

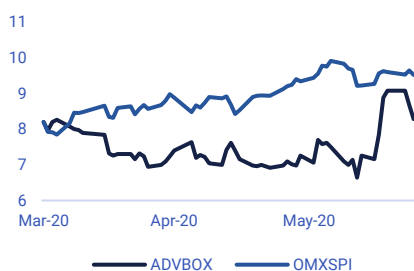
ADVENTURE BOX TECHNOLOGY AB

VD: Christopher Kingdon
 SO: Örjan Frid
corp.adventurebox.com

Bloomberg: ADVBOX:SS
 Reuters Eikon: ADVBOX.ST

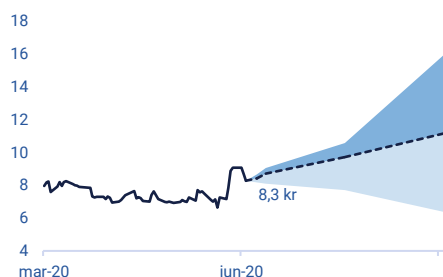
Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 8,3 kr
 Marknadsvärde: 88 MSEK

AKTIEKURSUTVECKLING


	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	33	104	112	10

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL


	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	6,4	11,2	15,9
Upp-/nedsida (%)	-23	36	92

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Richard Ramanius
 Associate Equity Analyst

Ljus framtid för strömmade spel

Adventure Box utvecklar en spelplattform för spel skapade av användarna. Plattformen strömmas liksom filmer strömmas på Youtube. Potential finns således för en viral spridning och låga kundanskaffningskostnader. Ambitionen är att bli störst men om endast några procent av ambitionen uppnås blir det ändå mycket. Adventure Box är ett spännande men riskfyllt tillväxt-case i tidig fas. I vårt basscenario beräknas ett motiverat värde om 11,2 kronor per aktie.

Kombination av vinnande koncept skapar förutsättningar

Adventure Box har lanserat en egenutvecklad och patenterad plattform där användare skapar, delar och spelar voxel-spel. Plattformen kombinerar framgångsrika koncept med inspiration från Roblox och Youtube. Det innebär att en marknad finns etablerad, vilket kan underlätta tillväxten. Roblox är också den närmaste konkurrenten med 155 miljoner månatliga användare och är därmed ett av världens populäraste spel. En väsentlig skillnad är att Adventure Boxs plattform strömmas. Det skapar förutsättningar för viral spridning då nedladdning och installation av större filer kan undvikas som reducerar barriären för nya användare att ansluta. En parallell kan i detta avseende dras till Youtube som sannolikt inte hade varit den ledande videoplattformen om det inte vore för strömning.

I väntan på intäktsgenombrott och uppsida i aktien

Bolaget har påvisat förmåga att attrahera webbesökare. Sedan augusti 2019 då marknadsföringen intensifierades närmar sig nu plattformen totalt tio miljoner webbesökare i snabb takt. Intäkter har också fått utökad fokus. Antalet aktiva användare måste växa markant för att bolaget skall kunna generera betydande intäkter. Även en del väsentligt utvecklingsarbete kvarstår, så som lansering av nya intäktmodeller, intäktsdelning och fler spelgenerer. Vi tror att intäkterna kommer att lyfta under 2021 för att vidare tillta under 2022 och efterföljande år. Vi bedömer dock att lönsamhet kommer dröja ytterligare några år. Det då bolaget kommer behöva växa organisationen och kontinuerligt utveckla erbjudandet för att verka i linje med ambitionen – att bli den största spelplattformen med miljardintäkter.

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 11,2 kronor för de kommande sex månaderna. Det motsvarar en potential om 36 procent. Utspädning från antagna nyemissioner håller tillbaka värdet per aktie.

Finansiella nyckeltal, MSEK

	2018/19*	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoomsättning	0,0	0,3	15,4	114,0	237,9	346,4
Just. EBITDA	-12,3	-22,2	-27,8	-16,5	-2,7	3,6
Just. EBIT	-12,7	-27,7	-34,5	-24,3	-11,6	-6,3
Vinst per aktie	-1,96	-2,44	-2,58	-1,61	-0,71	-0,38
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt, nettoomsättning	-79%	1046%	4391%	638%	109%	46%
Tillväxt, just. EBIT	-472%	-118%	-24%	29%	52%	46%
Tillväxt, vinst per aktie	-180%	-24%	-6%	37%	56%	47%
Just. EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	1%
Just. EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROIC	-38%	-97%	-104%	-43%	-14%	-5%
EV/Sales	n.m.	242,7x	5,4x	0,7x	0,4x	0,2x
EV/Just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	23,5x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
P/BV	5,4x	2,7x	3,5x	3,1x	2,1x	1,7x
Nettoskuld/Just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

*16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case	3
Bolagsbeskrivning	7
Marknad och konkurrens	23
Finansiell historik och Carlsquare prognoser	34
Värdering.....	47
Risker.....	51
Räkenskaper och nyckeltal	52
Friskrivning.....	55

Investment case

Adventure Box är ett teknik- och spelbolag som i augusti 2019 intensifierade marknadsföringen för sin patenterade spelplattform där användare kan skapa, dela och spela voxel-spel. Tydliga paralleller kan dras mellan Adventure Box och Roblox som lockar 155 miljoner månatliga användare. Roblox är därmed ett av världens populäraste spel vilket också påvisar potentialen. Adventure Boxs plattform är gratis att tillgå och strömmas direkt i webbläsaren. Strömning bedöms underlätta för viral spridning och för nya användare att ansluta då trösklar som betalning, nedladdning och installation av tunga filer kan undvikas. Bolaget befinner sig i en tidig kommersialiseringsfas och den operativa risken är hög. Det viktigaste just nu är att bolaget fortsätter att attrahera nya användare och kan börja konvertera dessa till betalande användare. Vi beräknar ett motiverat värde om 11,2 kronor per aktie för de kommande sex månaderna.

Påvisade koncept indikerar hög potential

Adventure Boxs plattform möjliggör för användare att skapa, dela och spela voxel-spel. Marknadsföring av plattformen intensifierades i augusti 2019. Antalet webbesökare har växt snabbt men bolaget befinner sig i en tidig kommersialiseringsfas. Konkurrenten och sektorkollegan Roblox erbjuder ett liknande upplägg på sin plattform i den mening att användare skapar och spelar voxel-spel. Roblox är ett av världens populäraste spel med sina 155 miljoner månatliga användare. Under 2019 genererade Roblox runt 500 miljoner USD i intäkter. Roblox påvisar potentialen och har samtidigt etablerat en publik och en nisch på spel-marknaden, vilket Adventure Box kan dra nytta av.

Roblox som är ett av världens populäraste spel påvisar potentialen.

Vår bedömning är att bolaget har än bättre förutsättningar att erhålla viral spridning än Roblox. Det då bolagets plattform strömmas/streamas i webbläsaren på PC eller mobila enheter. Strömning medför att den som tar del av innehållet inte behöver ladda ned några större filer och installera dessa på den lokala hårdvaran. Det sänker i sin tur barriären för nya användare att ta del av innehållet. För att erhålla den virala spridningen är det också enkelt för användare att dela spel på plattformen genom att dela en specifik webbadress direkt till det enskilda spelet i fråga.

Bolagets plattform nås via webbläsaren, vilket har både fördelar liksom nackdelar.

Youtube har lyckats väl med att skapa viral spridning av intressant innehåll. Två av förklaringarna till detta bedöms vara enkelheten i att dela videoklipp liksom att innehållet strömmas. Viral spridning via delning medför en låg kundanskaffningskostnad och tillväxten i antalet användare kan gå mycket fort. En stor mängd användare är avgörande för bolaget att kunna generera intäkter.

Med viral spridning kan tillväxtresan gå mycket fort. Viral spridning är det svårt att säkerställa men förutsättningarna finns absolut där.

Snabbt växande antal användare med bra "bibehållandegrad"

Bolaget använder flera parallella marknadsföringskanaler för att påskynda tillväxten. Där ibland används Google Ads där bolaget betalar per klick (CPC-modell). Den genomsnittliga kostnaden per besökare via CPC-modeller var 0,11 kronor per betald besökare under maj 2020. Dock tillkommer marknadsföringskostnader från andra marknadsföringskanaler som Youtubers och sponsrade artiklar. Effekt från dessa typer av marknadsföringsinsatser är svårare att mäta då det inte är lika enkelt att spåra från vart användarna kommer. Vad bolaget har för total genomsnittlig anskaffningskostnad per ny webbesökare, aktiv användare eller nyskapat konto är okänt. Kan viral spridning erhållas kommer kundanskaffningskostnaden vara väl under branschstandarder.

En Youtuber kan ses som en influencer som är aktiv på Youtube. Youtube är en av de vanligaste källorna där ungdomar och barn hittar nya spel.

Fokus har sedan lanseringen legat på att attrahera användare till plattform. I genomsnitt har antalet webbesökare ökat med 57 procent per månad sedan marknadsföringen intensifierades. Givet den korta tiden sedan lansering redovisar inte bolaget antalet månatliga aktiva användare (MAU). Däremot redovisas antalet återvändande användare som under maj var strax över 25 procent av totalt antal webbesökare. Det indikerar att bolagets marknadsföring har varit väl riktad och att plattformen är uppskattad av användarna. För att ställa bolagets bibehållandegrad (i detta fall definierat som andel återvändande användare av totalt antal webbesökare) i en kontext kan bolagets bibehållandegraden jämföras med populära Minecraft som ligger runt 26 procent – då beräknat som antal månatliga

Antalet webbesökare växer snabbt, vilket också är det absolut viktigaste just nu.

användare, 126 miljoner, dividerat med totalt antal nedladdningar om cirka 480 miljoner gånger (inkluderat gratiskonton i Kina).

Vidare utveckling krävs för att generera betydande intäkter

Bolaget har påvisat förmågan att attrahera webbesökare och återvändande användare. Marknadsföring mot "värdefulla användare" kommer nu intensifieras vilket kan skapa ett hack ned i kurvan för antalet webbesökare. För att bibehålla samma tillväxttakt behövs marknadsföringskostnaderna rimligtvis utökas vilket bedöms som mindre sannolikt i dagsläget, givet bolagets finanser. Värdefulla användare är sådana med ett högt förväntat intäktsbidrag (LTV) som karaktäriseras av sin höga aktivitet, då inkluderat skapande av spel. Dessa befinner sig sannolikt också på de traditionella spelmarknaderna som Nordamerika, Europa och delar av Asien som Japan och Sydkorea.

För att bibehålla samma tillväxttakt kommer marknadsföringsinsatserna (läs marknadsföringskostnader) sannolikt behöva utökas.

Användare som skapar spel på plattformen är motorn på plattformen i den mening att det är de som skapar innehåll och därmed öppnar upp för tillväxt av användare och viral spridning. Som ett incitament för användare att skapa kvalitativt innehåll har bolaget för avsikt att implementera en automatiserad intäktssdelningsfunktion innan årets slut. Med ett finansiellt incitament ökar också sannolikheten för bolaget att locka till sig professionella kreatörer som lyfter kvalitetsnivån. Det kan också medföra att välkända Minecraft-Youtubers finner en finansiell möjlighet i att dela sina Minecraft-miljöer på plattformen med sina miljoners följare. Intäktssdelning kan därmed också ses som ett marknadsföringsverktyg.

Användare som skapar innehåll och därmed indirekt marknadsför plattformen är motorn.

Bolagets ambition är att bli den stora spelplattformen/spelet mätt i MAU. Givet de begränsade finansiella resurserna är det således avgörande att kvalitén på plattformen är hög och att bolagets erbjudande är attraktivt. Utveckling kan således inte eftersättas. Ett nytt användargränssnitt kommer inom kort att lanseras vilket vidare underlättar för användare att dela spel. Det nya gränssnittet kommer också ha en social aspekt, vilket medför att användare kan kommunicera med varandra om vilka spel som bedöms som kul. Vidare kommer bolaget kontinuerligt att utveckla plattformen med nya spel-genrer och andra funktioner.

Höga ambitioner ger en insyn i hur ledning och styrelse kommer driva bolaget med fokus på tillväxt och kvalitet.

Nya intäktssmodeller kan ge intäktslyft under 2021

Plattformen är av så kallad freemium-karaktär. Det innebär att plattformen är gratis att tillgå. I dag erhåller bolaget intäkter via reklam. Under första kvartalet 2020 redovisade bolaget 44 000 kronor i nettoomsättning. Intäkterna är på låga nivåer. Plattformen är numera kompatibel med reklam i videoformat vilket kommer att höja den genomsnittliga intäkten per tusental visning reklam (RPM). Vi tror att intäkter från reklam kommer att växa parallellt med ökande antal aktiva användare och över tid utgöra en betydande intäktskälla för bolaget. Notera att bolaget endast bokför reklamintäkter då dessa når bolagets kassa. Bolaget redovisar månatligen de reklamintäkter de har enligt Google Ads. Det är välkänt i branschen att Google Ads är långsamma med utbetalningar.

I vårt basscenario modellerar vi med intäktslyft under 2021. Intäkter tilltar under efterföljande år under den prognostiserade perioden 2020-2024.

Bolaget har också för avsikt att lansera ytterligare två intäktssmodeller innan årets slut. Dessa är betalt innehåll och abonnemang. När fler intäktssmodeller och annan funktionalitet finns på plats tror vi att intäkterna kan lyfta mot betydande nivåer under 2021. Nedan visas antagna intäkter från tre intäktssmodeller.

I vårt scenario är betalt innehåll den främsta intäktskällan vid utgången av 2024, tätt följt av reklam.

Historik och antagen nettoomsättning i basscenario (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I december 2024 räknar vi med att plattformen har nästan 19 miljoner månatliga användare – motsvarande cirka 12,2 procent av Roblox som lanserades 2006. Den snabba tillväxten motiveras av att Roblox med flera redan etablerat en marknad och att Adventure Boxs plattform strömmas. Genomsnittlig intäkt per användare och månad (ARPU) är vid samma tillfälle antaget till knappt fyra kronor. Roblox har en ARPU på 0,42 USD. Den snabba tillväxten i ARPU motiveras av att bolaget har reklamintäkter, vilket Roblox saknar.

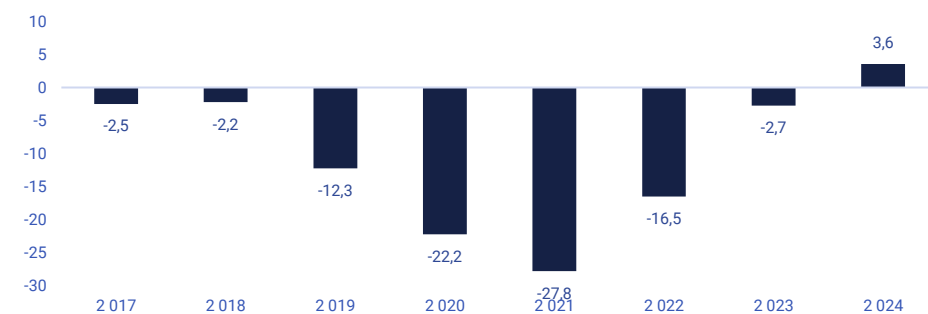
Givet den information som finns tillgänglig i dag bedömer vi att en MAU om 19 miljoner är en aggressiv men rimlig förväntansbild.

Höga ambitioner signalerar fokus på hållbar tillväxt

Bolaget har nyligen kommunicerat sina ambitioner om att ha 300 miljoner månatliga användare inom 5-7 år och generera intäkter på 1,5 miljarder USD. Ambitionen bör tolkas som potential snarare än en rimlig förväntansbild. Men ambitionerna signalerar ledningens och styrelsens inställning till verksamheten. Att hållbart växa plattformen och ta en ledande position på marknaden före jättar som Roblox, Fortnite och Minecraft medför att bolaget kommer behöva vara proaktiva och växa organisationen parallellt med intäkterna. Lönsamhet kommer därmed per automatik vara sekundärt under de kommande åren.

