



W drodze na giełdę znajduje się kolejny deweloper gier. Tym razem serca inwestorów chce podbić Ten Square Games, specjalizujący się w grach mobilnych typu *free-to-play*. Zapraszamy do zapoznania się z raportem podsumowującym najważniejsze informacje dotyczące trwającej oferty publicznej.

Spis treści:

1. Podsumowanie oferty
2. Profil Spółki i najbardziej rozpoznawalne produkcje
3. Struktura oferty, akcjonariat przed i po ofercie
4. Harmonogram oferty
5. Najważniejsze trendy branżowe
6. Analiza wyników finansowych
7. Perspektywy i plany rozwoju
8. Wybrane czynniki ryzyka
9. Podsumowanie

Ten Square Games

1. Podsumowanie oferty

Profil Emitenta	Deweloper gier, koncentracja na mobilnych grach typu <i>free-to-play</i>
Liczba oferowanych akcji	<ul style="list-style-type: none">• brak emisji nowych akcji;• nie więcej niż 2 043 750 akcji istniejących, czyli 28,1% kapitału zakładowego i głosów na WZ;
Cena maksymalna	48 zł
Wartość oferty przy cenie maksymalnej	98,1 mln zł
Kapitalizacja Emitenta przy cenie maksymalnej	349,2 mln zł



Transza dla inwestorów indywidualnych	10-20% oferty
Termin zapisów dla inwestorów indywidualnych	12-18 kwietnia 2018 roku
Planowana data pierwszego notowania	8 maja 2018 roku
Kanały informacyjne Emitenta	www: tensquaregames.com Twitter: https://twitter.com/tensquaregames Facebook: facebook.com/TenSquareGames Instagram: instagram.com/tensquaregames/ Google+: plus.google.com

Źródło: tensquaregames.com/ipo

2. Profil Spółki i najbardziej rozpoznawalne produkcje

Ten Square Games jest wrocławskim deweloperem gier, który specjalizuje się w mobilnych i przeglądarkowych grach typu *free-to-play* (F2P, inaczej *freemium*). Spółka powstała w 2011 roku, a tworzyły ją trzy osoby, pracując w biurze o metrażu 10 m kw. (ang. *ten square*). Wówczas działalność skupiała się na grach przeglądarkowych kierowanych na portale społecznościowe. Dzisiaj Grupa Kapitałowa Ten Square Games to ponad 120 osób, ze studiem m.in. w Indiach. Pierwszą grą, która osiągnęła duży sukces była *Let's Fish* (zdaniem Zarządu Spółki jest to najpopularniejsza gra wędkarska na świecie). W 2015 roku zmieniono model biznesowy, koncentrując się na tworzeniu gier na platformy mobilne. Z kolei w 2017 roku utworzono zespół projektowy odpowiedzialny za rozwój nowych produktów - Zespół Mango. Jego zadaniem jest poszerzenie oferty o gry pozwalające na rywalizację wielu graczy w czasie rzeczywistym (tzw. tryb multiplayer) oraz wykorzystujących mechanizmy zakładów pomiędzy użytkownikami. Zarządanie zespołem powierzono deweloperowi stojącemu za sukcesem jednej z najlepiej zarabiających gier bingo w historii.



Założycielami Ten Square Games są Maciej Popowicz, Prezes Zarządu, oraz Arkadiusz Pernal, Wiceprezes Zarządu, którzy wcześniej stworzyli znany w Polsce portal społecznościowy Nasza Klasa (nk.pl).

Grupa posiada w swoim portfolio 200 wydanych tytułów, 280 mln pobrań gier i może pochwalić się 21 mln aktywnych graczy miesięcznie. Emitent kieruje swoje gry do szerokiego grona odbiorców, działając w obrębie segmentów *casual* oraz *midcore*. Gry *casual* (gry rekreacyjne, codzienne) charakteryzują się prostymi zasadami i są kierowane do graczy, którzy nie mogą poświęcić dużo czasu na rozgrywkę. Produkcje *midcore* oferują bardziej złożoną rozgrywkę, a przez to wymagają większego zaangażowania graczy, jednak nie wymagają poświęcenia tyle czasu, co gry *hardcore* (np. kilkugodzinne sesje przed komputerem/konsolą).

W swojej działalności Ten Square Games wyróżnia trzy podstawowe klasy gier:

- *Evergreen* - produkcje o rozbudowanym modelu rozgrywki, monetyzowane poprzez mechanizm mikropłatności lub wyświetlanie reklam. Charakteryzują się długim okresem życia (6 lat i więcej) oraz dużym potencjałem do monetyzacji, przez co po globalnej premierze Spółka wciąż ponosi nakłady na ich rozwój oraz marketing;
- *Game Factory* - produkcje o prostej fabule oraz nieskomplikowanym modelu rozgrywki, monetyzowane prawie wyłącznie poprzez wyświetlanie reklam. Charakteryzują się niskim kosztem wytworzenia. W ofercie Emitenta od końca 2015 roku;
- *Legacy* - produkcje podobne do *evergreen*, jednak nie osiągnęły oczekiwanego potencjału komercyjnego, który uzasadniałby zaangażowanie istotnych nakładów na globalny marketing.



Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych



ten square_games

100%
gier free-to-play



WYDANYCH
TYTUŁÓW



POBRAŃ GIER
(MLN)



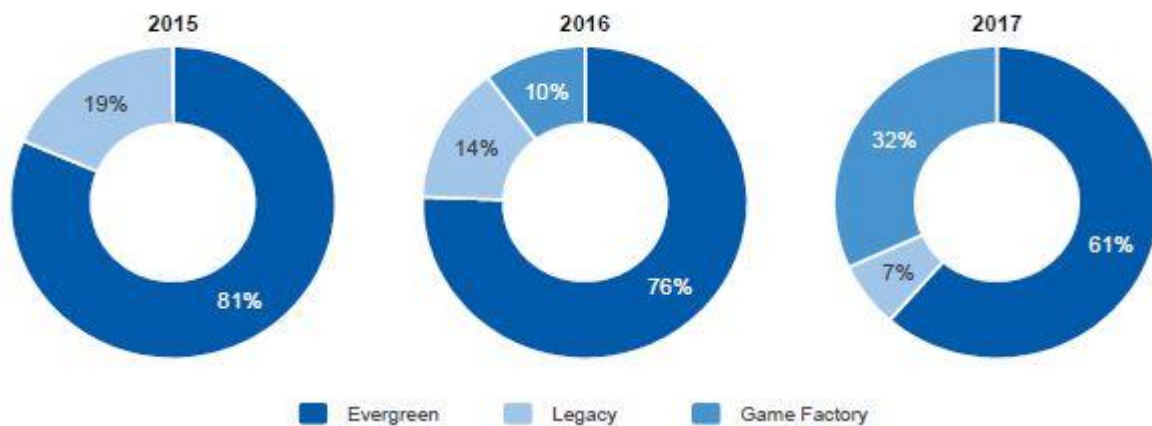
MAU* (MLN)

*liczba aktywnych graczy w miesiącu
Źródło: tensquaregames.com/investors/

Ten Square Games najbardziej znana jest z gier hobbistycznych, głównie dotyczących tematyki wędkarskiej. Wśród znanych tytułów dewelopera można wymienić m.in. wspomniany już *Let's Fish* czy najnowszy tytuł *Fishing Clash*. Są to przykłady dużych i rozbudowanych gier, które na dzień prospektu były jedynymi zakwalifikowanymi jako *Evergreen*. Spółka poinformowała, że to właśnie produkcje tej klasy odpowiadały historycznie za największą część przychodów, choć widać, że udział ten maleje (61% w 2017 roku wobec 81% w 2015 roku).



Wykres 15: Struktura przychodów Grupy według klas gier w latach 2015 – 2017



Źródło: prospekt emisyjny Ten Square Games S.A.

W tym miejscu warto wspomnieć o sukcesie najnowszej produkcji *Fishing Clash*, która miała *hard launch* (globalna premiera poprzedzona oficjalną promocją) w październiku 2017 roku. Gra od początku była produkowana z myślą o platformach mobilnych. Spółka poinformowała, że już w pierwszym miesiącu po globalnej premierze osiągnięte przychody z tej produkcji przekroczyły poziom kosztów produkcji. Z kolei według wstępnych szacunków w marcu 2018 roku produkcja wygenerowała 3,7 mln zł przychodów, o 70% więcej niż miesiąc wcześniej, jednocześnie wyznaczając nowy rekord jeśli chodzi o miesięczną wartość przychodów z jednej produkcji. W artykule prasowym dodano, że na dzień 9 kwietnia 2018 roku gra *Fishing Clash* była sklasyfikowana na 13 miejscu wśród najlepiej zarabiających gier symulacyjnych na platformie Play Store w Stanach Zjednoczonych oraz na 1 miejscu w Polsce. Ponadto, w listopadzie produkcja otrzymała rekomendację (*featuring*, gra polecana) sklepu App Store, a w styczniu rekomendację sklepu Google Play. Obydwie rekomendacje zostały powtórzone w marcu.

W strukturze przychodów Emitenta mocno rośnie udział gier klasy *Game Factory*, produktu rozwijanego od 2015 roku. W celu wsparcia tego segmentu działalności Ten Square Games powołało spółkę w Indiach, w której posiada 90% udziałów. Ze względu na prostotę gier tego typu Spółka jest w stanie zakończyć produkcję nawet



w 2 tygodnie (produkcja trwa średnio 0,5-2 miesiące). Z kolei zwrot kosztów (średnio 10 tys. zł na produkcję) następuje średnio w ciągu 1,5-2,5 miesiąca od premiery. Dzięki liczebności posiadanego zespołu Emitent jest w stanie wydać do kilkunastu różnych tytułów *Game Factory* w ciągu miesiąca.

Punktem wyjścia do stworzenia gry klasy *Game Factory* jest wykorzystanie narzędzi marketingowych ASO (App Store Optimization), które pozwalają określić dominujące w danej chwili trendy oraz rodzaje gier najczęściej wyszukiwanych przez graczy. O istotnej roli pozycjonowania ASO świadczy fakt, iż 65% użytkowników App Store odkrywa nowe aplikacje poprzez organiczne wyszukiwanie (źródło: Apple). W ocenie Zarządu, Grupa jest jednym z wiodących twórców aplikacji mobilnych wśród gier klasy *Game Factory* w zakresie efektywności stosowanych mechanizmów ASO, uzyskując w ten sposób od 70% do 90% instalacji w ruchu organicznym. Warto podkreślić również fakt, iż dzięki efektywnym mechanizmom ASO, wiele produkcji Emitenta jest w stanie osiągać znaczącą liczbę organicznych instalacji pomimo braku płatnego wsparcia marketingowego.

