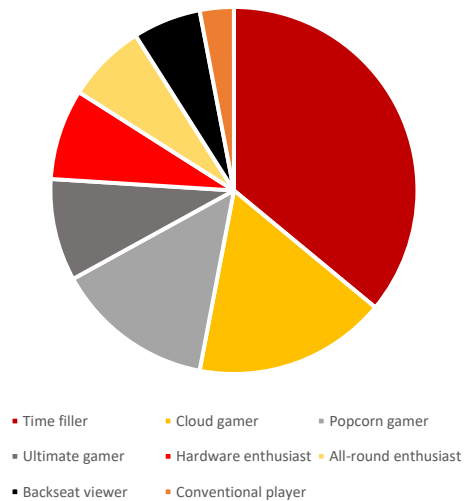
Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Podział graczy wśród mężczyzn i wśród kobiet

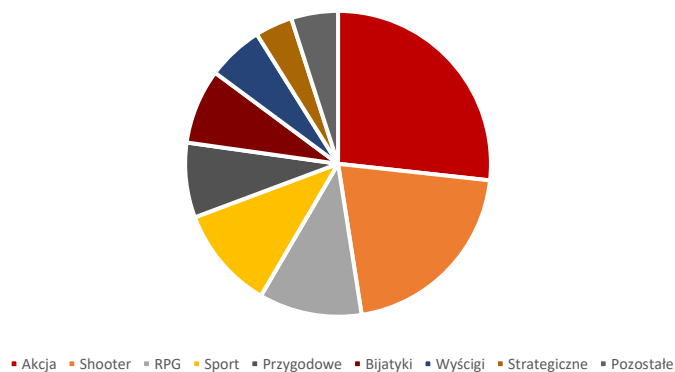
Podział graczy wśród mężczyzn



Podział graczy wśród kobiet



Źródło: Newzoo, Dom Maklerski BDM S.A.

Sprzedaż gier wideo w USA w podziale na gatunki [%]


Źródło: www.theesa.com, Dom Maklerski BDM S.A.

WYNIKI ZA 3Q'20

Wyniki za 3Q'2020 [mln PLN]

	3Q'19	3Q'20	zmiana r/r	3Q'20P BDM	odchyl.	3Q'20P kons.	odchyl.	1-3Q'19	1-3Q'20	zmiana r/r
Przychody	67,7	179,3	165,0%	177,8	0,8%	177,7	0,9%	162,8	443,9	172,6%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	64,7	172,4	166,4%	172,5	0,0%	-	-	155,3	426,7	174,8%
EBITDA	22,1	67,3	204,4%	64,7	4,0%	65,6	2,5%	51,0	135,7	166,1%
EBIT	21,8	66,5	205,3%	64,0	3,9%	64,1	3,7%	50,2	133,5	165,8%
Zysk (strata) brutto	22,3	65,8	195,1%	64,2	2,6%	-	-	50,9	133,9	162,8%
Zysk (strata) netto	18,1	58,8	223,8%	58,2	1,0%	58,3	0,8%	41,6	119,7	188,1%
Marża brutto ze sprzedaży	95,7%	96,2%		97,0%		-		95,3%	96,1%	
Marża EBITDA	32,7%	37,5%		36,4%		37,1%		31,3%	30,6%	
Marża EBIT	32,2%	37,1%		36,0%		36,2%		30,8%	30,1%	
Marża zysku netto	26,8%	32,8%		32,7%		33,0%		25,5%	27,0%	

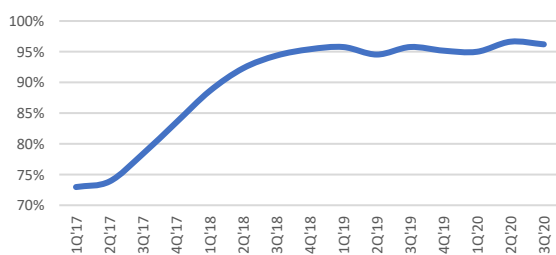
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Wyniki Ten Square Games za 3Q'20 są zgodne z naszymi szacunkami i rynkowymi oczekiwaniami. Spółka na poziomie przychodów wygenerowała 179,3 mln PLN, czyli o 1,5 mln PLN więcej od podanej prognozy z początku października. Największy udział w przychodach jak zwykle miała gra „Fishing Clash” (92% vs 86% rok wcześniej) generując 164,3 mln PLN (wzrost o 184% r/r), zarówno „Let's Fish” jak i „Wild Hunt” wypracowały w tym okresie po 3,7 mln PLN (odpowiednio: +3% r/r, +58%), nowa produkcja „Hunting Clash” 3,4 mln PLN (deweloper podjął decyzję o dalszym intensywnym rozwijaniu tej gry w długiej perspektywie czasowej i inwestowaniu w pozyskiwanie użytkowników), a pozostałe tytuły 4,8 mln PLN (+14% r/r). Wyniki pozostałych dwóch nowych gier – „Flip This House” i „Solitales” - okazały się słabsze niż oczekiwano, w związku z czym studio podjęło decyzję o zaprzestaniu ich rozwijania (co prawdopodobnie będzie się wiązało z odpisami na te produkcje – ich wartość na koniec 3Q'20 wynosiła odpowiednio 450 tys. PLN/ 363 tys. PLN).