Nedan visas de antagna justerade EBITDA-resultaten. Som framgår modellerar vi med tilltagande negativt EBITDA-resultat under tillväxtfasen då bolaget proaktivt bygger organisation för att upprätthålla snabb takt på vidareutveckling och anpassning av erbjudandet. I vårt scenario närmar sig bolaget i vårt scenario break-even under 2023 och gör ett positivt EBITDA-resultat under 2024. Värt att notera är att Roblox enligt en artikel publicerad av TechCruch blev kassaflödespositiva 2018, 12 år efter lansering.

Historik och antagna EBITDA-resultat i basscenariot (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Finansiering och hög osäkerhet

För att skapa en hållbar tillväxt med en kvalitativ produkt som krävs för att uppnå ambitionerna räknar vi med att bolaget tar in netto cirka 80 miljoner kronor i externt kapital fördelat över perioden 2020-2022. Siffran kan förefalla hög men kan också ställas i relation till Roblox som tagit in över tre miljarder kronor för att ta den position de har i dag.

Mer externa pengar kommer att behövas.

Trots en stark historisk tillväxt ligger den kanske största osäkerhetsfaktorn i förmågan att fortsätta växa antalet aktiva användare och konverterandet av dessa till betalande användare. Den korta historiken medför begränsad mängd data. Prognoserna bygger på marknadsmässigt grundade antaganden om bland annat antal abonnenter, genomsnittlig intäkt för betalt innehåll per betalande användare med mera. Antaganden om tillväxtkurvan i webbesökare samt dess lutning är också avgörande.

Motiverat värde om 11,2 kronor i basscenariot

För att beräkna ett motiverat värde i ett basscenario har vi diskonterat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell. Vi har använt en diskonteringsränta om 21,8 procent för att nuvärdesberäkna kassaflöden under den prognostiserade perioden 2020-2024. Den förhållandevis höga diskonteringsräntan avspeglar den höga risken givet den fas som bolaget befinner sig i.

Förhållandevis hög diskonteringsränta indikerar hög risk. Risken kommer gradvis sjunka allteftersom bolaget bevisar sin kapacitet.

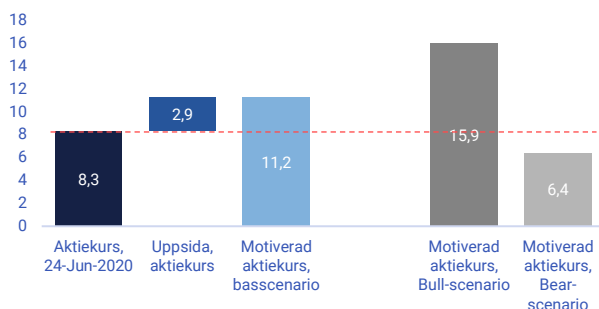
I basscenariot beräknar vi ett aktievärde om cirka 165 miljoner kronor, vilket kan jämföras med dagens marknadsvärde om cirka 94 miljoner kronor. Motiverat värde per aktie beräknas till 11,2 kronor för de kommande sex månaderna och hålls tillbaka av utspädning från antagna nyemissioner. Motiverat värde i basscenariot indikerar en potentiell uppsida i

I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 11,2 kronor motsvarande en möjlig uppsida om 36 procent för de kommande sex månaderna.

aktien om cirka 36 procent. Vår värdering motsvarar en implicit EV/Sales-multipel om 10,4x prognostiserad försäljningen 2021 och 1,4x förväntad försäljning 2022. Mogna mobilspels handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljningen 2020 om 1,7x.

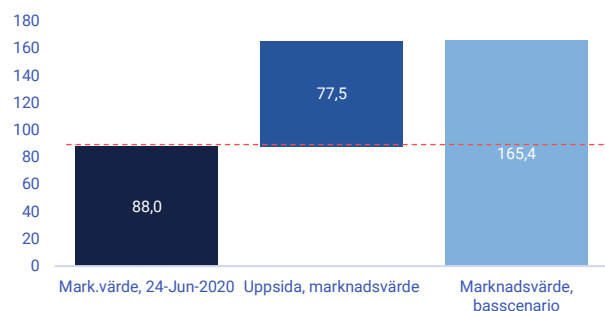
Bilder nedan illustrerar vår värdering per aktie jämte vår värdering av det totala aktievärdet.

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Värderingsintervallet för de kommande sex månaderna är brett och sträcker sig mellan 15,9 kronor per aktie i Bull-scenariot och 6,4 kronor i Bear-scenariot.

Risker

Som tidigare nämnts befinner sig bolaget i tidig kommersialiseringsfas. Plattformens mottagande har hittills varit bra, vilket påvisas av tillväxtkurvan i antalet webbesökare och återkommande besökare. Dock behöver bolaget expandera basen användare till mycket högre nivåer för att kunna generera betydande intäkter och tjäna pengar. Att bolaget lyckas komma upp i användarantal som krävs är inte något som är givet.

Det är som bekant också vår bedömning att bolaget kommer att behöva vidareutveckla plattformen och implementera ny funktionalitet. Förseningar är vanligt förekommande. Samma gäller nya intäktmodeller som betalt innehåll och abonnemang.

Bolaget har en strategi som möjliggör för en låg anskaffningskostnad via kanaler med CPC-modeller. Plattformens egenskaper underlättar också för användare att skapa och dela sina spel i sina respektive nätverk. Det bör således hålla den genomsnittliga anskaffningskostnaden nere även över tid. Samtidigt kan marknadsföringen behöva intensifieras för att bibehålla tillväxttakten och öka antalet "värdefulla" användare om inte den virala spridningen tar fart.

För att agera i linje med ambitioner behöver bolaget växa organisationen markant för att möta tillväxten. Per den 30 juni 2020 antas cirka åtta miljoner kronor finnas i likvida medel. Därför bedömer vi att bolaget kommer att behöva göra ytterligare en ny finansieringsrunda innan årets slut. Finansiering är heller inte säkrad och utspädning beror på hur aktien handlas i marknaden.

Även om teknik och erbjudande kan anses validerat är bolaget fortfarande i ett tidigt skede.

Bolagsbeskrivning

Adventure Box är ett svenskt teknikföretag som utvecklar en nätbaserad spelplattform på en egenutvecklad spelmotor. På plattformen kan användare skapa, dela och spela voxel-spel. Roblox, med 155 miljoner månatliga användare, är bolagets närmsta sektorkollega och konkurrent. Den kanske största skillnaden är att Adventure Boxs plattform strömmas (streamas) vilket bedöms vara en värdefull egenkap som kan underlätta tillväxten. Med fokus på användargenererat innehåll och strömning kan Adventure Box liknas vid spelens Youtube och har förutsättningar för viral spridning. Bolaget är dock i en tidig kommersialiseringsfas och avser att under året implementera flera viktiga funktioner för att kapitalisera på den växande användarbasen.

Kort introduktion

Adventure Box Technology AB (Adventure Box, ABT eller bolaget) började under augusti 2019 marknadsföra sin spelplattform som bygger på egenutvecklad spelmotor med patenterad teknik. Bolaget kombinerar flera väl validerade och framgångsrika koncept:

- **Voxel-spel:** På plattformen kan användare bygga, dela och spela voxel-spel tillhörande genrerna action/skjutspele och äventyr. Ett voxel-spel är uppbyggt med voxel som kan liknas vid boxar. Dessa kombineras i 3D-voxel-modeller som i sin tur utgör både spelmiljö och spelkaraktärer. Voxel-spel karaktäriseras av sin "fyrkantiga" grafik. Minecraft är det mest kända spelet som ändå kan klassificeras som ett voxel-spel. Även spel på plattformen Roblox bygger på voxel. Speltypen är därmed påvisat populär.
- **Användargenererat innehåll och intäktsdelning:** Precis som hos Youtube är det användaren som är kreatören och skapar spelen på plattformen. Bolaget avser att implementera intäktsdelning, även detta likt Youtube och Roblox, vilket öppnar för professionella kreatörer att ansluta. Genom att användarna själva också enkelt kan dela sina spel i sina nätverk underlättas också marknadsföringen.
- **Strömning/streaming:** Som Youtube eller Spotify strömmas innehållet. Det medför att användare inte behöver ladda ner tunga filer för att skapa, dela och börja spela spelen. Det reducerar tröskeln för nya användare att ta del av innehållet.
- **Freemium/Free-to-play:** Plattformen är gratis att nyttja och den befintliga intäktsmodellen bygger på reklam. Bolaget avser att innan årets slut implementera nya intäktsmodeller, så som betalt innehåll och abonnemang.

Adventure Box är i tidig kommersialiseringsfas av sin plattform.

Under april 2020 var Roblox det mobilspele som genererat tredje mest intäkter efter PUBG och Honor of Kings enligt SensorTower. Minecraft har över 126 miljoner månatliga användare

Bolagets teknik för att effektivt komprimera och strömma voxel-modeller är väl patenterad, vilket adderar värden.

Fokus på tillväxt och intäktsgenerering

I dag har bolaget 14 heltidsanställda och fyra deltidsanställda. Huvudkontoret ligger på Södermalm i Stockholm. Fokus ligger på att utöka antalet användare liksom aktiviteten på hemsidan. Aktivitet avser bland annat antalet spel-sessioner som varje användare påbörjar liksom antalet användarskapade spel liksom tid spenderad på plattformen. För att börja konvertera sina användare till betalande användare avser bolaget inom kort att lansera nya intäktsmodeller. Implementering av intäktsdelning kan öka intresset för professionella spelkreatörer men också ge välkända Minecraft-Youtubers ett incitament att dela sina Minecraft-världar på Adventure Box och därmed öka antalet användare.

Två viktiga fokusområden



Källa: Carlsquare

Historik och ägarbild

Adventure Box grundades 2014 av CTO, Cléo Hayes-McCoy och VD, Christopher Kingdon. Cléo har en bakgrund inom forskning liksom utveckling av 3D-motorer och har bland annat utvecklat en 3D-motor åt Stanfords partikelaccelerator NLAC. Christopher har tidigare jobbat på Ericsson med realtidspositionering men har också en god erfarenhet av entreprenörskap och affärsutveckling, då bland annat inom datorspel.

Grundarna är båda operationellt involverade och är de två största ägarna.

Samma år som bolaget grundades utvecklades också den första versionen av plattformen. Den första beta-versionen släpptes och testades live under 2017. En vidareutvecklad och förbättrad beta-version lanserades under 2018. Historiskt har alltså verksamhetens fokus legat på utveckling. Plattformen är förvisso under kontinuerlig utvecklingen men bolaget har börjat marknadsföra sin produkt sedan augusti/september 2019 och har därmed tagit steget in i kommersialiseringsfasen.

Bolaget utvecklar ett nytt gränssnitt som skall lanseras inom kort. Till detta avses nya intäktsmodeller och en funktion för intäktsdelning implementeras innan årets slut.

Under 2019 togs också nya pengar in i en nyemission om netto cirka 19 miljoner kronor. I november samma år listades aktien på Nasdaq First North. Per den 31 mars 2020 hade bolaget 4,8 miljoner kronor i kassan. I april 2020 genomfördes en riktad emission som tillförde bolaget cirka 9,2 miljoner kronor.

Enligt Holdings har Adventure Box cirka 1 460 ägare. Ägarbild är spridd och utgörs främst av privata investerare. Nedan visas de tio största ägarna.

Ägarbild, 31 mars 2020

Ägare	Andel av kapital	Andel av röster
Christopher Kingdon	9,69%	9,69%
Cléo Hayes Mccoy	9,17%	9,17%
Lorang Andreassen	5,34%	5,34%
Peter Lönnqvist	4,13%	4,13%
Hans Ternbrant	3,63%	3,63%
Carl Palmstierna	2,83%	2,83%
Avanza Pension	1,97%	1,97%
Per Jonas Nordström	1,70%	1,70%
Hamberg Förvaltning AB	1,64%	1,64%
Dan Greening	1,59%	1,59%

Källa: Holdings.se

Ledningen stötts av en kompetent styrelse och advisory board

Styrelsen leds av styrelseordförande Örjan Frid som också är VD för Apotekstjänst Sverige AB. Staffan Eklöv är styrelseledamot och utbildad jurist. Staffan är även ordförande för AR/VR/mobilspelföretaget Bublax Group AB. Styrelseledamot, Christine Rankin, har tidigare suttit i styrelsen för Spotify Sweden AB och varit CFO på Cherry AB. Styrelseledamot, Claes Kalborg, var tidigare chef för Global Licensing i Rovio Entertainment Ltd. (Angry Birds) och King.com Ltd (Candy Crusch). Styrelseledamot, Jason Williams, är vice VD för Kidoz.net – ett nätverk för barn med över 100 miljoner månatliga aktiva användare.

I styrelsen finns erfarenhet från flera framgångsrika företag inkluderat Spotify, Rovio Entertainment och Kidoz.net.

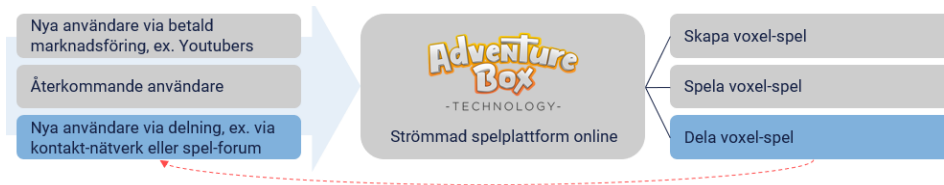
Sammanfattningsvis bedöms ledningen stötts av en kompetent styrelse med en samlad erfarenhet inom relevanta områden från stora framgångsrika teknik- och spelbolag. Ledning och styrelse kompletteras av ett advisory board bestående av bland annat framstående personer från spel, musik och finansbranscherna. För att supportera avsedda tillväxtresan kan institutionellt kapital klart underlätta.

En modern spelplattform med fokus på användarna

Adventure Boxs spelplattform är skapad med spelintresserade ungdomar och barn som huvudsakliga målgrupp. På plattformen kan användarna (i) skapa egna voxel-spel, (ii) dela spel och (iii) spela spel med sina som kompisar och andra användare.

Bolagets plattform är ännu inte fullt utvecklad. Fler intäktmodeller och nytt användargränssnitt avses att lanseras inom kort.

Adventure Boxs spelplattform och kundanskaffning



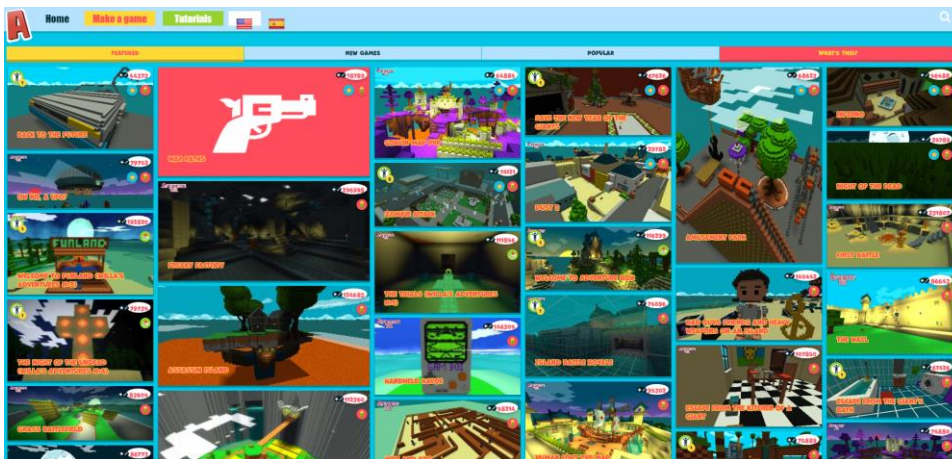
Källa: Carlsquare

Freemium och strömning ökar chanser till viral spridning

Plattformen är av freemium-karaktär, vilket innebär att plattformen är gratis att nyttja. En användare behöver heller inte registrera sig för att spela. Alla spel ligger öppna på plattformen och i dag finns hundratals spel att välja mellan. Ett nytt användargränssnitt avses att lanseras inom kort. I detta kommer den sociala interaktionen mellan användare få ett större utrymme och vidare underlätta för användare att dela innehåll.