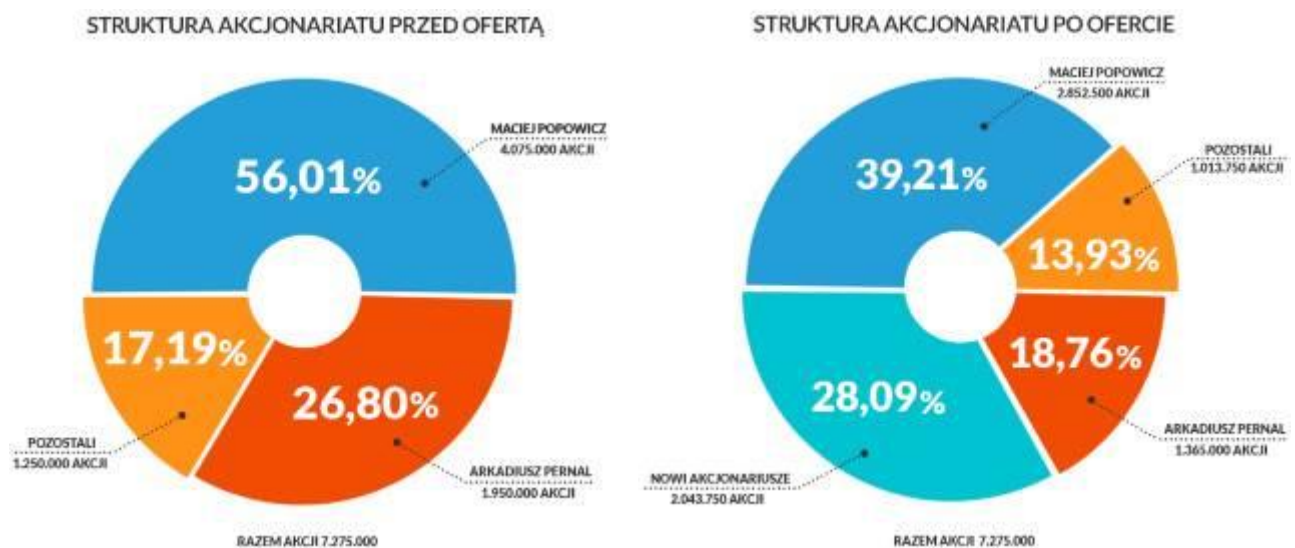
Gry mobilne Ten Square Games dostępne są na najbardziej popularnych platformach dystrybucyjnych, czyli App Store oraz Google Play (obydwie platformy odpowiadają łącznie za blisko 100% rynku gier mobilnych). Udział przychodów z gier mobilnych wzrósł z 8% w 2015 roku do 55% w 2017 roku w związku ze zmianą modelu biznesowego Spółki. Z kolei produkcje przeglądarkowe są oferowane m.in. na własnej stronie internetowej, portalu Facebook, czy też na stronach portali partnerskich.

Grupa opracowała autorskie rozwiązania, które składają się na zestaw nowoczesnych narzędzi *Business Intelligence*. Dzięki nim Emitent ma możliwość obserwacji zachowań użytkowników swoich produktów (około 21 mln graczy), a następnie wykorzystywać zebrane informacje do optymalizacji kluczowych parametrów każdej nowej produkcji. Narzędzia pozwalają między innymi na pogłębianie wiedzy o preferencjach graczy czy poprawę efektywności monetyzacji.



3. Struktura oferty, akcjonariat przed i po ofercie

W ofercie publicznej Ten Square Games nie będzie emisji nowych akcji. Oznacza to, że Emitent nie pozyska dodatkowego kapitału. Sprzedającymi są obecni akcjonariusze Spółki. W ofercie zaproponowali oni sprzedaż do 2 043 750 akcji istniejących, które stanowią 28,1% kapitału własnego i głosów na walnym zgromadzeniu. Intencją akcjonariuszy sprzedających jest zaoferowanie inwestorom indywidualnym około 10-20% całej oferty. Cena maksymalna w ofercie została ustalona na 48 zł, co przekłada się na jej wartość na poziomie 98,1 mln zł, i na wartość całej Spółki na poziomie 349,2 mln zł. Poniższe wykresy przedstawiają aktualny stan akcjonariatu oraz jego zmianę w scenariuszu objęcia całej oferty.



Źródło: tensquaregames.com/ipo

Wejście na giełdę to dla nas m.in. możliwość uzyskania rynkowej wyceny Ten Square Games. Wiele przykładów, również z sektora gier, udowadnia, że warszawska giełda to miejsce, gdzie dobre, rosnące spółki, są w stanie skutecznie budować wartość dla swoich akcjonariuszy. Dodatkowo, w naszej branży kluczowym czynnikiem determinującym sukces jest jakość oraz stabilność zespołu. Upublicznienie daje nam możliwość jeszcze silniejszego związania ze spółką kluczowych pracowników, którzy



są lub mogą zostać jej akcjonariuszami - powiedział Maciej Popowicz, prezes Ten Square Games.

4. Harmonogram oferty

12-18 kwietnia 2018 r.	Przyjmowanie zapisów w transzy inwestorów indywidualnych
20 kwietnia 2018 r.	Opublikowanie ostatecznej ceny oraz liczby oferowanych akcji
20-24 kwietnia 2018 r.	Przyjmowanie zapisów w transzy inwestorów instytucjonalnych
25 kwietnia 2018 r.	Przydział Akcji Oferowanych
8 maja 2018 r.	Zakładany pierwszy dzień notowania akcji na GPW

Źródło: tensquaregames.com/ipo

Zapisy na akcje Ten Square Games można składać w następujących instytucjach: DM mBanku, DM Banku Ochrony Środowiska, CDM Pekao, DM Pekao, BM Alior Banku, BM ING.