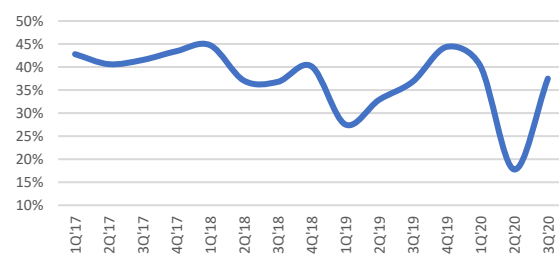
Koszty marketingowe w 3Q'20 wyniosły rekordowe 40,4 mln PLN („Fishing Clash” = 33,4 mln PLN co oznacza spadek o 53% q/q i wzrost o 59% r/r, „Wild Hunt” = 0,7 mln PLN, pozostałe tytuły/wydarzenia = 6,4 mln PLN). Prowizje wzrosły proporcjonalnie do przychodów z 18,3 mln PLN w 3Q'19 do 52,2 mln PLN w 3Q'20, revenue share 0,4 mln PLN, wynagrodzenia (1,6 mln PLN – niewiele mniej niż w poprzednim okresie). Na poziomie EBITDA w tym okresie spółka wypracowała 67,3 mln PLN (+204% r/r), EBIT wyniósł 66,5 mln PLN (+205% r/r), a zysk netto 58,8 mln PLN (+195% r/r). W omawianym kwartale, spółka rozpoznała część kosztu dedykowanego programu motywacyjnego dla nowego prezesa = 6,0 mln PLN i będzie go ponosiła przez okres 36 miesięcy począwszy od 20 maja 2020 roku. Z wykresu zaprezentowanego w raporcie wynika, że w październiku płatności od graczy w grze "Fishing Clash", wyniosły 56,6 mln PLN, a wydatki a UA 10,4 mln PLN, co również jest zbliżone do naszych oczekiwań.

Wzrost kosztów ogólnego zarządu z 1,9 mln PLN w 2Q'19 do 10,7 mln PLN w 3Q'20 spowodowany jest wzmocnieniem struktur firmowych oraz uwzględnieniem części kosztu dedykowanego programu motywacyjnego dla nowego prezesa = 6,0 mln PLN (koszt niegotówkowy). Spółka poinformowała, że planuje otwarcie nowego studia w Berlinie. Na koniec 3Q'20 spółka posiadała 153,9 mln PLN środków pieniężnych.

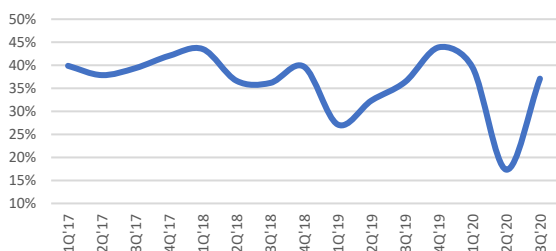
Rentowność brutto [%]



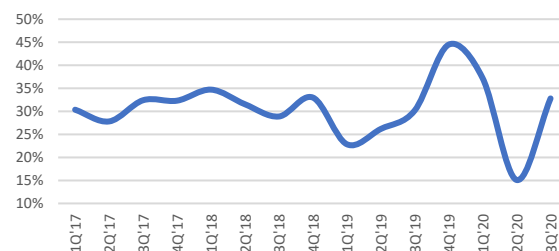
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

PODSUMOWANIE KONFERENCJI Z ZARZĄDEM PO 3Q'20 (24.11.2020)**BDM:**

- „SolITales” – ruch organiczny poniżej oczekiwań, ograniczony potencjał skalowania. „Flip This House” – bardzo dużo nowych gier o podobnej tematyce wydanych w tym roku. Gry będą utrzymywane przy życiu bez większych nakładów pracy. Moce produkcyjne (kilkadziesiąt osób) przeniesione do nowych projektów.
- „Hunting Clash” – obiecujące KPI, start porównywalny do gry „Fishing Clash”. Budżet UA gry HC 90 dni ok. 2,4 mln USD vs 0,3 mln USD FC w tym samym okresie życia. Nowa gra w analizowanym okresie osiągnęła 80% średnich przychodów na aktywnego użytkownika (ARPDau), które w tym samym czasie generował „Fishing Clash”. Zwrot z wydatków reklamowych (ROAS) HC po 90 dniach globalnych testów stanowił 66% analogicznego wskaźnika FC. Produkcja przechodzi do fazy „Smart Growing”.
- „Fishing Clash” – skok ARPU po obniżeniu UA w 3Q'20 do 13 PLN – w grze pozostają lepiej konwertujący gracze ;
- warunki panujące na rynku reklamy (UA) wróciły do względnej normalności.
- „Let’s Fish” i „Wild Hunt” – dalszy rozwój produktów.
- 9 zespołów deweloperskich, ponad 300 zatrudnionych osób, 5 projektów w fazie live, 1 w produkcji (soft launch 4Q'20), kilka na wczesnym etapie dewelopmentu.

Q&A:

- **Studio Warszawa** -> zakończyło prace koncepcyjne i tworzy swoją pierwszą grę.
- **Studio Berlin** -> TEN przygotowuje się do otwarcia studia w Berlinie, co ma m.in. pozwolić na pozyskanie specjalistów, którzy nie chcą przenosić się do Polski. Pozyskano tam bardzo doświadczoną osobę.
- **Pipeline** -> w przygotowaniu projekt dla szerszego grona odbiorców, utrzymany w modelu clashowym (faza koncepcyjna jest już za nimi), około 2-3 tytułów jest w fazie koncepcyjnej.
- **Golf** -> kontynuacja prac, techniczne odpalenie pod koniec 2020 roku, soft launch w 1H'21. Jest jeszcze zbyt wcześnie na odpowiedź, czy będzie to jedyna nowa gra, która trafi na rynek w 1H'21.
- **M&A** -> spółka nie wyklucza realizacji akwizycji przez spółkę w 1Q'21, przeszła do fazy egzekucyjnej, cały czas prowadzone są rozmowy. Deweloper przygotowuje się i patrzy szeroko, zwracając uwagę na mniejsze firmy czy mniejsze studia - takie których połączenie z TSG dałoby nam możliwość wygenerowania produktów, jakie w przyszłości mogą być istotne z punktu widzenia spółki. To jest jeden ze scenariuszy. TEN nie odrzuca również scenariuszy takich, gdzie inwestuje w podmioty o porównywalnej wielkości. Akwizycje w okolicy 100 mln USD są w zasięgu spółki. Wszystkie rozmowy z doradcą od M&A wskazują, że spółka ma szansę i potencjał do przekonania tych firm czy studiów, które dla TSG są interesujące, aby dołączyły do grupy.
- **Dywidenda** -> w związku z planowanymi akwizycjami zarząd nie podjął jeszcze żadnych decyzji odnośnie wypłaty dywidendy za 2020 r.
- **Chiny** -> TEN nadal czeka na uzyskania licencji na dystrybucję gry „Fishing Clash” na tym rynku. Deweloper zrobił wszystko co mógł, teraz czeka na ostateczną decyzję.