Konceptuellt kan Adventure Box jämföras med Youtube fast för Voxel-spel.

Illustration av ett urval av spel på Adventure Box



Källa: www.adventurebox.com

Spelen liksom plattformen strömmas direkt till webbläsaren. Med fokus på användargenererat innehåll och strömning kan parallellt dras till videoplattformen Youtube. Bolagets vision är också att cementera en position som voxel-spelens Youtube.

Streaming medför att nedladdning av tunga filer och installation kan undvikas. Det reducerar i sin tur barriären för nya användare att tillkomma, vilket i kombination med att plattformen är gratis att tillgå ökar chanserna för viral spridning och snabb tillväxt.

Fokus på användare, användarvänlighet och enkelhet

Användarna ligger alltså i fokus – inte bara för att det är dessa som genererar intäkter utan även då det är användarna som skapar innehåll/spel på plattformen. Att skapa spel skall vara enkelt och kul. Bolaget har därför utvecklat enkla applikationer för spelskapande som bland annat bygger på "drag and drop"-funktionalitet. Även spelen är av förhållandevis "enkel" karaktär. Det är också i linje med trenden bland användare som i allt större utsträckning uppskattar "enkla" spel – då framförallt när spel i mobiltelefonen växer.

Plattformen nås från webbläsare i dator eller mobiltelefon

Plattformen finns tillgänglig via dator och mobil enhet, så som en smart mobiltelefon eller surfplatta. Mobilversionen är ännu i "experimentellt" stadiet. Spel på mobiltelefon växer snabbt. Det är således viktigt att mobilversionen inte eftersätts. Konkurrenten Roblox har också vuxit kraftigt, både till användare och intäkter efter att deras mobilversion lanserades som spel-app år 2012, sex år efter datorversionen lanserades.

Plattformen finns tillgänglig i webbläsaren på dator eller i mobiltelefon och surfplatta.

Som bekant nås bolagets plattform via webbläsaren i datorn eller i mobiltelefonen. Det är således inte en spel-app vilket medför fördelar som att intäkterna inte behövs delas med distributörer som Google Play eller App Store, Steam eller WeGame. De två förstnämnda tar 30 procent av de genererade intäkterna för distribution. Den främsta nackdelen med detta som vi ser är att bolaget inte kan kommunicera med sina användare med hjälp av push-notiser som är effektivt för att behålla användare och öka spelfrekvensen (retention). I dag är istället mejl det främsta medlet för kommunikation med sina användare.

Marginaler bör gynnas när distributörer som App Store och Google Play kringgås. Dock kan App Store och Google Play också fungera som bra markandsföringskanaler.

MMO-spel byggda med 3D-voxel-modeller

De spel som finns tillgängliga på plattformen är av MMO-karaktär, vilket innebär att en stor mängd spelare kan spela samtidigt och interagera med varandra på samma spelplan. I dag är det typiska spelet på plattformen ett action-spel av typ förstapersonsskjutspelet eller ett äventyrsspel.

MMO = Massively Multiplayer Online

Spelen är skapade med 3D-voxel-modeller som i sammanhanget består av enskilda voxel sammansatta för att efterlikna exempelvis en gubbe, ett berg eller ett träd. Modellerna illustreras på skärmen med 3D-grafik.

Voxel är i analogi med pixel, där pixel står för "picture element". En pixel är en tvådimensionell enfärgad yta och skapar tillsammans i miljontals bilder på en modern digital skärm. Voxel står för "volume element". Det är en tredimensionell motsvarighet till en pixel, det vill säga en enfärgad kub. En parallell är legobitar som kombineras i legomodeller.

Illustration, 3D-voxel-modell i form av två karaktärer



Utöver volym och färg kan en voxel även förses med andra egenskaper. Ett exempel är att utvecklaren kan bestämma att en voxel ska ha egenskaper av vatten och därmed frysa vid negativa temperaturer och förångas vid 100 grader Celsius. 3D-Voxel-modeller kan alltså innehålla förhållandevis stora mängder information.

Både Roblox och Minecraft slåss om att tillhöra världens populäraste spel i termer av månatliga användare. Båda kan också klassificeras som voxel-spel.

Flera populära voxel-spel

Voxel-spel kan förefalla enkla och ha en orealistisk grafik. Ändock är voxel-spel mycket populära. Ett av de populäraste voxel-spelen på konkurrenten Roblox's plattform är "Adopt me!" med cirka 50 miljoner månatliga aktiva användare. Även välkända Minecraft kan klassificeras som ett voxel-spel. Minecraft hade under Corona-pandemin över 126 miljoner månatliga användare. För att nämna ytterligare några populära voxel-spel finns exempelvis 7 Ways to Die, Trove, Cube World, Clone Drone in the Danger Zone och Unrailed.

Minecraft



Källa: play.google.com

En strömmad spelplattform

Ett PC-spel eller mobilspel laddas typiskt sett ned över internet via plattformar som exempelvis Steam, Google Play eller App Store. Därefter måste spelet installeras. När användaren spelar mot andra spelare över internet ligger spelet öppnat lokalt i enhetens minne. Informationen i minnet uppdateras genom att information om de andra spelarna laddas ned över Internet. Nackdelen med att ladda ned och installera ett spel jämfört med att strömma är att det kan vara tidskrävande att ladda ned stora filer och kräver hårdvara.

I Adventure Box fall installeras inte plattformen eller spelen på datorn, utan all information ligger på servrar och strömmas via webbläsaren i mobiltelefonen eller på datorn. Det kan alltså jämföras med att strömma en film istället för att ladda ned den.

Dock skall tidsåtgången och krav på hårdvara inte överdrivas när det gäller grafiskt enkla spel, så som voxel-spel. Den stora fördelen bedöms finnas i den utökade tillgängligheten och enkelheten som strömning medför. Det är betydligt lättare att pröva på ett spel om användaren kan öppna det i webbläsaren jämfört med om det måste ladda ned och installeras. Strömning reducerar således barriären för nya användare att nyttja plattformen. Youtube hade med hög sannolikhet inte haft den virala spridning som den har på sitt innehåll och utvecklats till den gigantiska videoplattform den är i dag om det inte vore för att innehållet strömmas.

Strömmat innehåll reducerar barriären för nya användare. Youtube hade inte blivit den gigantiska videoplattform den är i dag om varje filmklipp behövde laddas ned innan klippet konsumerades.

Patenterad metod ökar tillgängligheten

Bolaget har utvecklat en patenterad metod för att reducera användandet av data och behovet av bandbredd när information strömmas över nätet. Metoden komprimerar innehållet i 3D-voxel-modeller effektivt samtidigt som distributionen är resurssnål. Det medför att bolagets plattform endast kräver en uppkoppling med hastighet 350 kB/s (0,35 Mb/s). Som en jämförelse rekommenderar Roblox en internetuppkoppling med hastighet 4-8 Mb/s. För Google Stadia rekommenderas en uppkoppling på minst 10 Mb/s.

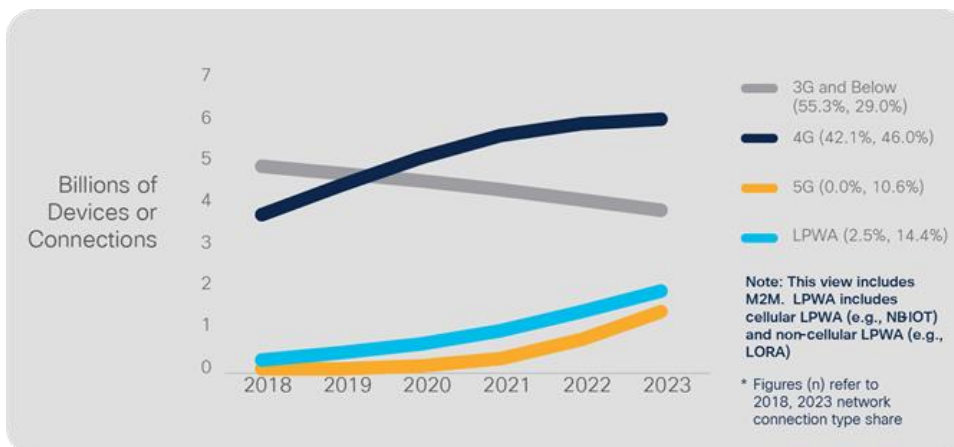
Plattformen kan nyttjas på nät med låga hastigheter, ned mot 350 kbit/sekund

Under 2015 sökte bolaget patent för den bakomliggande tekniken. Patentansökan beviljades i USA år 2017. En ansökan om utvidgning till EU, Kina och Japan finns numera registrerad. Patentet skyddar bolagets teknologi och nyttjandeområde som helhet då det avser 3D-modellering i klientbaserade serversystem för distribution via strömning över exempelvis en webbläsare. Detta bedöms vara en värdefull tillgång som gör det svårt för exempelvis Roblox eller Minecraft/Microsoft att övergå till streaming.

Hög effektivitet breddar marknaden

Med bolagets teknik kan plattformen strömmas via internetuppkopplingar med låga hastigheter. Exempelvis kan användare uppkopplade mot 3G-nätet tillgå spelplattformen. 3G-nätet (HSPA) har en typisk nedladdningshastighet runt 2,0 Mb/s. Det kan jämföras med 4G-nätet som typiskt sett har en nedladdningshastighet om 15Mb/s.

Mobila enheter och anslutningstillväxt, globalt



Källa: Cisco Annual Internet Report, 2018–2023

Detta medför i sin tur att spelen flyter på väl utan förseningar och att den potentiella marknaden breddas. Det då en större andel av världens befolkning kan nyttja bolagets plattform. I "Cisco Annual Internet Report (2018–2023) White Paper" aktualiserad i mars 2020 framgår att mobila enheter med en uppkoppling mot 3G-nätet (eller lägre hastigheter) utgjorde cirka 55 procent av alla uppkopplade mobila enheter år 2018. Denna siffra förväntas dock falla tillbaka till 29 procent år 2023 till förmån för 4G eller snabbare. Se graf ovan.

I definitionen av mobila enheter inkluderas inte bara smarta mobiltelefoner och surfplattor utan också uppkopplade maskiner (IoT och M2M). Slutsatsen är ändå att en stor andel av världens befolkning inte har tillgång till snabba uppkopplingar men som ändå kan utgöra en potentiell användare till Adventure Box.

Streaming och spelskapande i unik kombination

Det som gör Adventure Box unika är att de kombinerar strömning av voxel-spel med ett spelskaparsystem på en egenutvecklad spelmotor. En spelmotor kan liknas vid en grundplatta på vilket spel utvecklas. Spelmotorn hanterar grundläggande funktioner som grafik, spelarens rörelser och spelupplägg (gameplay).

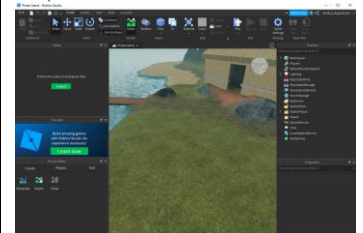
Spelmotorer av olika komplexitet

Ända sedan 1990-talet har spelmotorer sålts som en tjänst för att underlätta utvecklingen av nya spel. Exempelvis används externa spelmotorer frekvent för utveckling av indiespel, framtagna av mindre spelstudios som saknar resurser för att utveckla en egen spelmotor. Unity Technologies med 2 000 anställda har tagit fram en av de mer populära spelmotorerna, kallad Unity. Spelmotorer av denna kaliber används främst av professionella spelutvecklare och kräver förhållandevis omfattande kunskaper av användaren.

Konkurrenten KoGaMa är utvecklad på Unity.

Det finns även spelmotorer som tagits fram för att enskilda konsumenterna ska kunna skapa datorspel. Denna typ av spelmotor går under namnet spelskaparsystem (game creation system, GCS) och har olika nivåer av komplexitet – från fullfjädrade spelmotorer, såsom Multimedia Fusion och Clickteam SARL, med vilka ny grafik kan skapas från grunden, till enklare spelskaparsystem som Roblox, där spelmiljön och spelupplägget är nära på färdigt och endast spelmiljö och karaktärer anpassas.

Roblox studio med både drag-and-drop och/eller kod.



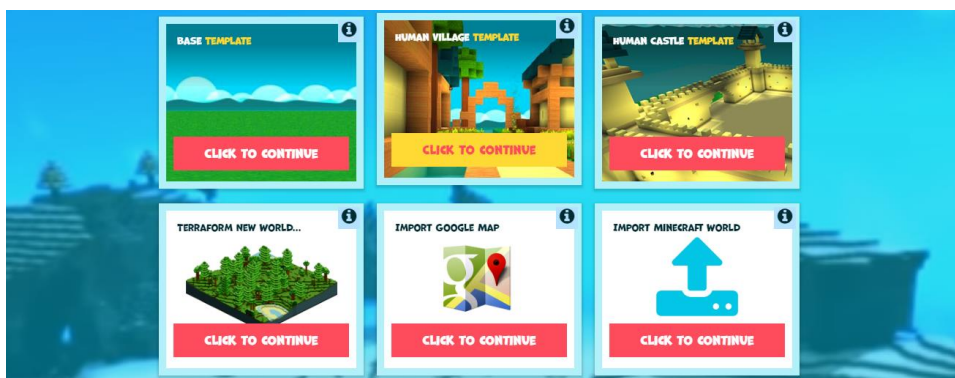
Adventure Box system för spelskapande

På Adventure Box plattform finns ett spelskaparsystem som genomsyras av enkelhet och användarvänlighet. Alla spel som skapas i systemet kommer att ha samma grafiska tredimensionella utseende och egenskaper. Spelskaparsystemet möjliggör för användare att skapa utvalda genrer av spel. Över tid har bolaget för avsikt att utöka antalet spel-genrer att välja mellan.

Spelskaparprocessen börjar med att användaren bygger världar med utgångspunkt från förprogrammerade mallar. Det går även att importera en tredimensionell värld från Google Maps eller Minecraft. Det är mycket intressant att användare kan ladda upp Minecraft-världar. När intäktsdelning väl är på plats kommer det att finnas ett finansiellt incitament för mer eller mindre välkända Minecraft-youtubers att ladda upp sina världar och dela dessa med sina fans. Det kan i sin tur ge omgående betydande uppsving i användar-antalet.

Världar från Google Maps eller Minecraft kan importeras direkt i spelskaparsystemet.

Illustration från Adventure Boxs spelskaparsystem



Källa: www.adventurebox.com

Världarna anpassas/byggs upp genom att föremål som exempelvis träd, stenar, hus eller skyltar adderas med hjälp av intuitiv "drag-and-drop"-funktionalitet. Därefter kan dynamiskt innehåll skapas i form av uppdrag som ges till karaktären. Dialog, musik och ljudeffekter kan också läggas till. Systemet förefaller väl anpassat för barn och ungdomar med funktionalitet som är förhållandevis grundläggande.

Drag-and-drop eller drag-och-släpp innebär att användaren med musen griper tag i ett föremål och enkelt placerar ut det på önskat ställe i sin värld.

Spelen publiceras på plattformen och ligger öppna för alla användare. Spelen betygsätts och kommer att kunna kommenteras i framtiden. Både datorer och mobila enheter såsom mobiltelefoner och surfplattor kan användas för att spela. Att skapa spel är dock i dag endast möjligt via dator.

Intäktsmodeller

Freemium

Som bekant är bolagets plattform av så kallad freemium-modell. Det innebär att plattformen är gratis att nyttja och att intäkter genereras från intäktsmodeller som reklam eller betalt innehåll. Det finns både för- och nackdelar med detta upplägg:

I bolagets fall bedömer vi att fördelar med freemium väger tyngre än nackdelarna.

Fördelar:

- Ökade chanser till viral spridning då spelet är gratis att tillgå.
- Flexibilitet rörande typ och antal intäktsmodeller.
- Löpande optimering av funktionalitet för att förbättra intjäningsmöjligheterna.