5. Najważniejsze trendy branżowe

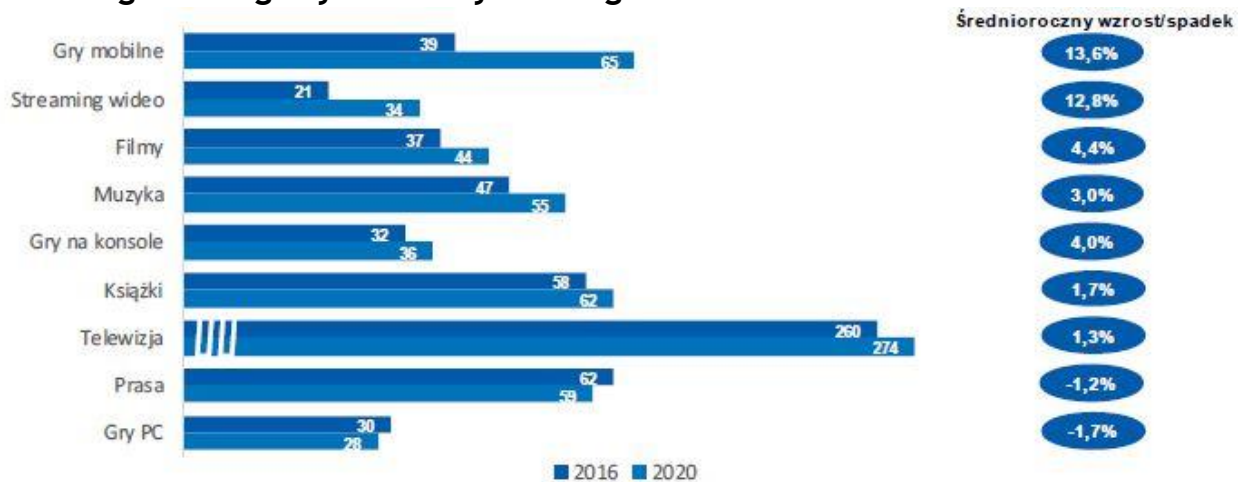
Prognozy wskazują, że do 2020 roku segment gier mobilnych stanie się drugą co do wielkości kategorią globalnego rynku rozrywki ustępującą jedynie telewizji. Zgodnie z szacunkami PwC oraz Newzoo przychody producentów gier mobilnych wzrosną o blisko 70%, z 39 mld dolarów w 2016 roku do 65 mld dolarów w 2020 roku (powyższe liczby nie uwzględniają przychodów z reklam). Tym samym oczekuje się, że gry mobilne będą najszybciej rosnącym segmentem globalnego rynku rozrywkowego.

Prognozy wyglądają równie dobrze dla samego rynku gier wideo. Zgodnie z raportem Newzoo, rynek gier wideo będzie w latach 2016-2020 rósł w średniorocznym tempie 6,2%, osiągając w 2020 roku wartość 129 mld dolarów. Głównym motorem napędowym ma być segment gier mobilnych, którego średnioroczne tempo wzrostu w latach 2016-2020 oszacowano na 13,7%. Ponadto, już w 2016 roku był to największy segment



ryнку, odpowiadając za 38% całego rynku gier. Do 2020 roku szacuje się, że udział ten przekroczy 50%.

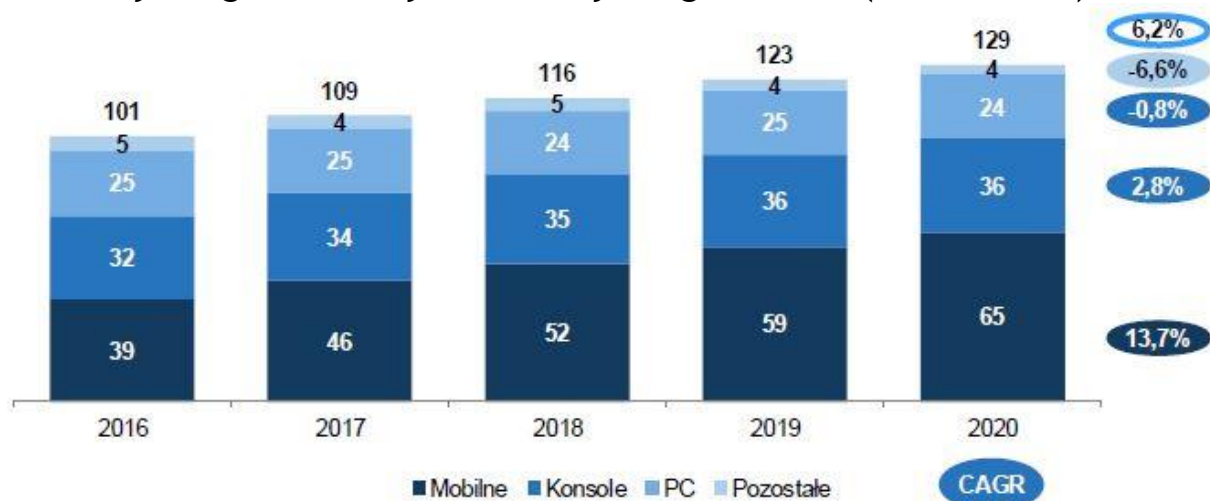
Podział globalnego rynku rozrywkowego



Źródło: Rovio za PwC (Global entertainment and media outlook 2017-2021) oraz Newzoo (Global Games Market Report 2017)

Źródło: prospekt emisyjny Ten Square Games S.A.

Wartość rynku gier mobilnych na tle rynku gier wideo (mld dolarów)



Źródło: Newzoo 2017 Global Market Report

Źródło: prospekt emisyjny Ten Square Games S.A.

Najważniejszymi rynkami z perspektywy Ten Square Games są Ameryka Północna oraz Europa, które razem stanowią blisko 34% rynku gier mobilnych. W ogólnym ujęciu, największy rynek stanowi natomiast obszar Azji i Oceanii odpowiadający za ponad połowę wartości globalnego rynku. Większość przychodów tego regionu (ok. 50%) była



skoncentrowana w Chinach, Japonii oraz Korei Południowej. Raport Newzoo pokazuje, że najwyższe roczne ARPPU (średni przychód z płacącego użytkownika) charakteryzuje mieszkańców Ameryki Północnej - 108,4 dolarów, a na drugim miejscu plasuje się Europa Zachodnia - 74,4 dolarów. Jednocześnie różne są koszty pozyskania płacącego użytkownika. W Ameryce Północnej szacunki wskazują na koszty w wysokości 50,7 dolarów, a w regionie EMEA (kraje leżące na obszarze Europy, Bliskiego Wschodu oraz Afryki) jest to 73,4 dolarów.

Najpopularniejszy segment rynku stanowią gry rekreacyjne (*casual*), które odpowiadały w 2014 roku za 46% przychodów producentów gier mobilnych. Na drugim miejscu uplasowały się łamigłówki, gry karciane, gry planszowe, z udziałem na poziomie 31%. Jak wskazują liczne ankiety, najczęstszym powodem uruchomienia gry na urządzeniu mobilnym jest szukanie zajęcia w czasie oczekiwania. Gracze wskazywali również, iż traktują gry mobilne jako formę odpoczynku od innych aktywności. Gry *casual* charakteryzują się niskim kosztem pozyskania użytkownika dokonującego mikropłatności, który oszacowano na 26,8 dolarów.