PROGNOZY NA KOLEJNE OKRESY

W całym 2020 roku zakładamy 613,8 mln PLN przychodów, 203,3 mln EBITDA oraz 180,8 mln PLN zysku netto. W 2021 roku spodziewamy się stabilizacji przychodów z gry „Fishing Clash”, które kwartalnie będą kształtowały się na poziomie 140-150 mln PLN, UA średnio ok. 25-30 mln/kwartał co pozwoli osiągnąć średnią rentowność tego tytułu w omawianym przedziale czasowym na poziomie 82% (vs 74% w 2020 r.). Szacujemy, że gry „Wild Hunt” i „Let’s Fish” utrzymają swój wysoki poziom monetyzacji i w 2021 roku wypracują odpowiednio 12,4 mln PLN (-18,2% r/r)/ 12,4 mln PLN (-20,5% r/r). Spodziewamy się, że gra „Hunting Clash” będzie motorem napędowym wyników w przyszłych okresach, liczymy, że w przyszłym roku jest w stanie wypracować ok. 95,4 mln PLN, przy wydatkach na marketing na poziomie 35,3 mln PLN (rentowność = 63%). Prognozujemy, że gra „Golf Rush” będzie miał swój soft launch w 1H’21, liczymy, że wygeneruje ona w przyszłym roku ok. 8,8 mln PLN przychodów. W całym 2021 roku szacujemy 739,8 mln PLN przychodów, 269,7 mln PLN EBITDA oraz 243,7 mln PLN zysku netto.

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19	1Q'20	2Q'20	3Q'20	4Q'20P	1Q'21P	2Q'21P	3Q'21P	4Q'21P
Przychody	45,3	49,9	67,7	78,3	95,0	169,6	179,3	169,9	178,4	186,3	189,8	185,5
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43,4	47,2	64,7	74,5	90,3	164,0	172,4	168,3	176,3	183,9	187,0	177,4
EBITDA	12,5	16,4	22,1	34,8	38,2	30,2	67,3	67,6	66,8	67,6	66,2	69,1
EBIT	12,3	16,1	21,8	34,4	37,6	29,4	66,5	66,7	65,9	66,7	65,4	68,3
Zysk brutto	12,7	15,9	22,3	33,7	39,2	28,8	65,8	67,4	66,6	67,2	66,1	69,1
Zysk netto	10,4	13,1	18,1	34,8	35,3	25,6	58,8	61,0	60,3	60,9	59,9	62,6
Marża brutto ze sprzedaży	95,8%	94,5%	95,8%	95,2%	95,0%	96,7%	96,2%	99,0%	98,8%	98,7%	98,5%	95,6%
Marża EBITDA	27,6%	32,9%	36,8%	44,4%	40,3%	17,8%	37,5%	39,8%	37,5%	36,3%	34,9%	37,2%
Marża EBIT	27,1%	32,3%	36,4%	43,9%	39,5%	17,3%	37,1%	39,3%	37,0%	35,8%	34,5%	36,8%
Marża zysku netto	22,9%	26,2%	30,2%	44,5%	37,2%	15,1%	32,8%	35,9%	33,8%	32,7%	31,6%	33,7%

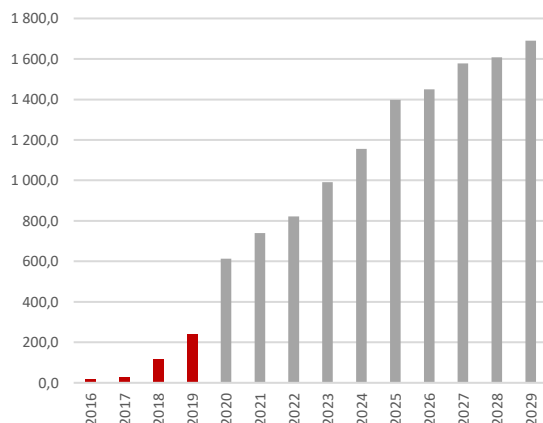
Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

Prognozy wyników – wybrane dane [mln PLN]