Nackdelar:

- Kostsamt att växa verksamheten utan intäkter från den stora majoriteten av användarna.
- I behov av stort antal användare för att generera betydande intäkter.
- Längre tid till positivt kassaflöde i relation till "pay-to-play".

För att generera intäkter från sina användare har bolaget formulerat en strategi som innefattar vanligt förekommande intäktsmodeller för PC- och mobilspel med freemium-upplägg. Intäktsmodellerna som bolaget nyttjar/kommer att nyttja är reklam, betalt innehåll och abonnemang. I dag är endast reklam som intäktsmodell lanserad.

Tre intäktsmodeller



Källa: Bolagsinformation

Reklam

I freemium-spel är reklam en växande intäktsmodell. Intjäningsförmågan beror i slutändan på hur många reklamvisningar som en användare exponeras mot, alternativt klickar på, antalet användare som exponeras mot reklam och intäkter per tusental reklamvisning (RPM). Reklamintäkter är också positivt korrelerad med genomsnittlig tid som tillbringas i spelet/antal påbörjade spelomgångar. Vidare påverkar användarna i sig möjligheten att tjäna pengar på reklam. En "nischad" publik är mer värd i termer av kronor per visning än en icke nischad publik.

För att analysera förutsättningar för reklamintäkter är tid spenderad på plattformen ett viktigt nyckeltal.

Det format (exempelvis video eller stillbild/banner) som reklam visas i är ytterligare en faktor som påverkar intäkten. Bolagets plattform har nyligen uppdaterats för att kunna hantera reklam i videoformat. Dessa innebär typiskt en högre RPM än stillbilder/banners.

För att förse plattformen med relevant reklam använder sig bolaget av Google AdSense, och för video CPMStar. Likt Youtube kan reklam visas på plattformen innan användaren påbörjar ett nytt spel. Under spelets gång kan reklam i form av stillbilder visas, även detta likt Youtube. Reklam under spelets gång hämmar spelupplevelsen och ger ett mindre professionellt intryck i vår mening.

Google AdSense styr vilken reklam som visas på plattformen. Detta har givetvis både för- och nackdelar.

Dock kan reklam som visas på plattformen undvikas genom ad-blockers och dagens modell bedöms således inte som hållbar över tid och måste därför vidareutvecklas. Det finns också andra möjligheter med reklam som i dag inte nyttjas av bolaget. Exempelvis, att visa reklam (videoformat) innan en spelsession är effektivt och också accepterat bland användare med referens till Youtube. Användaren kan exponeras mot reklam för att ta del av någon fördel i spelet (rewarded ads). Denna form av reklam är enligt flertalet studier mer accepterade av användare och kan till och med visa sig förlänga den tid som användaren spenderar med spelet. Reklam kan även streamas inom spelet, tex visas på reklamskyltar i spelet. Sådan streamad reklam påverkas ej av ad-blockers.

Rewarded adds kan möjligen nyttjas på plattformen för att ge spelaren XP:s eller som betalningsmedel för den fiktiva valutan.

Betalt innehåll/mikrotransaktioner

En andra intäktsmodell som bolaget avser lansera innan årets slut är betalt innehåll. Modellen genererar intäkter till bolaget genom försäljning av digitala föremål inuti plattformen. Fortnite var det spel som genererade mest intäkter under 2018; 2,4 miljarder USD. Fortnite var även det spel som genererade mest intäkter under 2019; 1,8 miljarder USD. Fortnite är ett freemium-spel som bland annat genererar intäkter från betalt innehåll som kan användas inuti spelet.

När föremål säljs i ett spel är det ofta kosmetika ("skins") som gör att befintliga föremål får ett nytt utseende. På Roblox går det att köpa ett visst utseende (likt exempelvis en oxe) i spelet Adopt me! för 500 kronor. I bolagets fall finns det utsökta möjlighet till en liknande modell – att låta både spelare köpa föremål till sina karaktärer i spelen men också låta spelkreatörer köpa föremål, bygga föremål eller bygga världar och spel.

Varje användare har en egen avatar/karaktär som denne spelar samtliga spel med. Att skräddarsy sin karaktär med kläder, egenskaper och vapen utgör en utmärkt möjlighet för bolaget att generera intäkter via betalt innehåll.

I många spel, såsom Fortnite, kan användaren också köpa "loot boxes", det vill säga lådor med okänt innehåll (ofta nya vapen) som tillfaller spelaren när de öppnas. Denna affärsmodell brukar betecknas som mikrotransaktioner, då priset för ett föremål typiskt är lågt i förhållande till vad ett nytt spel kostar. I Fortnite kan man köpa 1 000 V-Bucks (spelets fiktiva valuta) för 100 kronor.

Som betalningsmedel vid köp av föremål på bolagets plattform kommer en fiktiv spelvaluta i form av exempelvis diamanter att nyttjas. Den fiktiva valutan köps i sin tur med vanliga pengar via vanligt kortköp. För betalt innehåll krävs ett betalsystem, vilket sedan tidigare finns integrerat på plattformen.

Betalt innehåll som intäktsmodell är i nuläget designad och genomförd men har ännu inte lanserats. Tidigare var avsikten att det skulle ske under första kvartalet 2020. Lanseringen har uppenbarligen blivit försenad. Som bekant har bolaget för avsikt att inom kort lansera ett nytt användargränssnitt med ett ökat fokus på social interaktion. Givet detta bör intäktsmodellen kunna vara implementerad under hösten 2020.

Abonnemang

Roblox har "Roblox Premium" som abonnemangstjänst. Det ger abonnenten bättre möjlighet att bygga miljöer till sina spel och öppnar upp möjligheten sälja och byta innehåll med andra abonnenter. Vidare ökar abonnentens andel i intäktsdelningen. På Roblox kostar ett abonnemang från USD 4,99 till USD 19,99. Roblox har runt två miljoner abonnenter.

Abonnemang ger stadiga återkommande intäkter som ökar förutsägbarheten i intäktsflödet.

Adventure Box har för avsikt att implementera abonnemang som en tredje intäktsmodell. Konceptet är inte bestämt fullt ut men den som tecknar abonnemang kommer bland annat slippa reklam och få tillgång till unika verktyg för att skapa spel. De kommer också få den virtuella valutan på återkommande basis för att köpa föremål för.

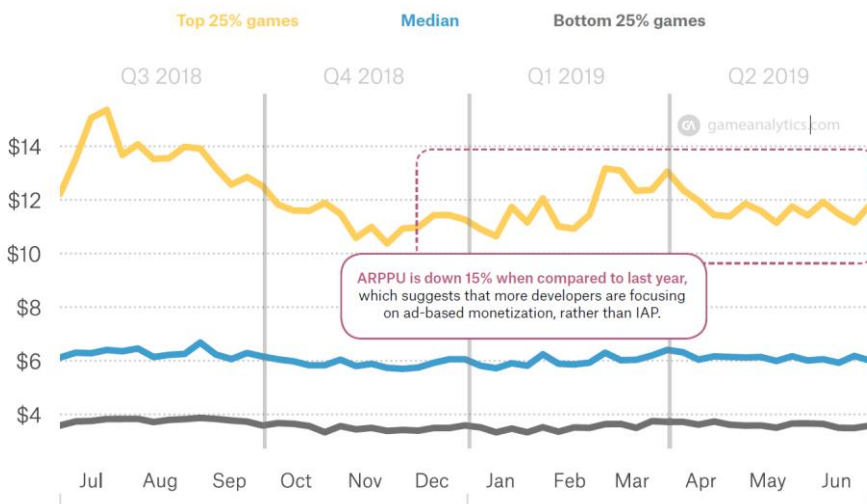
Initialt var avsikten att implementera Abonnemang under innevarande kvart. Vår bedömning är att detta kommer flyttas på framtiden. Abonnemang bör dock kunna vara på plats under hösten 2020, vilket också är bolagets uppdaterade avsikt.

ARPU och ARPPU

Inom spel av freemium-karaktär talas det mycket om nyckeltal som ARPU. ARPU står för Average Revenue Per User, alltså genomsnittlig intäkt per användare. Siffran redovisas oftast på månadsbasis. ARPPU står för Average Revenue per Paying User, alltså genomsnittlig intäkt per betalande användare.

Nedan visas utvecklingen ARPPU för över 100 000 mobilspel under perioden tredje kvartalet, 2018 till andra kvartalet 2019. Som framgår har medianvärdet för ARPPU legat förhållandevis stabilt runt sex USD.

Utveckling ARPPU, mobilspel



Källa: "Mobile Gaming Benchmarks", Game Analytics

Roblox, som enligt bolaget har en ARPU på 0,42 USD på månadsbasis, är ett bra riktmärke att sträva mot över tid. Baserat på information tillhandahållen av Alphabets räkenskaper genererade Youtube 15 miljarder USD i intäkter under 2019. Fördelat på två miljarder användare motsvara det en ARPU om 0,63 USD på månadsbasis.

ARPU om 0,42 USD – ett rimligt mål för bolaget om några år. Samtidigt har bolaget reklam, vilket Roblox inte har.

Övriga intjäningsmöjligheter: Licensiering och konsulttjänster

Ytterligare möjligheter för bolaget att skapa intäkter är att sälja tjänster till andra företag.

- Inom media finns möjligheter för bolaget att nyttja sin egenutvecklade spelmotor för att skapa en tredimensionell webupplevelse till ett annat företag. Ett exempel kan vara att skapa ett bonusspel till en hemsida eller reklamspel. Bolaget har redan haft intäkter från detta.
- Inom strömning erbjuder bolaget konsulttjänster eller licensierar ut sin patentskyddade teknologi. Detta möjliga affärsben har god skalbarhet och kan medföra goda marginaler.
- Inom teknologi kan bolaget utveckla tjänster baserade på sin voxel-teknologi. Exempel på områden där den skulle kunna användas är design och 3D-utskrifter.

Övriga intjäningsmöjligheter kan förbättra kassaflödet under tillväxtfasen.

Intäktsdelning kan driva tillväxt

Det fjärde steget i utvecklingen är en utrullning av ett automatiserat system för intäktsdelning med användare som skapar spel till plattformen. Modellen innebär att kreatörer erhåller en andel av de intäkter som genereras från kreatörens spel. Denna modell skapar således inte intäkter i sig, utan avser att öka intäkter från intäktsmodellerna reklam och betalt innehåll.

Vi bedömer att intäktsdelning är vitalt för att få igång aktiviteten av kvalitativt innehåll på plattformen.

Intäktsdelning skapar också som tidigare nämnts möjligheter att locka till sig professionella spelkreatörer, vilket ökar kvaliteten på de spel som finns tillgängliga. Intäktsdelning skapar även ett finansiellt incitament för exempelvis välkända Minecraft-youtubers att dela sina Minecraft-världar och därmed attrahera nya användare. Intäktsdelning kan således

ses som en mindre kapitalkrävande marknadsföringskanal som kan visa sig vara mycket värdefull för bolaget givet den begränsade finansiella ställningen.

Intäktsdelning finns på Youtube som erbjuder sina användare en intäktsdelning om 55 procent av de reklamrelaterade intäkterna som en video genererar efter 10 000 tittare. Intäktsdelning finns också på Roblox och kallas för Developer Exchange. Roblox delar med sig mellan 25-38 procent av de intäkter som kreatören spel har genererat.

Kreatörer på Youtube erhåller 55 procent av intäkterna. Kreatörer på Roblox erhåller 25-38 procent av intäkterna.

Bolaget har börjat testa en modell för intäktsdelning som manuellt räknar intäkter och fördelar mellan bolaget och kreatören. En automatiserad modell för intäktsdelning är under utveckling. Denna avses lanseras under hösten 2020.

Marknadsföring

Marknadsföring är en vital del av verksamheten i tidig fas och kan över tid bidra till en brantare tillväxtkurva. Marknadsföring är också viktigt för att behålla spelare. Bolaget nyttjar ett antal olika strategier för att attrahera nya användare till plattformen, inkluderat;

- Paid search med CPC-modeller, exempelvis Google Ads där bolaget betalar per användare
- Sponsrade artiklar på relevanta hemsidor
- Youtubes/influencers

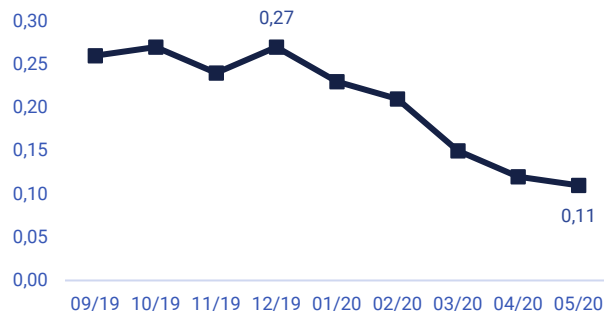
Att köpa trafik med "paid search", alltså kanaler som Google Ads där bolaget betalar per klick (CPC) är en av flera marknadsföringsstrategier. Trafik från denna typ av marknadsföring är enkel att spåra. Andelen köpt trafik till plattformen via "paid search" har fallit tillbaka till 39,0 procent i maj 2020 från toppen i november 2019 då andelen köpt trafik via "paid search" uppgick till 90,5 procent. Se graf till vänster nedan.

Andel köpt trafik



Källa: Bolagsinformation

Annonsering, kostnad per klick



Källa: Bolagsinformation

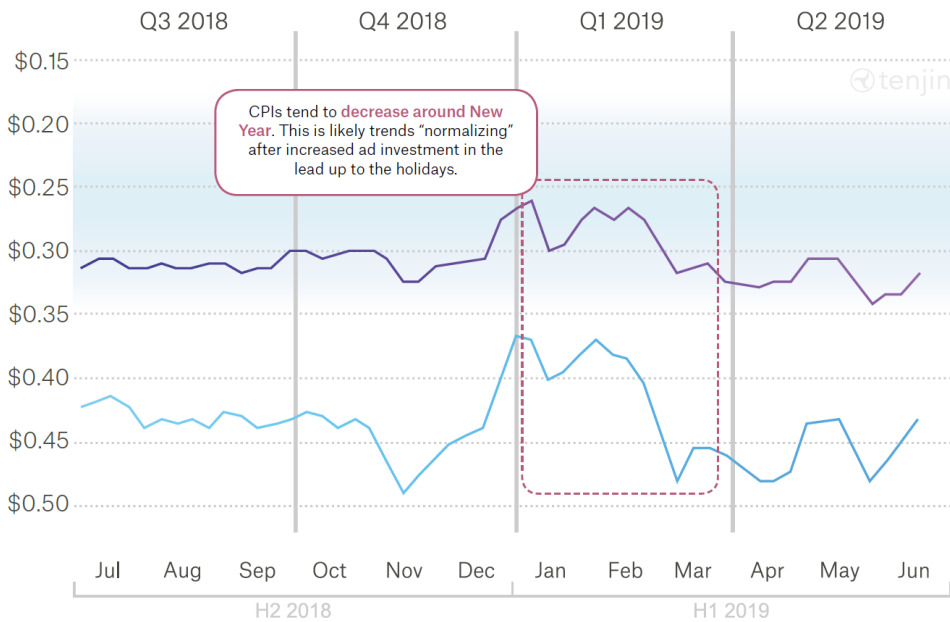
För marknadsföring med CPC-modeller har kostnaden per klick också minskat från 0,27 kronor per klick i december 2019 till 0,11 kronor i maj 2020. Detta är en mycket låg kostnad och kan jämföras med genomsnittet på Google Ads som enligt WorldStream ligger mellan 1-2 USD. Det indikerar att bolaget har en bra strategi för att hålla CPC nere, att erbjudandet bedöms som attraktivt, att sökord som bolaget vill betala för är förhållandevis billiga liksom att bolaget har fokuserat på länder med låg CPC-kostnader.

