*Warszawa, 07.12.2022*

**Konrad Księżopolski, Szef Działu Analiz, Haitong Bank**

Haitong Bank w raporcie z 5 grudnia (godz. 8:30) utrzymuje rekomendację KUPUJ dla Ten Square Games, jednocześnie obniżając cenę docelową do 177 PLN z 258 PLN.

**Podtrzymujemy rekomendację KUPUJ dla Ten Square Games. Obniżamy jednak cenę docelową akcji do 177 PLN (z 258 PLN), z powodu redukcji naszych prognoz skorygowanego EBITDA na 22E/23E/24E  odpowiednio o 19 proc./26 proc./33 proc. Twarde lądowanie w zakresie monetyzacji, którego Ten Square Games doświadczało od końca pandemii wydaje się kończyć. Monetyzacja Fishing Clash i Hunting Clash ustabilizowała się na poziomie odpowiednio ok. PLN 30m/11m miesięcznie, a przy większej liczbie live opsów oraz aktualizacji treści może przynajmniej utrzymać się na obecnym poziomie. Pierwsze dane po globalnej premierze Wings of Heroes są również obiecujące. Undead Clash i Fishing Master są w końcowej fazie rozwoju z możliwością globalnej premiery (tzw. hard launch) w 2H23. Ten Square Games rozpoczęło optymalizację zatrudnienia i operacji biznesowych, co również należy ocenić pozytywnie. Powrót do poziomu monetyzacji z czasów pandemii jest bardzo mało prawdopodobny (przynajmniej na razie). Jednocześnie uważamy, że dalszy spadek monetyzacji do poziomu sprzed pandemii nie jest zbyt prawdopodobny. Cykl życiowy współczesnych gier free-to-play, szczególnie tych będących w czołówce swojej kategorii, jak Fishing Clash, trwa latami i jest wspierany przez potrzebne aktualizacje grafiki, mechaniki i treści. Uważamy, że przecena Ten Square Games uwzględniła już większość możliwych ryzyk, z których nie wszystkie mogą się zmaterializować. Przypominamy, że im więcej gier generujących co najmniej 2-3 mln USD miesięcznie w portfolio Ten Square Games, tym bardziej atrakcyjnym celem przejęcia może stać się spółka. To z kolei jest  naszym zdaniem najbardziej atrakcyjną opcją wyjścia dla założycieli Ten Square Games (bardziej atrakcyjną niż ABB). Jest to jednak dla nas raczej opcja uzupełniająca do obecnego scenariusza inwestycyjnego Ten Square Games niż opcja bazowa.**

**Fishing Clash / Hunting Clash odbija się?**

W 3Q22 przychody Fishing Clash wyniosły 87,9 mln PLN i wzrosły o 6 proc. w stosunku do poprzedniego kwartału, zaś bookingi Hunting Clash wyniosły 32,6 mln PLN i zwiększyły się o 31 proc. w stosunku do poprzedniego kwartału. Na wartość przychodów mierzonych w PLN wyraźny wpływ miał jednak kurs walutowy (USD/PLN ok. +8 proc. kw/kw), a mierzone w USD przychody Fishing Clash w 3Q22 spadły o ok. 2 proc. kw/kw, zaś w Hunting Clash wzrosły o ok. 21 proc. kw/kw. Realny obraz (mierzony w USD) pokazuje jednak stabilizację przychodów na poziomie ok. 6 mln USD miesięcznie w przypadku Fishing Clash, natomiast dla Hunting Clash monetyzacja wraca do przedwojennych poziomów ok. 2,3-2,5 mln USD miesięcznie. Co ważniejsze, odbicie w bookingu Fishing Clash / Hunting Clash nie było napędzane przez ponadnormatywny wzrost marketingu, który w Fishing Clash stanowił 20 proc. sprzedaży (vs. 16 proc. w 2Q22), a w HC 39 proc. (vs. 41 proc. w 2Q22). Ten Square Games informuje, że planuje wprowadzenie kilku nowości do gry w najbliższych tygodniach/miesiącach.

**Rortos przynosi nowe nadzieje**

Przychody Rortos osiągnęły w 3Q22 PLN 10.3m, +23 proc. kw/kw. W 3Q22 Wings of Heroes był w fazie soft launchu i jego udział w bookingu wyniósł 0,7 mln PLN. W związku z tym, w 3Q22 booking starych gier Rortos (z wyłączeniem Wings of Heroes) wyniósł w 3Q22 9,6 mln PLN, czyli ok. +15 proc. kw/kw lub ok. +27 proc. vs. 1Q22. Ten Square Games planuje wdrożenie usprawnień produktowych i live ops w Airline Commander, co powinno wspierać dalsze zagospodarowanie i monetyzację. Wings of Heroes miał swój globalny start na początku października 2022 i już w tym samym miesiącu wygenerował 1,2 mln PLN przychodów. Ten Square Games jest zadowolone z wstępnych wyników, ale podkreśla, że potrzebuje więcej czasu na zbudowanie głębi produktu.

**Gry w przygotowaniu**

Undead Clash powinien przez kilka miesięcy pozostać w fazie soft launch, ponieważ Ten Square Games testuje obecnie zainteresowanie klientów na rynku amerykańskim i pracuje nad dodatkowymi rozwiązaniami. Undead Clash jest najdroższą grą Ten Square Games, a jej budżet deweloperski osiągnął już 15,7 mln PLN. Przypominamy, że koszty rozwoju Fishing Clash do momentu jego soft launchu w październiku 2017 roku wyniosły ok. 1 mln PLN. Pokazuje to nie tylko ogromny wzrost kosztów w branży gier free-to-play, lecz także fakt, że w obecnie tylko dobrze dokapitalizowane firmy z dużymi zespołami deweloperskimi mogą skutecznie konkurować na globalnym rynku free-to-play. Jest to raczej pozytywny wniosek dla Ten Square Games, ponieważ:

(1) ze swoim portfolio gier Fishing Clash / Hunting Clash i legacy, spółka jest już obecne w pierwszej lidze kategorii symulacji gier free-to-play,

(2) Ten Square Games jest dobrze dokapitalizowane posiadając 114 mln PLN gotówki netto,

(3) spółka posiada szeroki zespół około 450 specjalistów/game developerów/analityków danych gier free-to-play.

Prace nad Fishing Master obejmują testy zewnętrzne, ale Ten Square Games twierdzi, że wstępne KPI wspierają dalszy rozwój (koszty developmentu na poziomie 6,5 mln PLN). Premiera Magical District została przesunięta na późniejszy termin (koszty developingu 9,2 mln PLN), a decyzja o relaunchu lub rezygnacji z projektu będzie zależała od wyników Undead Clash/Fishing Master.