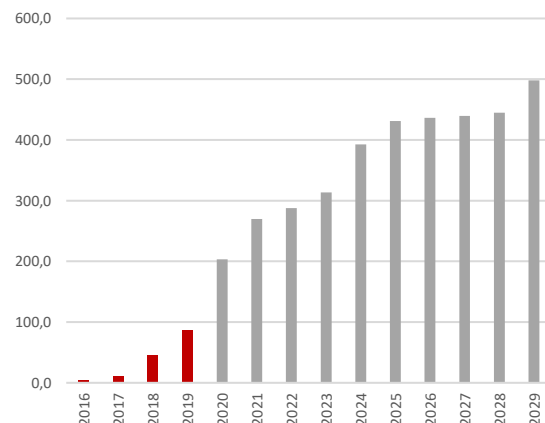
	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody	17,4	27,0	115,3	241,1	613,8	739,8	821,2	991,4	1 155,9	1 398,1	1 449,8	1 577,5	1 608,4	1 690,2
Zyska (strata) brutto ze sprzedaży	12,9	21,2	107,9	229,8	595,0	724,5	783,5	931,5	1 076,7	1 304,4	1 346,3	1 461,5	1 480,3	1 550,1
EBITDA	4,5	11,4	45,0	85,7	203,3	269,7	287,9	313,7	392,8	431,0	436,5	439,7	444,9	497,9
EBIT	4,0	10,9	44,3	84,6	200,2	266,4	284,8	310,1	389,3	427,1	432,4	435,0	440,2	493,1
Zysk brutto	4,1	10,2	44,8	84,6	201,2	269,0	287,7	313,1	392,7	431,2	436,7	439,4	444,6	497,9
Zysk netto	3,3	8,4	36,5	76,4	180,8	243,7	260,7	283,7	355,8	390,7	395,7	398,1	402,8	451,1
Marża brutto ze sprzedaży	74,5%	78,4%	93,6%	95,3%	96,9%	97,9%	95,4%	94,0%	93,1%	93,3%	92,9%	92,7%	92,0%	91,7%
Marża EBITDA	26,0%	42,3%	39,1%	35,6%	33,1%	36,5%	35,1%	31,6%	34,0%	30,8%	30,1%	27,9%	27,7%	29,5%
Marża EBIT	22,9%	40,2%	38,4%	35,1%	32,6%	36,0%	34,7%	31,3%	33,7%	30,6%	29,8%	27,6%	27,4%	29,2%
Marża zysku netto	19,0%	31,1%	31,6%	31,7%	29,5%	32,9%	31,7%	28,6%	30,8%	27,9%	27,3%	25,2%	25,0%	26,7%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A., spółka

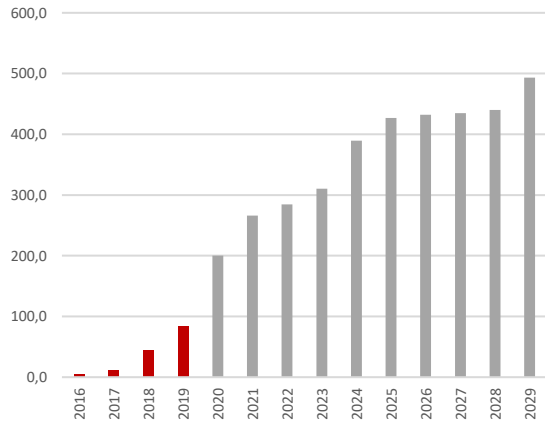
Przychody [mln PLN]



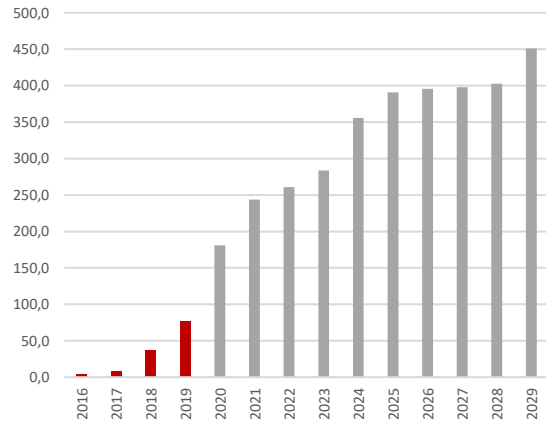
EBITDA [mln PLN]



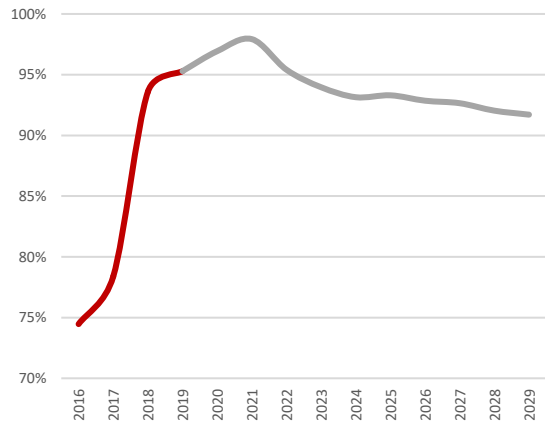
EBIT [mln PLN]



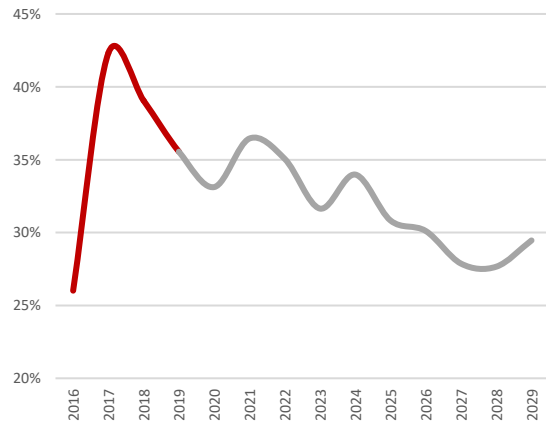
Zysk netto [mln PLN]



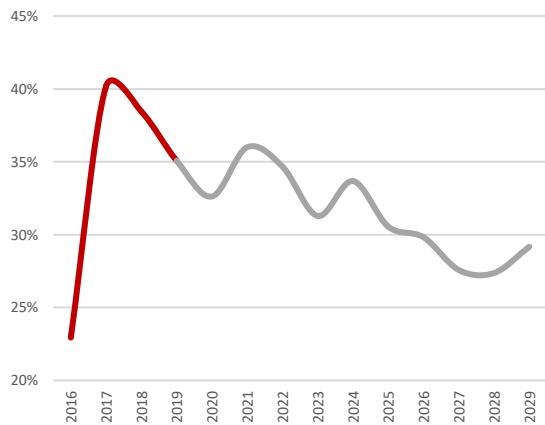
Rentowność brutto [%]