Koszty pozyskania użytkownika według gatunku gry (w dolarach)



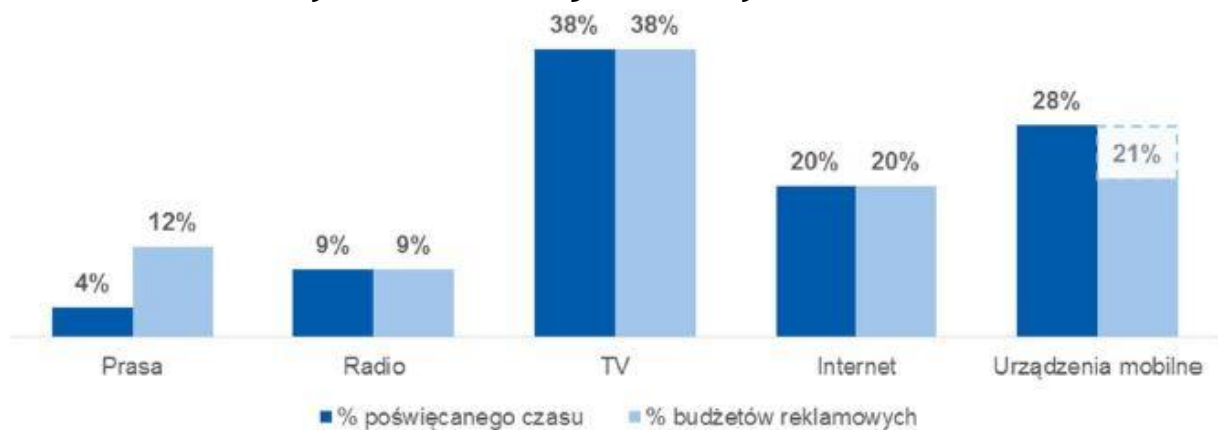
Źródło: *Liftof Mobile Gaming Apps Report*
Źródło: *prospekt emisyjny Ten Square Games S.A.*

Istotnym źródłem, z którego Ten Square Games czerpie przychody, są reklamy udostępniane w grach i aplikacjach mobilnych. Zgodnie z raportem App Annie,



zagregowana wartość przychodów wydawców gier osiągnąca z tytułu wyświetlanych reklam będzie rosła w średniorocznym tempie na poziomie 18% przekraczając w 2020 roku wartość 51 mld dolarów. Można też zauważyć dysproporcję pomiędzy czasem spędzonym na urządzeniach mobilnych a poziomem budżetów reklamowych przeznaczonych na ten format. Luka ta pokazuje potencjał dalszego wzrostu wartości rynku reklamy mobilnej. Poniższy wykres przedstawia dane ze Stanów Zjednoczonych z 2016 roku.

Różnica pomiędzy czasem przeznaczanym na dany format a poziomem budżetów reklamowych w Stanach Zjednoczonych w 2016 roku



Źródło: KPCB, *Internet Trends 2017*

Źródło: prospekt emisyjny *Ten Square Games S.A.*

Z innych istotnych tendencji branżowych na pewno warto wspomnieć o rosnącym średnim czasie poświęcanym w ciągu dnia na rozgrywkę przez przeciętnego gracza. Wzrósł on z 25 minut do 30 minut pomiędzy 2015 a 2016 rokiem. Dynamicznie rośnie także liczba pobrań aplikacji mobilnych (149 mld w 2016 roku wobec 197 mld w 2017 roku), a szacunki wskazują, że ta liczba będzie rosła w średniorocznym tempie 19% do 2021 roku. W przypadku gier mobilnych ważnym czynnikiem wpływającym na liczbę pobrań są również rekomendacje (*featuring*, gry polecane) sklepów App Store i Google Play. Jak podaje Apple, *featuring* zwiększa dzienną liczbę pobrań gier mobilnych o 140%. O wyróżnieniu gry decyduje niezależny zespół wydawniczy, który bierze pod uwagę szereg parametrów jakościowych oraz ocenia potencjał aplikacji pod kątem atrakcyjności dla graczy w danym kraju. Google Play



natomiast wybiera promowane aplikacje z wykorzystaniem algorytmów, które uwzględniają zarówno parametry odzwierciedlające popularność danej produkcji, jak również zaangażowanie graczy.

6. Analiza wyników finansowych

Wybrane dane finansowe (tys. zł)	2017 rok	2016 rok	2015 rok
Przychody ze sprzedaży	27 032	17 355	17 816
Wynik brutto na sprzedaży	21 189	12 923	13 966
Wynik EBITDA	11 440	4 515	3 225
Wynik operacyjny	10 862	3 981	2 647
Wynik brutto	10 233	4 117	2 657
Wynik netto	8 412	3 302	2 123

Źródło: prospekt emisyjny Ten Square Games S.A.

Analizując wyniki finansowe Ten Square Games warto przypomnieć, jakie są źródła przychodów. Emitent tworzy gry w modelu *free-to-play*, które można pobrać za darmo, a przychody czerpie:

- z tytułu dodatkowych funkcjonalności zakupionych przez graczy poprzez tzw. mikropłatności. Użytkownicy mają możliwość kupienia za realne pieniądze pakietów z wirtualną walutą gry, którą można wymienić na liczne dodatki ułatwiające i przyspieszające rozgrywkę. Przychody są pomniejszane o prowizje dystrybutorów (na przykład App Store czy Google Play, w których wynoszą 30% sprzedaży) oraz o prowizje agregatorów płatności (w przypadku gier udostępnianych za pośrednictwem portali internetowych). Wymienione prowizje Emitent ujmuje w kosztach sprzedaży;
- z tytułu reklam wyświetlanych w grach;
- z tytułu aktywności w grach, które są udostępniane partnerom handlowym na podstawie umów licencyjnych.