En vanligt förekommande strategi är att "köpa" sökord relaterad till konkurrenter. Exempelvis skulle Adventure Box genom Google Ads bli synliga när en person söker på google efter "Roblox" eller "Minecraft". Dessa ord är dock rimligtvis väsentligt mycket dyrare.

Bolagets kostnad om 0,11 kronor per klick kan också jämföras med medianvärdet för kostnaden per installation (CPI) av ett mobilspel-app som enligt Tenjin ligger mellan 0,30-0,35 USD. I Sverige ligger genomsnittlig CPI på USD 0,8 enligt AppBrain. Enligt BusinessofApps ligger den genomsnittliga CPI-kostnaden via sök-relaterad marknadsföring på 1,0 USD. Samtidigt skall noteras att jämförelsen mot ovan nämnda genomsnitt inte helt korrekt då de inkluderar installation av en app medan bolagets 0,11 kronor är kostnaden för en webb-besökare.

En CPC på 0,11 kronor är lågt. Vad bolaget betalat i genomsnitt för ett nyöppnat konto är okänt. Kostnaden per ny återvändande besökare är också relevant.

Marknadsföringskostnad per installation, mobilspel



Källa: Tenjin

Adventure Box har under senare tid intensifierat marknadsföring via andra kanaler än "paid search", så som sponsrade artiklar på spelsajter och Youtubers. Trafik som denna typ av marknadsföring genererar är inte lika lätt att spåra. Effekt är därmed också svår att analysera.

Dock är det vår bedömning att de totala marknadsföringskostnaderna under rådande tillväxtfas blir förhållandevis höga, sett till totala kostnader. Över tid kommer denna kostnadspost att minska, i relation till totala kostnader. Som också tidigare nämnts har bolaget bra förutsättningar för viral spridning då plattformen är av freemium-karaktär och dessutom strömmas. Det kan i sin tur underlätta marknadsföringsinsatserna avsevärt.

Marknadsföring kommer sannolikt vara en betydande kostnadspost för bolaget. Men viral spridning kan få siffran att vara låg relativt andra spelbolag.

Youtubers/influencers

För att skapa intresse för plattformen och addera nya användare nyttjar sig bolaget av Youtubers. Bolaget började nyttja Youtubers under fjärde kvartalet 2019 och har fortsatt även under första kvartalet 2020. Bland annat har bolaget jobbat med JonesGotGame, Beautiful O.B och The Frustrated Gamer.

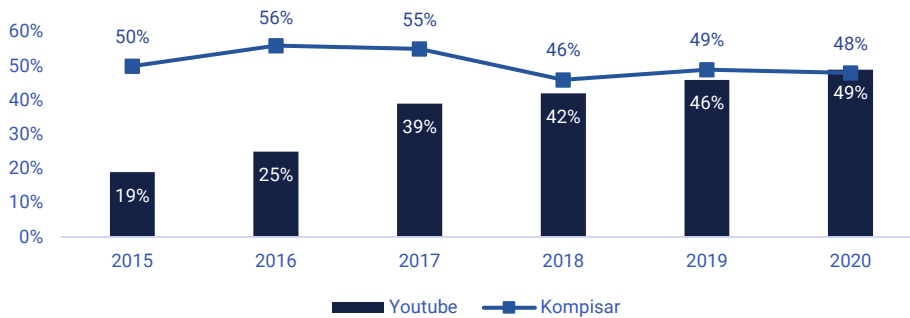
Youtubers, en påvisad effektiv kanal för att nå ut till barn och ungdomar.

En så kallad Youtuber är en influencer som är aktiv på Youtube och skapar videoinnehåll, sponsrat eller inte sponsrat. Det finns Youtubers med tio miljoner prenumeranter eller fler som fokuserar på Minecraft eller Roblox. Även en av de största Youtube-kanalerna, PewDiePie, med över 100 miljoner prenumeranter har fokuserat på Minecraft det senaste åren.

JonesGotGame, som bolaget arbetar med, har cirka en miljon följare och fokuserar på Roblox. Hans video med Adventure Box har i dag haft drygt 22 000 visningar. Beautiful O.B har knappt 0,9 miljoner följare och fokuserar på multiplayer-spel inkluderat Roblox. Beautiful O.B videos med Adventure Box har haft cirka 40 000 visningar. The Frustrated Gamer har cirka 300 000 prenumeranter och fokuserar bland annat på Roblox och Minecraft. Hans video med Adventure Box har haft cirka 20 000 visningar.

Nedan visas utfallet från en studie genomförd av GameByte och Interpret där 1 000 barn mellan åldrarna tre till tolv har blivit tillfrågade om hur de hört talas om mobilspel. Som framgår visar resultatet att Youtube är lika vanligt förekommande som kamrater. Med detta sagt tror vi att Youtubers är en viktig kanal för bolagets att nå ut till ungdomar och barn vilket kan generera bra tillväxt på kort sikt. Vi tror också att Youtubers kommer vara en viktig kanal för att bibehålla intresset för plattformen över tid.

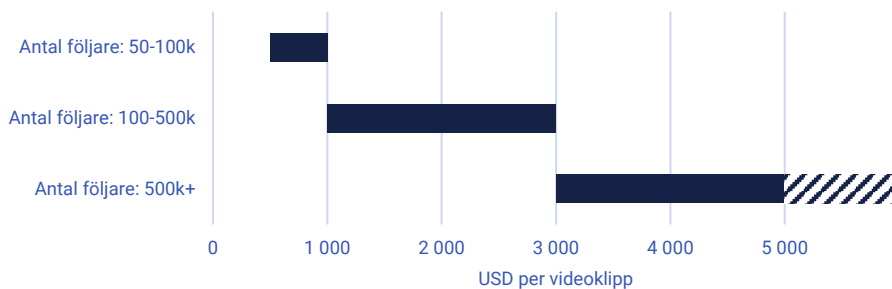
Youtube, främsta källan för ungdomar att hitta nya mobilspel



Källa: GameByte

Nedan visas en intervall för kostnaden för att nyttja Youtubers enligt DigitalMarketing. Som framgår är kostnadsstrukturen baserat på Youtubers antal följare. Ju fler följare, ju högre är kostnaden.

Prissättning, Youtubers



Källa: DigitalMarketing.org

Enligt Statista var den genomsnittliga kostnaden för en marknadsföringsvideo publicerad av en influencer i USA 6 700 USD under 2019. Genomsnittet dras rimligtvis upp av extrembelopp från ett fåtal Youtubers som exempelvis PewDiePie.

Samtidigt skall nämnas att bolaget använder en extern part/agentur för att ta fram och förhandla priser med relevanta Youtubers. Möjligtvis ger detta ett lägre pris än vad som indikeras ovan.

Spelrelaterade webbsidor

Bolaget nyttjar även spelsidor som crazygames.com för att marknadsföra sina spel. I maj 2018 hade crazygames.com tio miljoner månatliga användare som spelar olika gratis spel online via crazygames plattform. Det kostar inte pengar för Adventure Box att synas på denna typ av spelsida då dessa spelsidors affärsmodell främst bygger på reklam.

Retention

För att bibehålla spelare använder sig bolaget av mejlutskick till de användare som har skapat ett konto. Detta är rimligtvis en automatiserad process där CRM-systemet skapar och anpassar kommunikationen.

Adventure Box tar position på marknaden

Antalet webbesökare är ett grundläggande nyckeltal som är viktigt att följa. Ju större bas av användare som bolaget har på sin plattform, desto bättre är förutsättningarna att generera intäkter. Antalet återvändande besökare ger en känsla för bolagets förmåga att behålla sina webbesökare och är därmed ytterligare ett viktigt (viktigare) nyckeltal att följa.

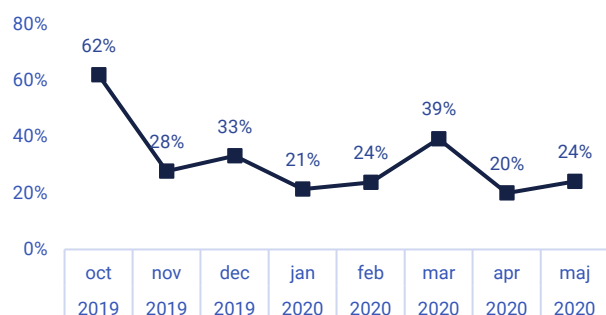
Som bekant har Adventure Box sedan augusti 2019 gradvis intensifierat marknadsföringen av sin plattform. Insatserna har hittills resulterat i en kraftig ökning av antal besökare: I september 2019 uppgick antalet webbesökare till cirka 0,25 miljoner stycken. I februari 2020 var antal webbesökare uppe i cirka 1,0 miljon och i maj 2020 var antalet webbesökare cirka 2,1 miljoner stycken. Under perioden augusti 2019 till maj 2020 har den genomsnittliga tillväxttakten per månad varit 57 procent. Enligt SimilarWeb hade Roblox runt 560 miljoner webbesökare i mars 2020.

Antal webbesökare



Källa: Bolagsinformation

Tillväxt antal webbesökare



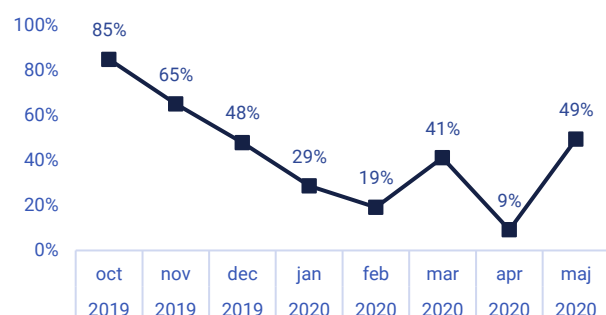
Källa: Bolagsinformation

Återvändande webbesökare



Källa: Bolagsinformation

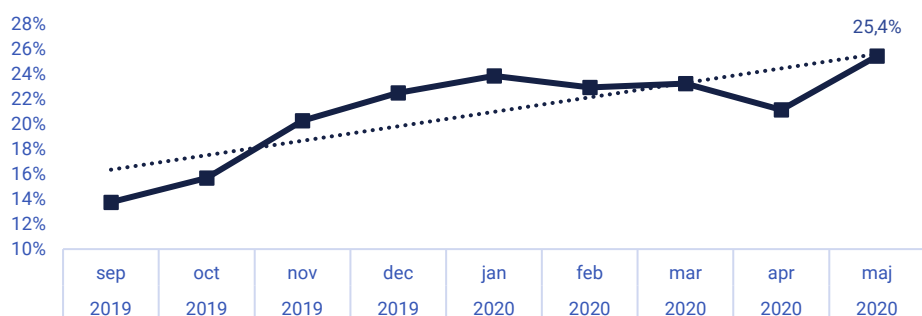
Tillväxt antal återvändande webbesökare



Källa: Bolagsinformation

Andel återkommande användare är som bekant ytterligare ett viktigt nyckeltal. Som framgår i graf nedan tog detta nyckeltal ett kliv upp och satte nytt rekord i maj 2020. Det är klart positivt och påvisar att bolaget lockar till sig användare som också gillar plattformen.

Andel återvändande användare som andel av totalt antal webbesökare



Källa: Bolagsinformation

Aktivitet och intjäningsförmåga

Givet freemium-modellen är det extra viktigt med en hög aktivitet på plattformen. Det i form av fler spel-sessioner, antal skapade spel och tid spenderad på plattformen. Givet den data som bolaget redovisar är kan antal reklamvisningar anses vara det nyckeltal som bäst ger en känsla för aktiviteten.

DAU dividerat med MAU är annars ett vanligt förekommande mått för aktivitet.

Nedan visas antal reklamvisningar, intäkt per 1 000 visningar reklam jämte intjäningsförmågan fördelat på antalet webbesökare och antalet återkommande användare. Som beaktat är reklam den enda intäktmodellen som hittills lanserats.

Antal reklamvisningar per webbesökare



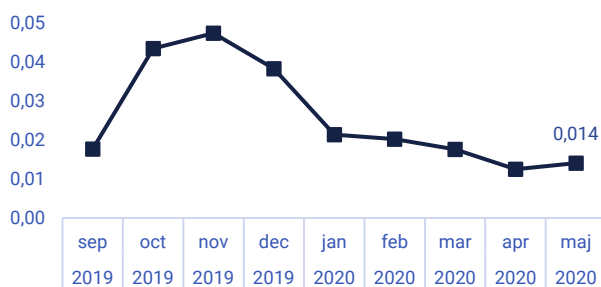
Källa: Bolagsinformation

Intäkt per 1 000 visningar



Källa: Bolagsinformation

ARPU (antal webbesökare)



Källa: Bolagsinformation

ARPU (återkommande användare)



Källa: Bolagsinformation

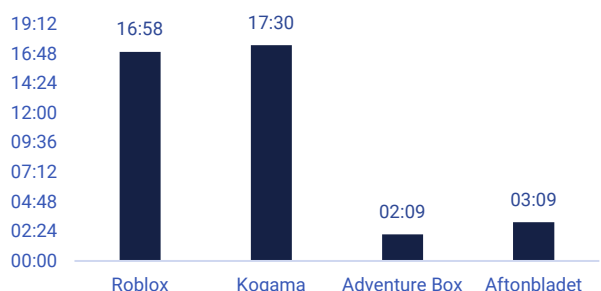
Det finns också Amazons site, Alexa, som ger en mer eller mindre tillförlitlig bild över aktivitet på en hemsida. I graf nedan till vänster visas "Daily times on Site" för konkurrenterna Roblox och KoGaMa jämfört Adventure Box. Vi har också inkluderat en nyhetssida med öppna artiklar som referensram. Värdet "Daily time on site" visar genomsnittlig tid i minuter och sekunder som en besökare spenderar på sidan.

Då plattformen strömmas är det extra svårt att möta hur lång tid en användare är aktiv på sidan.

Bild till höger nedan visar "Alexia Rank" för Adventure Box. Alexa Rank är en uppskattning av webbplatsens popularitet beräknad som en kombination av genomsnittliga dagliga besökare och sidvisningar under de senaste tre månaderna. Som framgår är trenden stigande för Adventure Box.

Notera att "Daily time on site" i bild nedan inte är tillförlitlig. Det då Google Analytics har svårt att mäta tid spenderad på bolagets plattform.

Alexa 2020-06-10: Genomsnittlig tid på hemsidor



Källa: Alexa.com, 10 juni 2020

Alexa 2020-06-10: Rankingen stiger



Källa: Alexa.com, 10 juni 2020

Joint Venture med kinesiska PPW

Bolaget har tecknat en avsiktsförklaring för att ingå ett samriskbolag (joint venture) med PPW Sports & Entertainment (HK) Limited. PPW grundades 1992 och är en global varumärkesförmedlare och representerar bland annat BMW, Budweiser, Discovery Channel, Real Madrid och FC Barcelona.

Kina är enligt Newzoo världens andra största marknad. Att tidigt etablera sig på denna marknad blir därmed intressant.

Avsikten är att utveckla en version av plattformen anpassad för den kinesiska marknaden. Versionen skall sedan distribueras av PPW i Kina och Taiwan. Denna marknad är mycket viktig givet dess storlek som enligt analysfirman Newzoo utgör cirka en fjärdedel av den globala marknaden.

Roblox har ingått samarbete med Tencent för att marknadsföra och vidare anpassa Roblox-plattformen för den kinesiska marknaden. Samarbetet kommunicerades i maj 2019 strax efter att Tencent investerat i Roblox.

Microsoft/Mojang har tillsammans med NetEase utvecklad en version av Minecraft anpassad för den kinesiska marknaden. Den version som finns tillgänglig i Europa och Nordamerika kostar pengar att ladda ned och användaren får tillgång till så gott som alla funktioner med köpet (Pay-to-Play). Versionen anpassad för Kina är en freemium-variant med abonnemang och betalt innehåll.

Aggressiva ambitioner

I mitten på juni presenterade bolaget den aggressiva ambitionen att inom fem till sju år ha 300 miljoner månatliga användare. Enligt en lista sammanställd på Wikipedia har världens populäraste spel till dagens datum har 240 miljoner månatliga användare som mest. Se lista nedan.