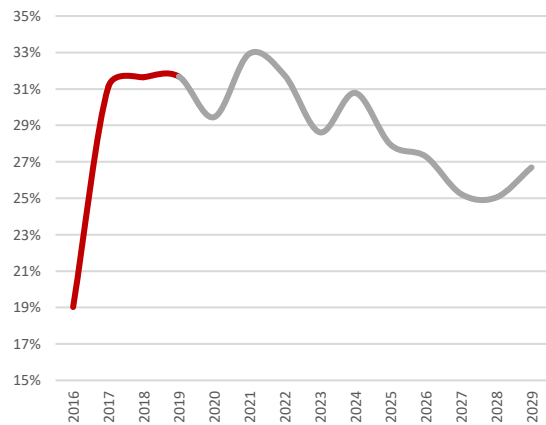
Rentowność EBITDA [%]



Rentowność EBIT [%]



Rentowność netto [%]



Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

ZMIANA ZAŁOŻEŃ

Od ostatniej naszej rekomendacji bardzo dużo zmieniło się w działalności spółki. Od początku 2020 roku zaskakiwała nas pozytywnie dynamika rozwoju gry „Fishing Clash”. W 2Q'20 spółka była jednym z beneficjentów pandemii COVID-19. W związku z zaistniałą sytuacją panującą na świecie nastąpiły przetasowania na rynku reklamy, które deweloper postanowił wykorzystać dynamicznie skalując wydatki marketingowe, co przełożyło się na znaczący skok przychodów.

Zmiana prognoz wyników za 1-4Q'20 względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.01.2020 [mln PLN]

	1Q'19	2Q'19	3Q'19	4Q'19P	1Q'20P	2Q'20P	3Q'20P	4Q'20P
POPZEDNIA REKOMENDACJA								
Przychody [mln PLN]	45,3	49,9	67,7	78,4	74,3	77,3	88,4	93,4
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43,4	47,2	64,7	76,2	71,7	74,5	85,6	90,6
EBITDA	12,5	16,4	22,1	33,9	26,4	26,1	32,1	37,3
EBIT	12,3	16,1	21,8	33,6	26	25,7	31,6	36,9
Zysk brutto	12,7	15,9	22,3	33,7	26,4	26	31,9	37,1
Zysk netto	10,4	13,1	18,1	35,5	24,0	23,6	29,0	33,8
AKTUALNA REKOMENDACJA								
Przychody	45,3	49,9	67,7	78,3	95,0	169,6	179,3	169,9
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	43,4	47,2	64,7	74,5	90,3	164	172,4	168,3
EBITDA	12,5	16,4	22,1	34,8	38,2	30,2	67,3	67,6
EBIT	12,3	16,1	21,8	34,4	37,6	29,4	66,5	66,7
Zysk brutto	12,7	15,9	22,3	33,7	39,2	28,8	65,8	67,4
Zysk netto	10,4	13,1	18,1	34,8	35,3	25,6	58,8	61,0
ZMIANA %								
Przychody	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	27,9%	119,4%	102,8%	81,9%
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	0,0%	0,0%	0,0%	-2,2%	25,9%	120,1%	101,4%	85,8%
EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	44,7%	15,7%	109,7%	81,2%
EBIT	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%	44,6%	14,4%	110,4%	80,8%
Zysk brutto	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,5%	10,8%	106,3%	81,7%
Zysk netto	0,0%	0,0%	0,0%	-2,0%	47,1%	8,5%	102,8%	80,5%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

W związku z dynamicznym rozwojem spółki (wzrost zatrudnienia o ok. 40% od początku 2020 roku), tworzeniem kolejnych zespołów (Warszawa, Berlin) oraz potencjalnym M&A, liczymy na zintensyfikowanie wypuszczania nowych projektów. Spodziewamy się, że wrocławskie zespoły skupią się na tworzeniu projektów „clashowych”. Lata doświadczenia dewelopera w prowadzeniu tego typu gier implikują większe prawdopodobieństwo kolejnych sukcesów. Optymizmem również napawa nowa gra „Hunting Clash” - liczymy, że z czasem może się stać równie ważnym filarem działalności co sam „Fishing Clash”.

Zmiana głównych założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.01.2020 [mln PLN]

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
POPZEDNIA REKOMENDACJA											
Przychody [mln PLN]	241,2	333,3	432,3	500,2	514,3	459,4	436,6	438,5	385,0	430,4	414,8
Fishing Clash	206,3	291,8	304,7	266,3	221,0	181,8	145,3	118,2	78,4	48,0	30,5
Let's Fish	14,4	11,4	8,7	7,1	6,0	5,1	4,3	3,7	3,1	2,7	2,3
Wild Hunt	9,1	7,6	5,8	4,8	4,0	3,4	2,9	2,5	2,1	1,8	1,5
Hunting Clash	0,0	0,0	24,0	40,0	68,4	61,2	51,0	42,1	33,8	27,5	19,3
AKTUALNA REKOMENDACJA											
Przychody [mln PLN]	241,1	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	206,5	554,0	583,4	552,8	455,0	381,5	303,4	242,7	172,8	103,6	67,2
Let's Fish	15,2	15,6	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Wild Hunt	9,6	15,2	12,4	8,6	6,1	4,3	3,1	2,2	1,5	1,1	0,8
Hunting Clash	0,0	10,9	95,4	177,7	368,8	338,1	291,7	249,5	215,3	180,0	151,9
ZMIANA %											
Przychody [mln PLN]	0,0%	84,2%	71,1%	64,2%	92,8%	151,6%	220,2%	230,6%	309,7%	273,7%	307,5%
Fishing Clash	0,1%	89,9%	91,5%	107,6%	105,9%	109,8%	108,8%	105,3%	120,4%	115,9%	120,2%
Let's Fish	5,7%	37,1%	42,7%	21,8%	2,0%	-15,1%	-28,7%	-41,3%	-50,5%	-59,7%	-66,5%
Wild Hunt	5,8%	99,7%	114,1%	80,1%	53,0%	27,4%	5,7%	-13,2%	-26,9%	-39,6%	-48,7%
Hunting Clash	-	-	297,5%	344,3%	439,2%	452,5%	472,0%	492,6%	537,0%	554,5%	687,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Zmiana założeń względem poprzedniej rekomendacji z dn. 14.01.2020 [mln PLN]