Warto też wspomnieć, że zgodnie z przyjętą przez Spółkę polityką rachunkowości, za grę ukończoną traktuje się produkcję w momencie tzw. *soft launch* (wydanie gry dla ograniczonej grupy odbiorców, w celu m.in. zebrania opinii oraz weryfikacji kluczowych parametrów monetyzacji przed rozpoczęciem globalnej promocji). Oznacza to, że po przeprowadzeniu *soft launch* Emitent rozpoczyna amortyzowanie poniesionych kosztów, które są wykazywane w rachunku zysków i strat. Koszty prac rozwojowych, do których są zaliczane zakończone gry, amortyzowane są w okresie do 5 lat.

Lata 2015 i 2016 stały pod znakiem wdrażania nowego modelu biznesowego, skoncentrowanego głównie na grach na platformy mobilne. Z perspektywy wyników finansowych przełomowym okazał się 2017 rok. Emitent zwiększył w tym okresie przychody o 55,8% rdr, do poziomu 27 mln zł, zysk operacyjny o 172,8% rdr, do 10,9 mln zł, a zysk netto o 154,8% rdr, do 8,4 mln zł. Na zmianę przychodów wpłynęło kilka czynników, a wśród nich można wymienić:

- wzrost przychodów z gier klasy *Evergreen* o 26,7% rdr, do poziomu 16,6 mln zł, na co wpływ miała m.in. premiera *Fishing Clash* w październiku ubiegłego roku;
- wzrost przychodów z gier klasy *Game Factory* o 385,2% rdr, z 1,8 mln zł do 8,6 mln zł, na co wpływ miał dynamiczny rozwój tego segmentu działalności (w 2015 roku Emitent wydał 4 gry tej klasy, w 2016 roku 70, a w 2017 roku 92);
- spadek przychodów z gier klasy *Legacy* o 26,2%, do poziomu 1,8 mln zł.

Jako ciekawostkę warto przytoczyć dane o najaktywniejszych użytkownikach gier wydanych przez Emitenta. Najwyższa wartość wszystkich mikropłatności dokonanych przez jednego gracza przekroczyła wartość 192 tys. zł, natomiast średnia wartość mikropłatności wśród stu najbardziej zaangażowanych graczy wyniosła na dzień 31 stycznia 2018 roku około 56 tys. zł.

Dynamika zmiany zysku operacyjnego była wyższa niż przychodów, czego przyczyną było m.in. osiągnięcie wyższej marży brutto na sprzedaży (78,4% wobec 74,5%),



wolniejszy wzrost kosztów sprzedaży niż przychodów (+40,6% rdr), a także spadek kosztów zarządu o blisko 0,9 mln zł, do poziomu 2,4 mln zł. Główny wpływ na spadek kosztów zarządu miała zmiana zasad wynagradzania członków zarządu, polegająca na usunięciu zmiennego elementu wynagrodzenia, który w poprzednich latach wynosił 1,1 mln zł. Z drugiej strony Spółka poniosła jednorazowe koszty związane z ofertą publiczną, które podwyższyły koszty o 0,3 mln zł.

Na poziomie zysku netto zaważyły koszty finansowe, które wyniosły 0,6 mln zł (w 2015 roku Emitent nie wykazał żadnych kosztów finansowych). Były one związane z umocnieniem się złotego, głównie względem euro i dolara, co przełożyło się na ujemne różnice kursowe.

Ten Square Games finansuje się wyłącznie środkami własnymi. Na koniec grudnia 2017 roku kapitał własny wyniósł 11,7 mln zł. Zobowiązania stanowiły łącznie 2,9 mln zł, z czego dwie największe pozycje to zobowiązania z tytułu bieżącego podatku dochodowego (1,1 mln zł) oraz zobowiązania handlowe (1 mln zł). Taka struktura bilansu jest potwierdzeniem zdolności Emitenta do finansowania działalności środkami operacyjnymi. Aktywa Grupy to przede wszystkim środki pieniężne i ekwiwalenty - 6,6 mln zł na koniec 2017 roku, należności handlowe - 4,6 mln zł, a także wartości niematerialne - 1,6 mln zł.

W latach 2015-2017 Emitent osiągał dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, które wyniosły odpowiednio 4,4 mln zł, 2,6 mln zł i 7,7 mln zł. Spółka nie charakteryzuje się wysoką kapitałochłonnością, dzięki czemu w omawianym okresie była zdolna do wypłaty dywidendy w wysokości odpowiednio 2,4 mln zł, 2,7 mln zł i 2,9 mln zł.

7. Perspektywy i plany rozwoju

W prospekcie emisyjnym Emitent podsumował wyniki sprzedażowe największych produkcji w I kw. 2018 roku. Najnowsza produkcja *Fishing Clash* osiągnęła 7,6 mln zł



przychodów, a *Let's Fish* 3,7 mln zł dzięki zastosowaniu działań typu *Live Operations* (na przykład specjalne, okresowe wydarzenia w grze, które mają zwiększyć aktywność graczy). Natomiast gry typu *Game Factory* pozwoliły na osiągnięcie 2,3 mln zł przychodów z reklam, czyli o 32% więcej niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Spośród gier klasy *Legacy* pozytywnie wyróżniła się produkcja *Wild Hunt*, której przychody za I kw. 2018 roku oszacowano na 0,7 mln zł. Sumując przytoczone wartości (nie uwzględniają one wszystkich produktów Emitenta) otrzymujemy wartość przychodów w I kw. 2018 roku na poziomie 14,3 mln zł, co stanowi ponad połowę przychodów osiągniętych w całym 2017 roku.