Spel med högst MAU

Titel	MAU (milj.)	MAU per datum
CrossFire	240	Jan-20
PlayerUnknown's Battlegrounds (PUBG)	227	Jun-18
Honor of Kings	200	May-17
Roblox	155	May-20
Pokémon Go	147	Jun-18
Minecraft	126	May-20
League of Legends	115	Mar-19
CityVille	100	2011
Subway Surfers	83	Sep-18
FarmVille	80	Mar-10

Källa: Holdings.se

Vidare är bolagets ambition att komma upp i en genomsnittlig intäkt per användare om 0,5 USD – alltså i linje med Roblox. Kan bolaget nå sina ambitioner skulle intäkterna ligga på 1,8 miljarder USD eller 16,7 miljarder kronor i årstakt.

Givet den fas som bolaget befinner sig i så avspeglar bolagets ambitioner i vår mening snarare potentialen än vad som kan vara en rimlig förväntansbild. Kan bolaget nå fem procent av sin ambition skulle det innebära en omsättning på cirka 835 miljoner kronor.

Hållbar tillväxt kräver en gedigen grundstomme

Ambitionerna signalvärde är dock intressant. Givet att bolaget planerar och anpassar sin verksamhet i linje med ambitionen kan en bild skapas för vad bolaget har framför sig: Tillväxt kommer att ligga i fokus och kontinuerlig utveckling av plattformen kommer vara vardag en lång tid. Bolaget kommer därför med hög sannolikhet att återinvestera all eventuell vinst under de kommande åren för att nå en marknadsdominerande ställning.

Roblox grundades 2004, plattformen lanserades 2006 och 2018 blev Roblox kassaflödespositiva enligt en artikel på TechCrunch. 2018 hade Roblox enligt SensorTower intäkter (före avgift till distributör) om 335 miljoner USD. Fram till 2018 hade Roblox också tagit in runt 100 miljoner USD i finansiering.

Spotify grundades 2006 och gjorde en nettovinst första gången under första kvartalet 2020. För samma period uppgick omsättningen till 1,85 miljarder euro.

Hur bolaget prioriterar kommer i slutändan bero på de krav som investerare ställer på bolaget och deras vilja att investera och bidra med kapital. Aktiekursen är givetvis också viktig då ett lågt marknadsvärde gör det svårare för bolaget att ta in stora summor pengar utan att det medför stor utspädning. Det hade underlättats med en stor finansiellt stark huvudägare med rätt förväntningar.

Med tanke på bolagets internationella kopplingar är det inte orimligt att de kommer att söka internationellt kapital i framtiden. En förutsättning för detta som vi bedömer det är att bolaget kan uppvisa en uthållig tillväxt i antal användare, återkommande antal användare och stigande intjäningsförmåga. Som bekant har bolaget också förstärkt advisory board med kompetens och kontakter inom den internationella finansbranschen.

Marknad och konkurrens

Bolaget är verksamma på den globala och breda marknaden för spel som förväntas omsätta 160 miljarder USD år 2020. Marknaden värde antas öka till 200 miljarder USD år 2023. Mobilspel driver tillväxten och är redan i dag det enskilt största segmentet. Det påvisar vikten av en bra mobilanpassad version. Kina är en av världens största marknader vilket gör samarbetet med PPW extra intressant. Roblox är den främsta konkurrenten. Roblox har samtidigt etablerat en marknad, som kan påskynda Adventure Box tillväxtresa.

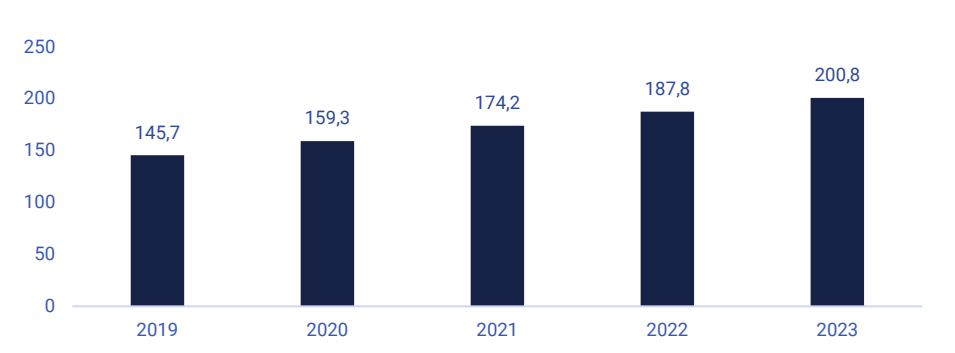
En global miljardmarknad

Adventure Box avser växa på de traditionella spelmarknaderna som Nordamerika och Europa. Bolaget kan med god skalbarhet växa på den globala marknaden genom att på olika sätt anpassade plattformen. Exempelvis kan en app-version bli aktuell för den kinesiska marknaden.

Marknaden värderas till drygt 159 miljarder USD och förväntas växa med en CAGR om 8,3% fram till 2023.

Analysfirma, Newzoo, förväntar sig att den globala spelmarknaden (fördelat på PC-spel, mobilspel och konsol-spel) omsätter 159,3 miljarder USD under innevarande år. Fram till 2023 förväntas marknaden växa till 200,8 miljarder USD. Det motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om 8,3 procent.

Förväntad utveckling global marknad, miljarder USD



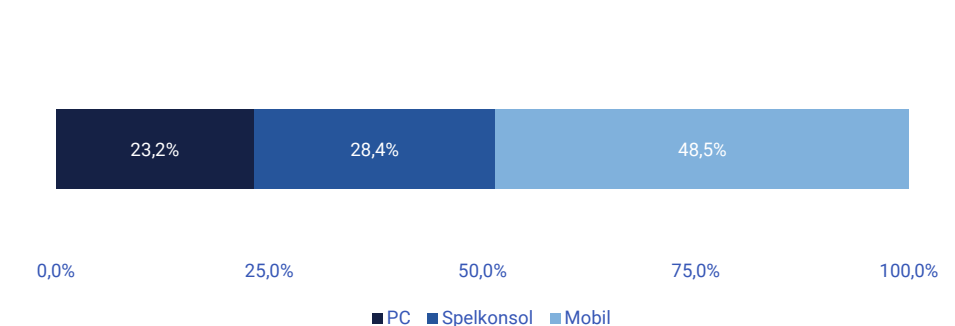
Källa: Newzoo, 2020

Mobiltelefoner har drivit tillväxten

Historiskt har spel-konsoler och datorer varit de dominerande plattformarna för spel. Med en ökad tillgång till smarta mobiltelefoner, vars kapacitet förbättras samtidigt som priserna faller, har mobilspel seglat upp som det största marknadssegmentet.

Bolagets mobilanpassade version av plattformen bedöms som mycket viktig.

Fördelning av marknaden, 2020



Källa: Newzoo, 2020

Då Adventure Boxes plattform kan nyttjas över både mobila enheter och dator utgörs bolagets marknad av segmentet för mobilspel och marknadssegmentet för PC-spel. Spel till mobila enheter beräknades utgöra cirka 48 procent av marknaden under 2020 enligt Newzoo. PC-spel utgör enligt samma källa cirka 23 procent av marknaden.

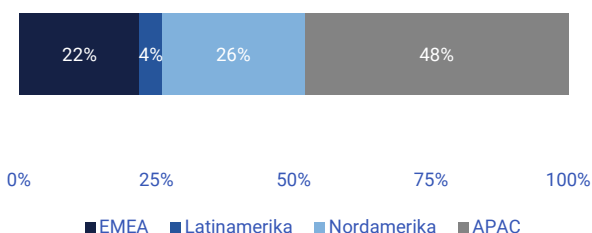
Många spelkonsoler har även en webbläsare från vilken bolagets plattform kan nås.

PC-spel i graf ovan inkluderar även undersegmentet; PC-spel som spelas över webbläsaren, till vilket Adventure Box tillhör. Detta segment förväntas bidra med knappt två procent till värdet av den totala marknaden under 2020. Detta belyser vikten av att bolaget lyckas utveckla bra användarupplevelse i plattformens version anpassad för mobiltelefoner och surfplattor.

Tillväxtmarknader väntas driva tillväxten

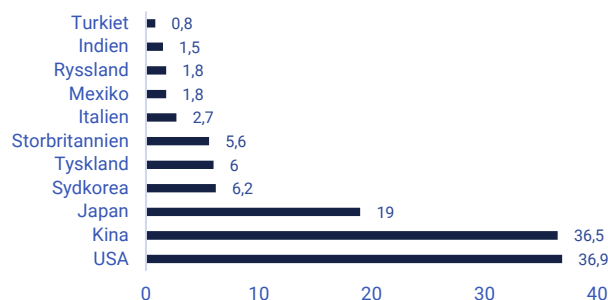
Kina och USA är världens två enskilt största marknader med ungefär samma storlek. I Kina spenderades 36,5 miljarder USD, i USA 36,9 miljarder USD på videospel år 2019 enligt analysfirman Newzoo. Tillsammans står de för nästa halva den globala marknaden. Detta gör också det möjliga samriskbolaget med PPW i Kina extra intressant.

Geografisk fördelning av marknaden år 2020



Källa: Newzoo, 2019

Enskilda marknader, miljarder USD



Källa: Newzoo, 2019

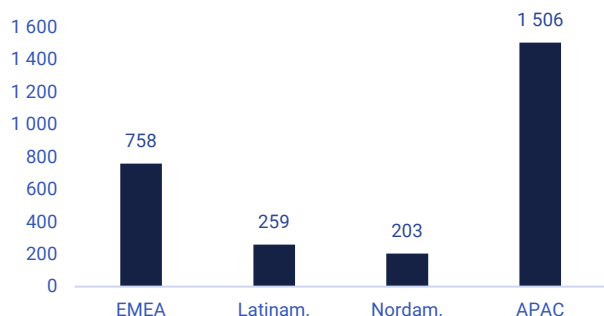
Ökad välfärd och en växande medelklass, ökad tillgången till smarta telefoner liksom utbyggnad av nät med högre hastigheter. Detta i kombination med en stor befolkning har gjort att Kina varit betydelsefull för den historiska tillväxten på den globala marknaden.

Andra tillväxtländer går nu igenom en liknande resa som Kina. Därmed förväntas dessa tillväxtmarknader, så som Indien och länder i Sydostasien, driva tillväxten framledes. I många utvecklingsländer sker uppkoppling till internet främst via mobiltelefoner medan nätet för fast kommunikationer är begränsat. Det talar för att mobilspel kommer fortsätta att driva tillväxten.

Spelare växer till antalet

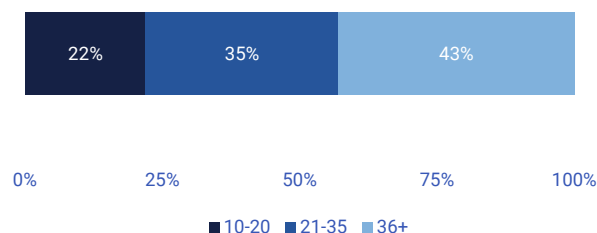
Spelande blir vanligare på tillväxtmarknader liksom på de traditionella marknaderna som Europa och Nordamerika. Enligt data från Newzoo uppgår antalet spelare till 2,7 miljarder år 2020. Det motsvarar en tillväxt om 6,4 procent relativt 2019. Tillväxten i antalet spelare är som högst i APAC-området (Asien, Australien och Stilla Havsområdet) där denna förväntas bli 7,7 procent under innevarande år. I USA och Europa förväntas antalet spelare öka med 0,9 procent respektive 6,6 procent.

Antal spelare 2020, miljoner stycken



Källa: Newzoo, 2020

Åldersfördelning spelare USA



Källa: Newzoo, 2020

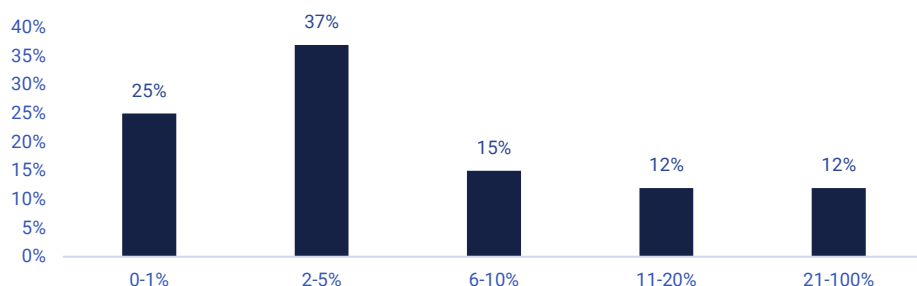
Bolagets målgrupp innefattar som bekant huvudsakligen barn och ungdomar. Enligt en rapport från 2017 publicerad av Newzoo utgjorde barn och ungdomar i åldrarna 10-20 år

22 procent av totalt antal spelare i USA. På tillväxtmarknader som Indonesien representerar denna åldersgrupp en större andel om 36 procent.

En liten andel av spelarna genererar intäkterna

Bland freemium-spel är det endast en liten andel av de månatligt aktiva användarna som genomför köp i appen, så som betalt innehåll. Enligt data från App Annie visar en undersökning bland app-utvecklare globalt att 62 procent (se graf nedan, 25%+37%) av de tillfrågade, 1 200 stycken, erhåller intäkter från fem procent eller mindre av månatliga användare. Det indikerar alltså att endast en liten andel av alla aktiva användare genererar intäkter till spelutvecklaren.

Andel av MAU som spenderar pengar i appar



Källa: Bolagsinformation

Trenden är enkla spel av freemium-karaktär

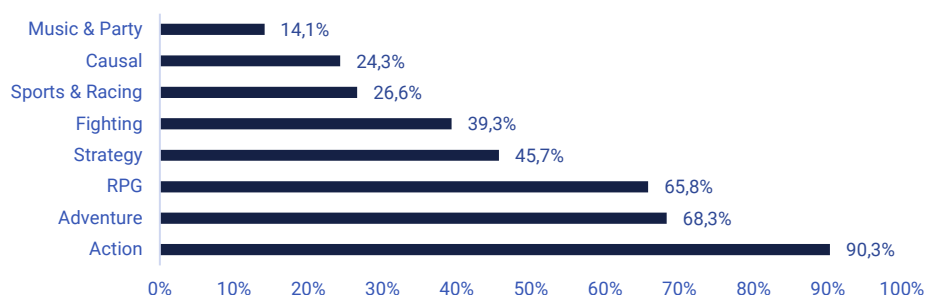
Med mobiltelefonens frammarsch har också efterfrågan på enkla spel ökat. Med enkla spel avses spel som är enkla att sätta sig in i och styra med enkla kommandon som fungerar på mobiltelefonen. I Adventure Box gäller det att styra sin avatar, sikta och skjuta vilken kan betraktas som enkelt.

Andelen mobilspel vars intäktmodell innebär att användaren betalar ett fast pris för att få tillgång till spelets fulla version (Pay-to-Play) har minskat. Det är istället free-to-play/freemium-spel som dominerar till antal liksom listor över spel med högst intjäning. De populära intäktmodellerna i freemium-spel inkluderar reklam, betalt innehåll och abonnemang – alltså de intäktmodeller som är aktuella för bolaget. Pay-to-Play är dock fortfarande en av de vanligast förekommande intäktmodellerna. Prenumerationstjänster där användare får tillgång till ett bibliotek av spel förväntas öka.

Nya användargrupper har också växt fram. Exempelvis har andelen kvinnor som spelar spel ökat kraftigt och könsfördelningen uppskattas vara nära 50/50.

Enligt en rapport presenterad av GameTree är Actionspel den populäraste spelgenren (oberoende ålder). Genren dras rimligtvis upp av enskilda titlar som Fortnite. För bolagets huvudsakliga målgrupp, barn och ungdomar är Actionspel, äventyrsspel och rollspel (RPG) de tre populäraste speltyperna. Således förefaller det som om att bolagets utbud av spel väl matchar vad som efterfrågas av användare.