	2020P			2021P			2022P		
	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana	poprzednia	obecna	zmiana
Przychody	333,3	613,8	84,2%	432,3	739,8	71,1%	500,2	821,2	64,2%
Wynik brutto ze sprzedaży	322,3	595,0	84,6%	421,3	724,5	72,0%	492,3	783,5	59,2%
EBITDA	121,8	203,3	66,9%	164,0	269,7	64,4%	191,4	287,9	50,4%
EBIT	120,2	200,2	66,6%	162,2	266,4	64,2%	189,6	284,8	50,2%
Wynik brutto	121,3	201,2	65,9%	163,7	269,0	64,3%	191,7	287,7	50,1%
Wynik netto	110,4	180,8	63,7%	149,0	243,7	63,5%	174,4	260,7	49,5%
marża brutto	96,7%	96,9%		97,5%	97,9%		98,4%	95,4%	
marża EBITDA	36,6%	33,1%		37,9%	36,5%		38,3%	35,1%	
marża EBIT	36,1%	32,6%		37,5%	36,0%		37,9%	34,7%	
marża netto	33,1%	29,5%		34,5%	32,9%		34,9%	31,7%	
USD/PLN	3,789	3,877	2,3%	3,797	3,700	-2,6%	3,723	3,670	-1,4%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

DANE FINANSOWE

Bilans [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Aktywa trwałe	2,2	2,7	4,9	14,5	12,5	14,1	14,8	16,1	17,2	18,0	18,7	19,3	18,8
Rzeczowe aktywa trwałe	0,1	0,2	0,6	8,5	7,9	7,5	7,4	7,6	8,1	8,6	9,2	9,7	10,2
Wartości niematerialne	1,6	2,2	3,4	4,6	3,3	5,2	6,1	7,1	7,8	8,1	8,2	8,3	7,2
Pozostałe aktywa trwałe	0,4	0,3	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Aktywa obrotowe	12,4	51,8	101,1	284,6	420,1	521,0	551,5	624,5	662,3	667,4	671,6	676,3	726,8
Należności	4,6	10,7	20,7	52,8	63,6	70,6	85,3	99,4	120,2	124,7	135,7	138,3	145,4
Inne aktywa obrotowe	1,3	1,3	5,1	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	6,6	39,8	75,2	215,9	340,5	434,4	450,2	509,1	526,1	526,8	520,0	522,0	565,4
Aktywa razem	14,6	54,5	106,0	299,1	432,6	535,0	566,3	640,6	679,5	685,5	690,4	695,6	745,5
Kapitał własny	11,7	42,1	92,1	266,3	398,4	500,3	529,3	601,5	636,4	641,3	643,8	648,4	696,8
Zobowiązania długoterminowe	0,3	0,4	0,5	7,9	6,8	5,8	4,8	3,7	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Zobowiązania krótkoterminowe	2,6	12,0	13,4	24,9	27,4	28,9	32,2	35,3	40,0	41,0	43,4	44,0	45,6
Zobowiązania handlowe	1,0	2,7	4,6	11,8	14,2	15,8	19,0	22,2	26,9	27,9	30,3	30,9	32,5
Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	1,6	9,3	8,7	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6	12,6
Pasywa razem	14,6	54,5	106,0	299,1	432,6	535,0	566,3	640,6	679,5	685,5	690,4	695,6	745,5

Rachunek zysków i strat [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody ze sprzedaży	27,0	115,3	241,1	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
Zysk (strata) brutto ze sprzedaży	21,2	107,9	229,8	595,0	724,5	783,5	931,5	1 076,7	1 304,4	1 346,3	1 461,5	1 480,3	1 550,1
EBITDA	11,4	45,0	85,7	203,3	269,7	287,9	313,7	392,8	431,0	436,5	439,7	444,9	497,9
Amortyzacja	0,6	0,7	1,3	3,1	3,3	3,2	3,6	3,5	3,9	4,1	4,6	4,6	4,8
EBIT	10,9	44,3	84,6	200,2	266,4	284,8	310,1	389,3	427,1	432,4	435,0	440,2	493,1
Saldo działalności finansowej	-0,6	0,6	0,0	1,0	2,6	2,9	3,0	3,4	4,1	4,3	4,4	4,3	4,8
Zysk (strata) brutto	10,2	44,8	84,6	201,2	269,0	287,7	313,1	392,7	431,2	436,7	439,4	444,6	497,9
Zysk (strata) netto	8,4	36,5	76,4	180,8	243,7	260,7	283,7	355,8	390,7	395,7	398,1	402,8	451,1

CF [mln PLN]	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przepływy z działalności operacyjnej	7,7	41,2	78,4	172,7	262,3	282,0	281,4	347,6	378,0	396,3	394,2	405,4	450,5
Przepływy z działalności inwestycyjnej	-0,4	-1,8	-4,5	-4,5	-1,3	-4,7	-4,4	-4,7	-5,0	-4,9	-5,3	-5,2	-4,3
Przepływy z działalności finansowej	-2,7	-6,3	-27,3	-28,2	-136,3	-183,4	-261,2	-284,1	-356,0	-390,7	-395,7	-398,1	-402,8
Przepływy pieniężne netto	-2,7	-6,3	-27,3	-28,2	-136,3	-183,4	-261,2	-284,1	-356,0	-390,7	-395,7	-398,1	-402,8
Środki pieniężne na początek okresu	2,1	6,7	39,8	75,4	215,9	340,5	434,4	450,2	509,1	526,1	526,8	520,0	522,0
Środki pieniężne na koniec okresu	6,7	39,8	75,4	215,9	340,5	434,4	450,2	509,1	526,1	526,8	520,0	522,0	565,4

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A.