Strategia Ten Square Games koncentruje się w obszarze gier klasy *Evergreen* oraz *Game Factory*. Grupa opiera się na poszukiwaniu i innowacyjnym łączeniu najbardziej efektywnych modeli gier z segmentu *free-to-play* z ciekawymi obszarami tematycznymi. Między innymi w tym celu został powołany Zespół Mango, który ma poszerzyć ofertę Grupy o gry *multiplayer* oraz pozwalające na zakłady między użytkownikami. Powołana w lutym 2018 roku spółka zależna w Indiach ma pomóc w rozwoju gier klasy *Game Factory*.

Grupa zamierza nadal utrzymywać dyscyplinę finansową, przeznaczając na produkcję gry klasy *Evergreen* około roku, utrzymując średni koszt dotychczasowych produkcji do momentu *soft launch* na poziomie zbliżonym do dotychczasowych produkcji, tj. około 0,5 mln zł do 1 mln zł. W przypadku gier klasy *Game Factory* produkcja ma trwać od kilku tygodni do dwóch miesięcy w przypadku konieczności opracowania zupełnie nowego silnika, a budżety produkcji tych gier będą utrzymywane na zbliżonym poziomie do dotychczasowych produkcji, tj. będą wynosić ok 10 tys. zł (koszty bezpośrednie).

Grupa podzieliła cele strategiczne na trzy horyzonty czasowe: cele bieżące (1-2 lata), cele krótkoterminowe (3-5 lat) oraz cele średnioterminowe (bez określonej daty):



- cele bieżące to koncentracja na realizacji obecnej kolejki produktowej. Grupa zakłada produkcję dwóch tytułów klasy *Evergreen* oraz przynajmniej 100 gier *Game Factory* rocznie. Obecnie Grupa jest w trakcie prac nad dwiema dużymi produkcjami, które mają umożliwić tryb *multiplayer* oraz wprowadzać mechanizm zakładów pomiędzy użytkownikami. Pierwsza gra ma zostać utrzymana w tematyce wędkarskiej (roboczy tytuł *Fishing Brawl*), a *soft launch* jest planowany na pierwszą połowę 2018 roku. Druga produkcja będzie utrzymana w tematyce sportowej (minigolf), a *soft launch* planowany jest na drugą połowę 2018 roku;
- cele krótkoterminowe zakładają osiągnięcie przez Emitenta znaczącej pozycji na rynku globalnym w przynajmniej kilku obszarach tematycznych. Spółka będzie dążyć do osiągania przez nowe produkcje miesięcznych przychodów na poziomie 1-2 mln zł (porównywalnie do obecnych przychodów generowanych przez gry klasy *Evergreen*);
- Cel średnioterminowy zakłada stworzenie gry o globalnym sukcesie, rozumianym przez Grupę jako osiąganie przychodów z gry na poziomie przynajmniej 2-3 mln dolarów miesięcznie.

W dniu 15 marca NWZ Spółki podjęło uchwałę o ustanowieniu programu motywacyjnego, który zakłada warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego o nie więcej niż 65 475 akcji, do których uprawnieni będą posiadacze imiennych warrantów subskrypcyjnych serii A. Uczestnikami programu będą członkowie Zarządu podmiotów z Grupy, kluczowi menedżerowie, a także inne osoby uznane za kluczowe dla działalności. Pierwotne warunki programu motywacyjnego zakładały osiągnięcie przez Emitenta zysku EBITDA w wysokości 22 mln zł w 2018 roku, 27,5 mln zł w 2019 roku i 31 mln zł w 2020 roku. Jednak ze względu na wyniki osiągnięte przez najnowszą produkcję *Fishing Clash*, które okazały się lepsze od oczekiwań, cele programu motywacyjnego zostały podwyższone na początku kwietnia o 4 mln zł w każdym roku. Nowe cele programu wynoszą odpowiednio 26 mln zł, 31,5 mln zł oraz 35 mln zł zysku EBITDA w latach 2018-2020.



W kolejnych latach Emitent zamierza kontynuować wypłacanie dywidendy. Zgodnie z polityką dywidendy przedstawioną w prospekcie emisyjnym, intencją Zarządu jest rekomendowanie wypłaty do 75% skonsolidowanego zysku netto, począwszy od zysku za 2018 rok (pod warunkiem, że jednostkowy zysk netto pozwoli na wypłacenie takiej kwoty). Dodano, że rekomendacja będzie uzależniona m.in. od potrzeb w zakresie płynności i planów inwestycyjnych.

8. Wybrane czynniki ryzyka

Poniżej przedstawiono wybrane, wymienione w prospekcie emisyjnym, czynniki ryzyka, związane z działalnością i otoczeniem Ten Square Games:

- ryzyko walutowe - na datę prospektu ryzyko to dotyczyło głównie kursu wymiany złotego do dolara i euro. W 2017 roku przychody ze sprzedaży rozliczane w tych walutach odpowiadały za 66% całkowitych przychodów Grupy;
- ryzyko związane z koniunkturą w branży reklamowej - w ostatnich latach przychody z reklam mocno zwiększyły udział w łącznych przychodach Emitenta;
- uzależnienie od kluczowych dystrybutorów - ponad 50% przychodów Grupy jest generowana przez gry udostępniane przez platformy dystrybucyjne Google, Facebook i Apple. Ewentualna zmiana polityki tych firm może istotnie wpłynąć na wyniki finansowe Emitenta;
- ryzyko wysokiej koncentracji przychodów wokół jednej klasy gier - coraz większy udział w przychodach mają gry typu *Game Factory*, jednak wciąż ponad połowę przychodów generują gry klasy *Evergreen*, obecnie dwie produkcje o tematyce wędkarskiej: *Let's Fish* i *Fishing Clash*;
- ryzyko związane z regulacjami międzynarodowymi dotyczącymi modelu *free-to-play* - po konsultacjach w 2014 roku Komisja Europejska, w celu ochrony konsumentów, przede wszystkim dzieci, podjęła działania, aby gry *free-to-play* z mikropłatnościami nie były nazywane darmowymi grami. W tym samym roku zarówno Google jak i Apple zabroniło twórcom aplikacji opartych na



mikropłatnościach nazywać ich darmowymi, nakazując umieszczanie informacji *zakupy w aplikacji*. Istnieje ryzyko, że usunięcie określenia *free* (darmowe) może negatywnie wpłynąć na rozpowszechnianie gier i pozyskiwanie nowych graczy. Ponadto, niewykluczone, że Komisja Europejska w przyszłości może podejmować kolejne kroki w celu ochrony praw konsumentów, co może mieć negatywny wpływ na działalność Emitenta.