Popularitet efter genre



Källa: Gametree

Bubblare

Nästa generations hårdvara som tros komma växa framledes är spel med byggda med teknologier som VR och AR. AR har redan tagit en tydlig position på spelmarknaden, mycket tack vare Pokémon Go. Hårdvara för VR befinner sig dock fortfarande i en tidig fas. Det saknas också ett större utbud av spel. I takt med att teknologin utvecklas spås emellertid marknaden växa kraftigt. MarketsandMarkets spår att omsättningen kommer att öka från cirka åtta miljarder USD 2018 till cirka 45 miljarder USD år 2024.

Molnbaserade spel (cloud gaming) är ytterligare ett delsegment som Adventure Box kan bedömas verka inom. Det typiska för detta marknadssegment är att spelen strömmas och intäktmodellen är abonnemang – alltså att användaren abonnerar på ett bibliotek av spel-titlar, likt Spotify. Cloud gaming spås också en kraftig tillväxt under de kommande åren. Enligt MarketsandMarkets beräknas marknaden växa från cirka 300 miljoner USD 2019 till 2,3 miljarder USD 2024, mer än hälften av detta i APAC-regionen.

Olika konkurrenter inom olika segment

Bolagets konkurrens är bred och utgörs av all form av underhållning. Vi har dock begränsat oss till direkta konkurrenter med ett liknande erbjudande och PC- och mobilspel av ungefär samma karaktär.

Roblox

Roblox är en direkt konkurrent till Adventure Box. Roblox erbjudande till användaren är detsamma som Adventure Box: Användare kan skapa, dela och spela voxel-spel. Spelen bygger 3D-voxel-modeller och grafiken karaktäriseras således av "kantighet" även om Roblox använder sig av rundade kanter. Roblox är likt Adventure Box av freemium-karaktär och finns tillgänglig per dator, mobila enheter liksom konsol som Xbox. Roblox produkt bedöms som betydligt mer färdig än Adventure Box och har avsevärt fler spelskaparfunktioner. Roblox grundades 2004 och har över tid växt till ett av världens populäraste spel med runt 155 miljoner månatliga aktiva användare i maj 2020.

Roblox redovisar inte officiella siffror men är bra på att generera intäkter. Dock finns bra andrahandsdata för intäkter relaterade till mobilversionen. Under april 2020 var Roblox det mobilspel som enligt SensorTower genererat tredje mest intäkter globalt – cirka 96 miljoner USD (brutto) från mobilversionen.

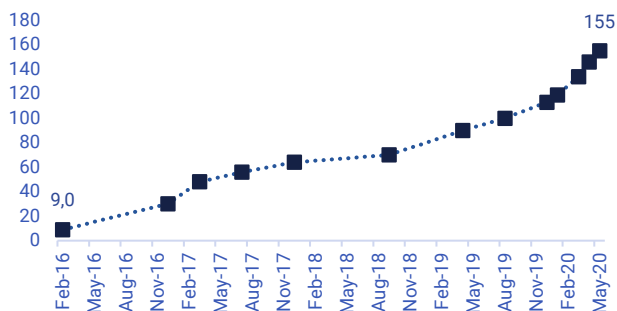
Topp tio intäktsgenererande mobilspel

Totala intäkter	Intäkter via Appstore	Intäkter via Google Play
PUBG Mobile	PUBG Mobile	Coin Master
Honor of Kings	Honor of Kings	Lineage 2M
Roblox	Roblox	Gardenscapes
Monster Strike	Three Kingdoms Strategic	Lineage M
Coin Master	Monster Strike	Monster Strike
Fate/Grand Order	AFK Arena	Fate/Grand Order
Gardenscapes	Fantasy Westward	Rise of Kingdoms
Candy Crush Sage	Cand	PUBG Mobile
AFK Arena	Fortnite	Candy Crush Saga
Rise of Kingdoms	Knives Out	Pokémon GO

Källa: SensorTower

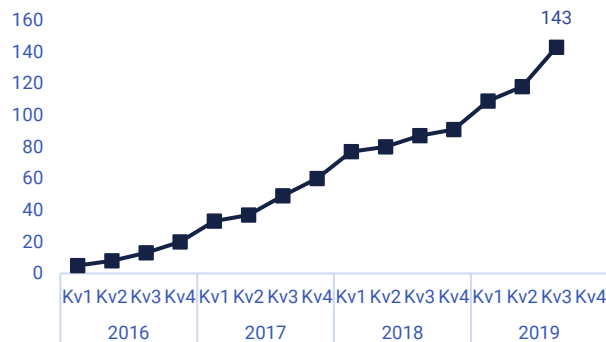
Nedan visas utvecklingen av antalet månatliga användare jämte intäktskurvan för Roblox. Mobilversionen lanserades för iOS 2012. Under 2014 lanserades applikationen till android.

Utveckling MAU Roblox Mobile, miljoner stycken



Källa: Rtrack och Business Insider

Intäkter Roblox Mobile, miljoner USD



Källa: SensorTower

Roblox största marknad är USA och har enligt SensorTower genererat runt två tredjedelar av intäkterna fram till maj 2019. Storbritannien är den andra största marknaden för Roblox och har fram till maj 2019 genererat nio procent av intäkterna.

På Roblox finns runt 40-50 miljoner spel. Det populäraste spelet på Roblox sedan start är MeepCity som cirka 4,5 miljarder spelsessioner. Jailbreak kommer på andra plats med 3,1 miljarder spelsessioner och Asopt Me! har tredje platsen med 3,0 miljarder spelsessioner.

Det mest populära spelet på Adventure Box har per dagens datum strax över 300 000 spelsessioner.

Som tidigare nämnts har Roblox en funktion för intäktsdelning. Antalet spelkreatörer uppgick i augusti 2019 till runt två miljoner stycken. Under 2017 betalade Roblox ut 30 miljoner USD till spelkreatörer. För 2019 delade Roblox ut cirka 110 miljoner USD till sina spelkreatörer – motsvarande drygt 25 procent av intäkterna.

I september 2018 tog Roblox in 150 miljoner USD till en värdering om 2,5 miljarder USD. I februari 2020 tog Roblox in 150 miljoner USD till en värdering om fyra miljarder USD. Bland investerarna återfinns Andreessen Horowitz, Temasek, Tencent Holdings Limited, Altos Ventures med flera.

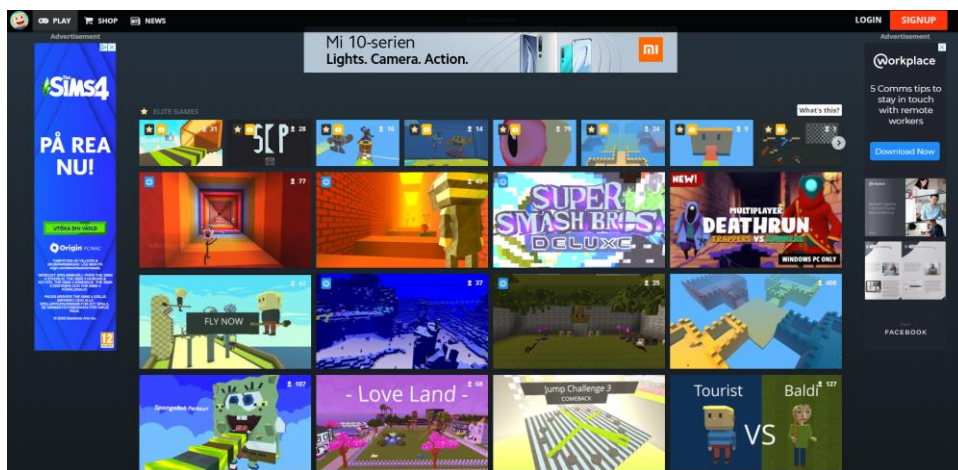
Den avgörande tekniska skillnaden mellan Adventure Box och Roblox är att bolagets plattform strömmas över webbläsaren. Det innebär att mindre filer för varje spel måste laddas ned för att spelas på Roblox. Samma gäller även spelskaparsystemet som måste laddas ned. Adventure Box har också lägre krav på hårdvara och uppkopplingshastighet.

KoGaMa

Danska Multiverse ApS har utvecklat spelplattformen KoGaMa på spelmotorn Unity. KoGaMa har samma erbjudande som Adventure Box då användare kan skapa, dela och spela spel.

KoGaMa är av freemium-karaktär och lanserade under 2013. Plattformen är anpassad för webbläsaren till en PC och android. På Google Play har Kogama laddats ned fler än fem miljoner gånger. Plattformen har cirka fyra miljoner månatliga användare som spelar cirka 20 miljoner spelsessioner per månad. Användarna har skapat 2,5 miljoner spel enligt Multiverse hemsida. Intäktsmodellen bygger på reklam och betalt innehåll. I förhållande till de andra konkurrenterna vi nämnt/nämner är detta den utan jämförelse minsta och på sätt mest lik Adventure Box. Inga större filer behöver laddas ned och installeras för att spela på KoGaMa. Spelen på plattformen flyter på bra och är främst skjutspel och äventyrsspel.

Illustration av ett urval ur KoGamas spel på hemsidan



Källa: kogama.com

Hemsidan lämnar en del att önska. Båda hemsida och spel har en väldigt stor mängd reklam – denna går dock att undvika genom "ad-blockers". Det erbjuds dessutom ett flertal möjligheter att köpa föremål inne i spelen på ett övertydligt sätt. Vi bedömer att Multivers har fokuserat för mycket på att generera intäkter i ett för tidigt skede och att det skadar kvaliteten på plattformen.

Under 2017 tog Multiverse in två miljoner USD i en finansieringsrunda i vilken Nordisk Film Games medverkade. Enligt TechSavvy uppgick värderingen då till 32,5 miljoner kronor. Vid samma tillfälle hade plattformen tre miljoner månatliga användare. KoGaMa har gjort en internationell satsning och finns i dag på 16 språk. KoGaMa har omkring 22 miljoner konton registrerat.

Fortnite

Skillnaden mellan ett enskilt spel och en plattform för att skapa spel är inte alltid helt skarp. Fortnite utgör ett exempel på detta och kan därmed betraktas som en konkurrent. Fornite är i grunden en spelmotor med olika spellägen. I dag finns det tre typer av spellägen. Nya miljöer generas slumpmässigt (via processuell generering) inuti två av spellägena, vilket gör att man kan spela om spelet från början med nya miljöer. Det tredje läget är ett så kallat sandlådelaäge där spelaren börjar på en ö och kan bygga helt nya miljöer från grunden. Det går att skapa nya mini-spel på ön för vänner som kan bjudas in. Sandlådeläget är i grunden samma sak som Adventure Box plattform, eller den från Roblox.

Minecraft

Minecraft är inte en direkt konkurrent men bör ändå nämnas. Detta är arketyper för ett sandlådespel i vilket spelaren kan bygga en ny värld från grunden (med eller utan fiender beroende på spelläge). Minecraft är av Pay-and-Play-karaktär och har titeln världens mest sålda spel med 180 miljoner kopior. Det är först och främst ett singel-spelar-spel. Redan idag finns dock läget "Adventure" som möjliggör det för andra spelare att besöka den värld man skapat och spela i, dock i begränsat antal. Det påminner om spelen i Adventure Box, som ju går att skapa från världar i Minecraft, men är väldigt begränsat. Skulle Microsoft utveckla detta spelläge i Minecraft vore det negativt för Adventure Box. Dock utgör bolagets patent ett hinder för Microsoft att strömma Minecraft.

Urval, listade bolag i ekosystemet för spel

Svenska listade småbolag i ekosystemet

Vi har identifierat elva mindre bolag listade i Norden verksamma inom spel på olika plattformar med olika intäktsmodeller. Gemensamt för dessa är att de befinner i olika steg av kommersialiseringsfasen eller tillväxtfasen, likt Adventure Box.

Svenska utvecklare och publicister i tillväxtfas (MSEK)

Bolagsnamn	Marknadsvärde	Oms. 2018	Oms. 2019	Tillväxt 18/19	Kassa, dec-2019	EBIT, 2018	EBIT, 2019	Rör.kostnader 2019
Beyond Frames Ent.	50,9	1,5	3,5	133%	0,8	-18,1	-21,7	-25,0
Gold Town Games	30,0	19,3	10,4	-46%	5,8	-11,9	-14,6	-31,5
Nitro Games	42,4	23,5	8,7	-63%	17,9	-61,4	-47,6	-39,5
Qiiwi Games	525,9	17,9	22,0	23%	5,0	-7,0	-2,3	-23,3
Star Vault	51,9	1,6	1,2	-25%	2,5	-1,8	-4,0	-5,0
Three Gate	14,2	3,5	1,1	-69%	0,6	-18,1	-17,2	-18,0
Zordix	126,7	12,0	11,0	-8%	17,0	1,0	-5,3	-17,6
Genomsnitt	120,3	11,3	8,3	-8%	7,1	-16,8	-16,1	-22,8
Median	50,9	12,0	8,7	-25%	5,0	-11,9	-14,6	-23,3
Max	525,9	23,5	22,0	133%	17,9	1,0	-2,3	-5,0
Min	14,2	1,5	1,1	-69%	0,6	-61,4	-47,6	-39,5
Adventure Box	91,5	0,0	0,1	0%	10,7	-2,1	-12,3	-12,7

Källa: Bolagsinformation och Reuters Eikon

Mindre spelutvecklare/publicister listade i Sverige

Beyond Frames Entertainment (BEYOND) utvecklar spel genom ett flertal oberoende bolag inom segmenten VR och AR. Intäktsmodellen bygger på Pay-to-Play. BEYOND listades i slutet på 2018. Bolaget redovisade intäkter på 3,5 miljoner kronor helåret 2019 med ett negativt justerat rörelseresultat på cirka minus 22 miljoner. BEYOND har ett marknadsvärde på cirka 51 miljoner kronor.

Gold Town Games (GTG) är en svensk utvecklare av sportmanagerspel för mobila enheter, World Hockey Manager och World Football manager. World Hockey Manager och laddats ned en miljon gånger. Spelen är av Freemium-karaktär. GTG samarbetar med Wayne Gretzky som utsetts till ambassadör. GTG listades på NGM 2016 och har idag 13 anställda. Gold Town Games redovisade intäkter under helåret 2019 på cirka 10,4 miljoner kronor till ett negativt justerat rörelseresultat på cirka minus 14,6 miljoner kronor. GTG har ett marknadsvärde på 30 miljoner kronor.

Nitro Games (NITRO) är ett finländskt bolag som utvecklar enklare strategispel och liknande för mobila enheter av freemium-karaktär. De använder sin egenutvecklade motor (NG Plattform) för att skapa en tredimensionell spelplan samt figurer. Nitro Games har 39

anställda och listades 2017. Nitro Games redovisade intäkter under helåret 2019 på cirka 8,7 miljoner kronor till ett negativt rörelseresultat på cirka minus 41,0 miljoner kronor. Marknadsvärdet uppgår till 42 miljoner kronor.

Qiiwi Interactive (QIWI) är en svensk spelutvecklare av spel för mobila enheter med fokus på frågesport och problemlösning samt Match-3. Spelen är av freemium-karaktär. Exempel på titlar är Backpacker, Wordington och Hell's Kitchen, som är baserad på underhållningsprogrammet. Bolaget listades på Spotlight under 2017. 2019 var justerat rörelseresultat minus 2,3 miljoner kronor med intäkter på 22 miljoner kronor. Marknadsvärdet uppgår till 526 miljoner kronor.

Star Vault (STVA B) är en svensk utvecklare av spel i kategorin MMORPG, främst titeln Mortal Online. STVA B utvecklar även spel inom VR. STVA B redovisade intäkter på 1,2 miljoner kronor för helåret 2019 med ett negativt rörelseresultat på cirka minus 4,0 miljoner. STVA B har ett marknadsvärde på cirka 52 miljoner kronor.