Wybrane dane finansowe i wskaźniki rynkowe

Dane finansowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Przychody zmiana r/r	326,4%	109,2%	154,5%	20,5%	11,0%	20,7%	16,6%	20,9%	3,7%	8,8%	2,0%	5,1%
EBITDA zmiana r/r	293,5%	90,5%	137,1%	32,7%	6,8%	9,0%	25,2%	9,7%	1,3%	0,7%	1,2%	11,9%
EBIT zmiana r/r	308,0%	90,9%	136,7%	33,0%	6,9%	8,9%	25,5%	9,7%	1,2%	0,6%	1,2%	12,0%
Zysk netto zmiana r/r	333,5%	109,5%	136,7%	34,8%	7,0%	8,8%	25,4%	9,8%	1,3%	0,6%	1,2%	12,0%
Marża brutto na sprzedaży	93,6%	95,3%	96,9%	97,9%	95,4%	94,0%	93,1%	93,3%	92,9%	92,7%	92,0%	91,7%
Marża EBITDA	39,1%	35,6%	33,1%	36,5%	35,1%	31,6%	34,0%	30,8%	30,1%	27,9%	27,7%	29,5%
Marża EBIT	38,4%	35,1%	32,6%	36,0%	34,7%	31,3%	33,7%	30,6%	29,8%	27,6%	27,4%	29,2%
Marża netto	31,6%	31,7%	29,5%	32,9%	31,7%	28,6%	30,8%	27,9%	27,3%	25,2%	25,0%	26,7%
ROE	86,7%	82,9%	67,9%	61,2%	52,1%	53,6%	59,2%	61,4%	61,7%	61,8%	62,1%	64,7%
ROA	67,0%	72,0%	60,4%	56,3%	48,7%	50,1%	55,5%	57,5%	57,7%	57,7%	57,9%	60,5%
Dług netto	-39,8	-75,2	-215,9	-340,5	-434,4	-450,2	-509,1	-526,1	-526,8	-520,0	-522,0	-565,4
Dług netto / kapitał własny	-94,5%	-81,6%	-81,1%	-85,5%	-86,8%	-85,1%	-84,6%	-82,7%	-82,1%	-80,8%	-80,5%	-81,1%
Dług netto / EBITDA	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Dług netto / EBIT	-0,9	-0,9	-1,1	-1,3	-1,5	-1,5	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
EV	3888,7	3835,0	3708,5	3583,9	3490,0	3474,1	3415,3	3398,3	3397,6	3404,4	3402,4	3358,9
CAPEX / Przychody	2,7%	2,1%	2,3%	0,6%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%
CAPEX / Amortyzacja	452,6%	430,1%	449,8%	128,8%	182,7%	186,9%	212,8%	219,3%	219,1%	208,4%	207,7%	184,7%
Amortyzacja / Przychody	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Zmiana KO / Przychody	-10,6%	-9,8%	-1,5%	-0,9%	-1,5%	-1,2%	-1,4%	-0,2%	-0,6%	-0,1%	-0,3%	0,1%
Zmiana KO / Zmiana przychodów	13,9%	18,8%	2,5%	5,1%	15,2%	7,1%	10,2%	1,4%	16,5%	1,6%	17,7%	-1,8%
Wskaźniki rynkowe	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
MC/S*	34,1	16,2	6,4	5,3	4,8	4,0	3,4	2,8	2,7	2,5	2,4	2,3
P/E*	107,7	51,2	21,7	16,1	15,1	13,8	11,0	10,0	9,9	9,9	9,7	8,7
P/BV*	93,3	42,4	14,7	9,8	7,8	7,4	6,5	6,2	6,1	6,1	6,1	5,6
P/CE*	495,4	548,3	452,2	386,5	324,0	340,3	377,4	401,0	405,6	413,4	416,7	430,9
EV/EBITDA*	86,4	44,7	18,2	13,3	12,1	11,1	8,7	7,9	7,8	7,7	7,6	6,7
EV/EBIT*	87,8	45,3	18,5	13,5	12,3	11,2	8,8	8,0	7,9	7,8	7,7	6,8
EV/S*	16,1	6,2	5,0	4,4	3,5	3,0	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,0
BVPS	5,8	12,7	36,6	54,8	68,8	72,8	82,8	87,6	88,2	88,6	89,2	95,9
EPS	5,0	10,5	24,9	33,5	35,9	39,0	49,0	53,8	54,4	54,8	55,4	62,1
CEPS	1,1	1,0	1,2	1,4	1,7	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Dywidenda	6,3	27,3	27,4	135,6	182,8	260,7	283,7	355,8	390,7	395,7	398,1	402,8
DPS	0,9	3,8	3,8	18,7	25,1	35,9	39,0	49,0	53,8	54,4	54,8	55,4
Dyield	0,2%	0,7%	0,7%	3,5%	4,7%	6,6%	7,2%	9,1%	10,0%	10,1%	10,1%	10,3%
Payout ratio	75,0%	74,9%	35,8%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: Dom Maklerski BDM S.A. * Obliczenia przy cenie 540,0 PLN