Przy okazji omawiania czynników ryzyka można również wspomnieć o kwestii *loot boxów*, o których jest głośno w branży w ostatnich miesiącach. *Loot box* to pakiet losowych przedmiotów w grze, które użytkownik może kupić za prawdziwe pieniądze. Dla deweloperów gier jest to kolejne narzędzie monetyzacji. Rozwiązanie to ma wielu krytyków, którzy często powołują się na ochronę konsumenta, w szczególności dzieci. W Europie, a także w Polsce, sprawa ma jeszcze szerszy charakter, bo dotyczy kwestii, czy losowe przyznawanie nagród nosi znamiona hazardu. Na ten moment trudno określić jakie będą ostateczne wnioski płynące z tej debaty i jak restrykcyjne przepisy na jej podstawie mogą zostać wprowadzone. W przypadku Ten Square Games wydaje się, że ta kwestia nie jest istotna z punktu widzenia bieżącej działalności, ponieważ Emitent w swoich produkcjach umożliwia w zdecydowanej większości zakup konkretnych przedmiotów, a nie losowych *loot boxów*.

9. Podsumowanie

Ten Square Games jest deweloperem gier na platformy mobilne w formule *free-to-play*. Spółka znalazła swoją niszę w grach hobbistycznych, a najbardziej znana jest z gier o tematyce wędkarskiej. Największe i najbardziej rozpoznawalne produkcje to *Let's Fish* oraz *Fishing Clash*. Dzięki wejściu w segment gier *Game Factory* Grupa osiągnęła nowe źródło dochodu w postaci przychodów z reklam, dzięki czemu jest w mniejszym stopniu uzależniona od sukcesu kolejnej dużej produkcji. Zastosowany model biznesowy pozwala w całości finansować się kapitałem własnym. Ze względu na generowane dodatnie przepływy z działalności operacyjnej oraz niskie potrzeby



inwestycyjne Spółka wypłacała dywidendę w przeszłości i ma zamiar dzielić się zyskiem z akcjonariuszami w kolejnych latach. Zgodnie z przyjętą polityką dywidendową Zarząd zamierza rekomendować wypłatę do 75% skonsolidowanego zysku netto, poczynając od 2019 roku.

Cena maksymalna w ofercie publicznej została ustalona na 48 zł. Przy tej cenie wskaźnik C/Z (ceny do zysku) kształtuje się na poziomie około 44, a wycena całej firmy sięga blisko 350 mln zł, co plasuje Emitenta tuż za podium pod względem kapitalizacji notowanych deweloperów gier (w kolejności CD Projekt, PlayWay i 11 bit studios). Jednocześnie trudno porównywać Emitenta do innych notowanych na giełdzie spółek, gdyż każdy deweloper gier, pomimo że działa w tej samej branży, jest zupełnie inny, a swoje produkcje kieruje do różnego, specyficznego kręgu odbiorców.

W kolejnych latach Ten Square Games zamierza kontynuować rozwój zgodnie z obecnym modelem biznesowym. Spółka zamierza wydawać dwie duże produkcje rocznie oraz 100 gier klasy *Game Factory*. Jednocześnie prowadzone są projekty, mające na celu poszerzenie oferty Grupy o gry z funkcjonalnością trybu *multiplayer* oraz dające możliwość tworzenia zakładów pomiędzy użytkownikami.

W programie motywacyjnym dla kluczowych pracowników Emitent przedstawił warunki, które mogą służyć jako punkt odniesienia co do oczekiwań dalszego rozwoju i jego tempa w oczach Zarządu. Na dodatek w kwietniu bieżącego roku prognozy dotyczące zysku EBITDA zostały podniesione ze względu na lepsze od oczekiwań wyniki sprzedażowe *Fishing Clash*. Zaktualizowany cel na 2018 rok to wypracowanie przez Grupę 26 mln zł zysku EBITDA, a więc o 128% więcej niż w 2017 roku. Wydaje się, że aby ocenić realność tego założenia inwestorzy mogą posłużyć się przedstawionymi w prospekcie wybranymi wynikami sprzedażowymi większości produkcji Emitenta w I kw. 2018 roku. Zsumowane dają one wartość 14,3 mln zł, co stanowi ponad połowę przychodów osiągniętych w całym 2017 roku. Cele programu



motywacyjnego na lata 2019-2020 to odpowiednio 31,5 mln zł oraz 35 mln zł zysku EBITDA.

Adrian Mackiewicz

Doradca inwestycyjny (571), Dyrektor działu analiz

amackiewicz@sii.org.pl

--

Autor niniejszej Analizy nie jest powiązany w żaden sposób z Emitentem. Niniejsza Analiza powstała w związku z umową zawartą z Ten Square Games S.A., obejmującą swoim zakresem przygotowanie raportu analitycznego. W ciągu ostatnich 12 miesięcy SII świadczyło również inne usługi w zakresie relacji inwestorskich Spółce Ten Square Games S.A. Ponadto Stowarzyszenie nie wyklucza złożenia kolejnych ofert świadczenia takich usług Emitentowi w przyszłości.

Treść powyższej Analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu przepisów art. 3 ust. 1 pkt 35) Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.U.UE.L.2014.173.1 z dnia 2014.06.12) ani „informacji rekomendującej” w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 34) ww. Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715), lub jakiegokolwiek porady. Stąd Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych oraz autorzy nie ponoszą żadnej odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie lektury treści publikowanych w ramach niniejszego projektu. W inwestowaniu należy korzystać z wielu źródeł i konfrontować je przed podjęciem decyzji.