WYDZIAŁ ANALIZ I INFORMACJI:**Krystian Brymora**

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

Michał Fidelus

Analityk rynku akcji
tel. (+48) 666 073 972
e-mail: michal.fidelus@bdm.pl
[banki, finanse](#)

Adrian Górniak

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

Krzysztof Tkocz

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

WYDZIAŁ OBSŁUGI KLIENTÓW INSTYTUCJONALNYCH:**Leszek Mackiewicz**

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

Tomasz Ilczyszyn

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

Maciej Fink-Finowicki

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

Historia rekomendacji spółki:

zalecenie	cena docelowa	poprzednia rekomendacja	poprzednia cena docelowa	data	godzina publikacji	kurs	WIG
kupuj	685	sprzedaj	206	04.12.2020	08:00 CEST	540	53 968
sprzedaj	206	-	-	14.01.2020	08:00 CEST	243	59 275

Objaśnienia używanej terminologii:

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

System rekomendacji:

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

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w raporcie:

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

Struktura ogółem opublikowanych rekomendacji BDM w 4Q'20*:	, w tym rekomendacji na temat podmiotów, z którymi BDM ma/miał w okresie 12 miesięcy podpisaną umowę o świadczenie usług w zakresie bankowości inwestycyjnej:			
	liczba	%	liczba	%
Kupuj	6	67%	0	0%
Akumuluj	1	11%	0	0%
Trzymaj	0	0%	0	0%
Redukuj	2	22%	1	100%
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 otrzymują niniejszy raport, a które w szczególności nie są klientami profesjonalnymi lub inwestorami kwalifikowanymi, przed podjęciem jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej na podstawie niniejszej analizy powinny zasięgnąć opinii niezależnego doradcy finansowego, aby uzyskać potrzebne i niezbędne wyjaśnienia dotyczące zawartości niniejszego opracowania.

Przy sporządzeniu niniejszego raportu analitycznego BDM nie uwzględniał indywidualnych potrzeb i sytuacji żadnego klienta. BDM nie jest zobowiązany do zapewnienia, czy instrument lub instrumenty finansowe, których dotyczy raport są odpowiednie dla danego inwestora.

Opinie analityka oraz wszelkie rekomendacje zawarte w raporcie nie stanowią porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej czy podatkowej lub oświadczenia, że jakkolwiek strategia inwestycyjna jest adekwatna lub odpowiednia w 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 przynosić 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 04.12.2020 roku (08:00 CEST), a przy wykorzystaniu medialnych kanałów dystrybucji może dotrzeć również do innych podmiotów od dnia 11.12.2020 roku. Data sporządzenia raportu jest datą jego udostępnienia klientom BDM. Przed momentem udostępnienia rekomendacji informacje w niej zawarte podlegały utajnieniu.

Ceny instrumentów finansowych wymienionych w dokumencie pochodzą z bieżących odczytów serwisu Bloomberg. Dane wskazujące ceny instrumentów finansowych użyte w raporcie mogły zostać wyczytane 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 zbieżne z innymi opracowaniami analitycznymi przygotowanymi przez BDM. BDM dokonuje aktualizacji wydawanych rekomendacji w zależności od sytuacji rynkowej oraz oceny analityka i częstotliwość takich aktualizacji nie jest określona.

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 04.12.2020 roku:

- BDM nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Osoba która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie znajduje się w posiadaniu pozycji długiej lub krótkiej netto przekraczającej próg 0,5 % wyemitowanego kapitału podstawowego emitenta ogółem.
 - Emitent nie posiada pakietu udziałów przekraczającego 5 % wyemitowanego kapitału podstawowego (akcyjnego) BDM.
 - BDM nie jest animatorem rynku lub dostawcą płynności w odniesieniu do instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM w okresie ostatnich 12 miesięcy nie był gwarantem lub współgwarantem jakiegokolwiek publicznie ujawnionej oferty instrumentów finansowych emitenta.
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi,
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej świadczenia usług firm inwestycyjnych określonych w sekcjach A i B załącznika I do dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE (dalej dyrektywa 2014/65/UE).
 - BDM nie jest stroną umowy z emitentem dotyczącej sporządzania rekomendacji.
 - BDM nie pełni funkcji sponsora emisji dla akcji emitenta.
 - Nie występuje inny istotny interes finansowy jaki w odniesieniu do emitenta instrumentów finansowych posiada BDM i podmioty z nim powiązane.
 - Nie Istnieją inne istotne powiązania występujące między BDM i podmiotami z nim powiązanymi a emitentem instrumentów finansowych.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie otrzymywała lub nie kupowała akcji emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni odnosi się rekomendacja, przed ofertą publiczną takich akcji.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji oświadcza, że przestrzega regulacji wewnętrznych oraz podlega rozwiązaniom organizacyjnym, technicznym oraz barierom informacyjnym ustanowionym przez BDM, w celu zapobiegania konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji oraz ich unikania.
 - Osoba powiązana z BDM, która brała udział w sporządzaniu rekomendacji nie była w jakiegokolwiek formie wynagradzana przez emitenta, do którego, w sposób bezpośredni lub pośredni, odnosi się rekomendacja oraz nie była bezpośrednio powiązana z ewentualnymi transakcjami dotyczącymi usług określonych w art. 69 ust. 2 i 4 ustawy z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi.
- Zgodnie z najlepszą wiedzą rekomendującego, na moment publikacji raportu, pomiędzy BDM a spółką będącą przedmiotem niniejszego raportu nie występują żadne inne powiązania, które byłyby znane sporządzającemu niniejszy raport. Inwestor powinien być jednak świadomy, że katalog ujawniania konfliktu interesu jest szeroki i w przyszłości mogą zajść 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.