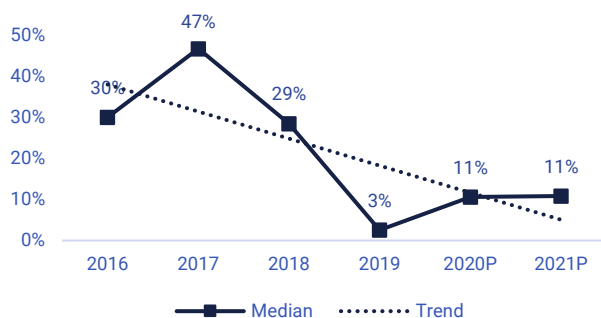
Three Gates (Gate) är en svensk utvecklare av freemium-spel för mobila enheter. Gate redovisade intäkter på 1,1 miljoner kronor helåret 2019 med ett negativt justerat rörelseresultat på cirka minus 17 miljoner. Three Gates har ett marknadsvärde på cirka 14 miljoner kronor.

Zordix (ZORDIX B) är en svensk utvecklare av spel för först och främst konsol men även PC. Bolaget redovisade intäkter på 11,0 miljoner kronor helåret 2019 med ett negativt justerat rörelseresultat på cirka minus 5,3 miljoner. Zordix har ett marknadsvärde på omkring 127 miljoner kronor.

Spelutvecklare och publicister, mobilspel

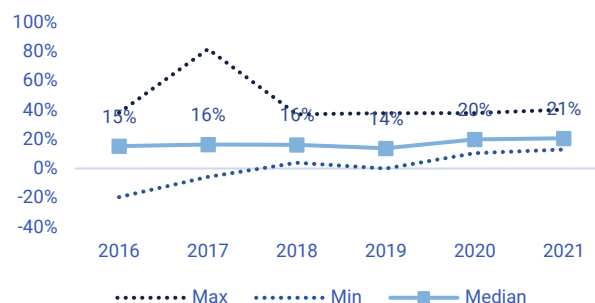
Vi har också inkluderat sju större mer mogna listade spelutvecklare och publicister med fokus på mobilspel. Dessa är generellt avsevärt mycket större än Adventure Box. Dessa ger en insyn i de marginaler som bolaget kan förväntas uppnå över tid.

Tillväxt, spelutvecklare - mobilspel



Källa: Thomson Reuters Eikon

EBITDA-marginal, spelutvecklare - mobilspel



Källa: Thomson Reuters Eikon

Ovan visas gruppens median för tillväxt på årsbasis bredvid medianvärdet för EBITDA-marginalen. Som framgår har tillväxttakten avtagit. Ökad konkurrens är en förklaring. Värt att notera är att analytiker förväntar sig att mediantillväxten för de utvalda bolagen kommer att öka något innevarande och det kommande året. Medianvärdet för EBITDA-marginalen backade under 2019 men analytiker förväntar sig även en tilltagande EBITDA-marginal (median) under innevarande och kommande år.

Listade utvecklare och publicister, mobil-spel

Zynga Inc är en amerikansk spelutvecklare och publicist med främsta fokus på genren social games för mobila enheter och på sociala plattformar som Facebook. Deras mest kända titel är FarmVille. Bland de mest nedladdade titlarna återfinns bland annat Solitaire och Word With Friends Classic. Bolaget grundades 2007, har cirka 1 900 anställda. Under 2019 uppgick omsättningen till cirka 15 miljarder kronor med en EBITDA-marginal på 21 procent. CAGR under 2014-2019 blev 21 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 85 miljarder kronor.

Stillfront Group är en svensk koncern av spelutvecklingsstudios som utvecklar strategi-, action- och RPG-spel, främst mobila enheter men även PC. I portföljen finns 36 spel av freemium-karaktär. Dotterbolag finns i bland annat Tyskland, Sverige, Storbritannien, USA, Malta och Förenade Arabemiraten. Omsättningen 2019 var cirka 2,0 miljarder kronor med en EBITDA-marginal på 38 procent. CARG 2015-2019 är 142 procent. Stillfront har vuxit kraftigt genom förvärv. Stillfronts marknadsvärde uppgår till cirka 27 miljarder kronor.

Glu Mobile är en amerikansk spelutvecklare och publicist av mobilspel, främst tillhörande action-genren. I portföljen finns ett 70-tal spel av freemium-karaktär. Deer Hunter och Dino Hunter tillhör de mest populära spelen i portföljen. Under 2019 uppgick omsättningen till cirka fyra miljarder kronor till en EBITDA-marginal om cirka tio procent. CAGR 2014-2019 blev 15 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 15 miljarder kronor.

Com2uS Corp är en koreansk mobilspelsutvecklare och publicist med fokus på MMORPG- och sport-spel. Bolaget har cirka 30+ titlar där Summoners War och MLB 9 Innings 20 återfinns bland de mer populära. Spelen är typiskt sett av freemium-karaktär. Under 2019 hade Com2uS intäkter om cirka 3,8 miljarder kronor till en EBITDA-marginal om cirka 28 procent. CAGR 2014-2019 blev 17 procent. Com2uS marknadsvärde uppgår till cirka 11 miljarder kronor.

MAG Interactive är en svensk mobilspelsutvecklare och publicist som främst fokuserar på social games. Bolaget har tio spel i portföljen varav den stora majoriteten är av freemium-karaktär. WordBrain och QuizDuel tillhör de mest populära spelen. MAG grundades 2010 och hade under 2019 en omsättning på drygt 170 miljoner kronor motsvarande en negativ tillväxt om 20 procent. EBITDA-marginalen var cirka tre procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 700 miljoner kronor.

Rovio Entertainment är en finländsk spelutvecklare och publicist med fokus på arkad- och pussel-spel, främst för mobila enheter. Rovio grundades 2003 och börsnoterades 2017. I dag uppgår antalet anställda till cirka 500 stycken. Portfölj består av ett 30-tal titlar av freemium-karaktär där med Angry Birds och Bad Piggies tillhör de mest välkända. Utöver spelrelaterade intäkter erhåller Rovio intäkter från licensiering av varumärken. Under 2019 uppgick omsättningen till cirka tre miljarder kronor till en EBITDA-marginal om 15 procent. CAGR 2017-2019 var 0,5 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 4,7 miljarder kronor.

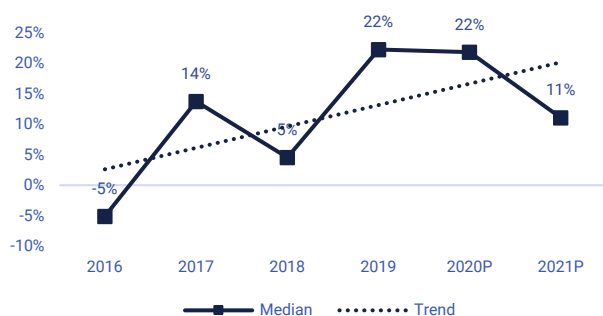
G5 Entertainment är en svensk utvecklare och publicist av spel för mobila enheter. Bolaget grundades 2001 och har i dag cirka 600 anställda, varav merparten i Ryssland och Ukraina. Fokus ligger på äventyr-, strategi- och pussel-spel av freemium-karaktär. I portföljen finns knappt 30 titlar vara Hidden City och Supermarket Mania Journey tillhör de populäraste. Under 2019 hade G5 en omsättning på cirka 1,2 miljarder kronor till en EBITDA-marginal om cirka 14 procent. CARG 2015-2019 blev cirka 24 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 1,8 miljarder kronor.

Spelutvecklare och publicister – PC-, konsol- och mobilspel

Vi har också inkluderat tio större mer mogna listade spelutvecklare och publicister av spel för alla tre plattformar, då inkluderat PC, konsol och mobilspel. Dessa är avsevärt mycket större än Adventure Box. Dessa ger en vidare insyn i de marginaler som bolaget kan förväntas uppnå över tid.

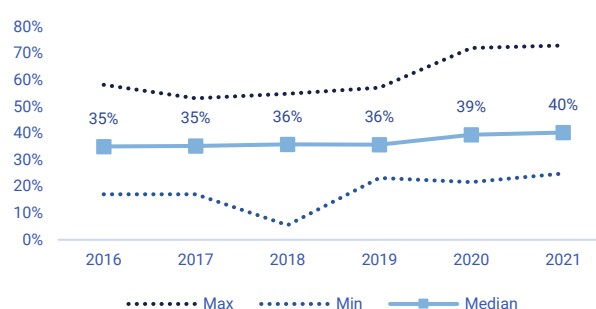
Under 2019 var medianvärdet rörande tillväxt på årsbasis starka 22 procent. Trenden är stigande. Konvertering till fler plattformar av befintliga spelserier kan vara en förklaring. Analytiker förväntar sig en liknande utveckling under 2020. Tillväxten förväntas avta under 2021 men fortfarande vara över tio procent. Se graf till vänster på nästa sida. Medianvärdet för EBITDA-marginal har historiskt legat runt 35 procent. Analytiker förväntar sig ett bra uppställ i marginalerna under innevarande år och under 2021. Se graf till höger nedan.

Tillväxt, spelutvecklare – PC-, konsol- och mobilspel



Källa: Thomson Reuters Eikon

EBITDA-marginal, spelutveck. – PC-, konsol- och mobilspel



Källa: Thomson Reuters Eikon

Utvecklare och publicist, PC-/konsol-/mobilspel

Activision Blizzard (Blizzard) är en koncern som utvecklar och publicerar spel för PC, konsol och mobila enheter. Bland de stora välkända titlarna finns bland annat World of Warcraft, Call of Duty och Candy Crush Saga. Genrerna är således många. Användare betalar för spelen för att få tillgång till hela versionen (Pay-to-Play) men andra intäktsmodeller är också vanligt förekommande beroende på plattform. Under 2019 uppgick omsättningen till 61,5 miljarder kronor till en EBITDA-marginal på 38 procent. CAGR 2014-2019 var cirka nio procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 550 miljarder kronor.

Electronic Arts (EA) är en amerikansk spelutvecklare och publicist för konsol, PC och mobila enheter. EA grundades 1982 och är det andra största renodlade spelutvecklingsbolaget med 9 300 anställda. EA är känt för sina sportspel. Andra kända titlar är serierna Battlefield, the Sims och Need for Speed. Spelen kommer i Pay-to-Play-version men också andra intäktsmodeller beroende på plattform. EA omsatte drygt 51 miljarder kronor under 2019 till en EBITDA-marginal på 35 procent. CAGR räkenskapsåren 2015-2020 blev cirka sju procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 350 miljarder kronor.

Take-Two Interactive Software Inc (TTWO) är en amerikansk spelutvecklare och publicist av spel, främst för PC och konsol men även för mobila enheter. Kända titlar är Bioshock, Borderlands, Grand Theft Auto och NBA 2k. Bolaget grundades 1993 och har i dag över 5 000 anställda. Omsättningen 2019 var cirka 29 miljarder kronor med en EBITDA-marginal på 25 procent. CAGR för räkenskapsåren 2015-2020 blev cirka 16 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 150 miljarder kronor.

Ubisoft Entertainment SA (UBIP) är en fransk utvecklare och publicist av spel inom samtliga plattformar. Kända titlar är Assassin's Creed, The Crew, Far Cry, For Honor och Tom Clancy's Ghost Recon. Bolaget grundades 1986 och har idag cirka 16 000 anställda och är därmed den största aktören i Europa. Omsättningen 2019 var cirka 16,2 miljarder kronor med en EBITDA-marginal på 43 procent. CAGR räkenskapsåren 2015-2020 blev cirka fyra procent. Marknadsvärde uppgår till cirka 88 miljarder kronor.

CD Projekt är ett polskt bolag som utvecklar och publicerar spel till PC, mobila enheter och konsol. CD Projekts har cirka 1100 anställda och blev kända genom titeln The Witcher. Under 2019 uppgick omsättningen till cirka 1,3 miljarder kronor med en EBITDA-marginal om cirka 42 procent. CAGR 2014-2019 uppgick till cirka nio procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 92 miljarder kronor.

Embracer Group (tidigare THQ Nordic) är svensk utvecklare och publicist bestående av ett 03-tal spelstudios. Fokus ligger på PC- och konsolspel. Spelportföljen består av 160 titlar. Användare betalar för spelen för att få tillgång till hela versionen (betalversion). Under räkenskapsåret 2019/20 hade Embracer Group en omsättning på cirka 5,2 miljarder kronor motsvarande en tillväxt om cirka minus nio procent. EBITDA-marginalen var 43 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 38 miljarder kronor.

Paradox Interactive AB är en svensk utvecklare och publicist av spel främst för PC men även konsol. I egen regi är de mest kända för sina komplicerade strategispel inom genren

kallad "grand strategy". Paradox, som i dess nuvarande form grundades 2004, har cirka 500 anställda. Paradox börsnoterades 2016. Omsättning 2019 var cirka 1,3 miljarder kronor med en EBITDA-marginal på 57 procent. CAGR 2017-2019 blev cirka 26 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 20 miljarder kronor.

Frontier Developments PLC (FDEV) är en engelsk utvecklare av videospel. Frontier grundades 1994 och listades 2013. Spelen utvecklas via plattformen Cobra som gör att de lätt kan konverteras från PC till ett antal plattformar, såsom konsoler. Bolaget hade en rekordomsättning på cirka 1,1 miljarder kronor under 2019 (upp från cirka 400 miljoner de föregående två åren) med en EBITDA-marginal på 32 procent och en CAGR de senaste fem åren på höga 65 procent. CAGR 2016-2019 var cirka 65 procent. Bolaget har 500 anställda och ett börsvärde på 8,0 miljarder kronor.

Remedy Entertainment är en finländsk utvecklare och publicist av spel för PC och konsol. Bland de mer kända titlarna finns bland annat serien Max Payne. Bolaget grundades 1995 och listades 2017. I dag har Remedy cirka 250 anställda. Omsättningen 2019 var cirka 330 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt om 58 procent. EBITDA-marginalen var 23 procent. Marknadsvärdet uppgår till cirka 2,9 miljarder kronor.

Funcom utvecklar MMO- och rollspel, såsom Conan Exiles, för PC och konsol. Funcom grundades 1993 och har i dag cirka 150 anställda vid kontor i Norge och USA. Omsättningen 2019 var cirka 250 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt om minus cirka 20 procent. EBITDA-marginalen var cirka 46 procent. Marknadsvärdet uppgår till 1,2 miljarder kronor.

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

Adventure Boxes redovisade en nettoomsättning om 30 000 kronor för helåret 2019, varav allt är hänförligt till reklamintäkter från plattformen. Kostnadsbasen har ökat samtidigt som engångspost relaterad till listning tyngde EBIT-resultatet 2019. Vi räknar med stark tillväxt under de kommande åren allteftersom antalet användare ökar och nya intäktsmodeller implementeras. I basscenariot räknar vi med en brant tillväxt de kommande åren. Bolaget når break-even på EBITDA-nivå under 2023.

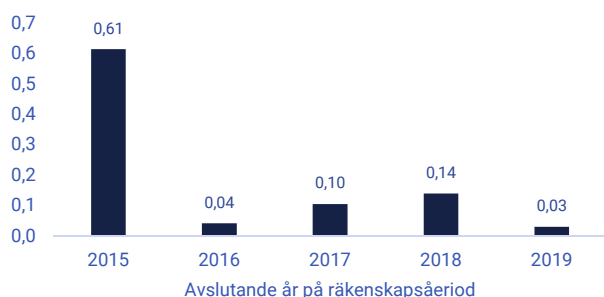
Finansiell historik

Historisk nettoomsättning

Nedan visas den historiska nettoomsättningen under perioderna 2014/15 till 2018/19. Redovisade nettoomsättning fram till och med 2018 är främst hänförligt till diverse mindre konsultuppdrag. Under 2019 (16 månader, september 2018 till december 2019) redovisades en nettoomsättning på 30 000 kronor. Dessa är hänförliga till reklamintäkter från plattformen.

Under utvecklingsfasen har nettoomsättningen varit låg.

Nettoomsättning 2014/15 till 2018/19 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Aggregerade reklamintäkter, till och med maj 2020 (kr)



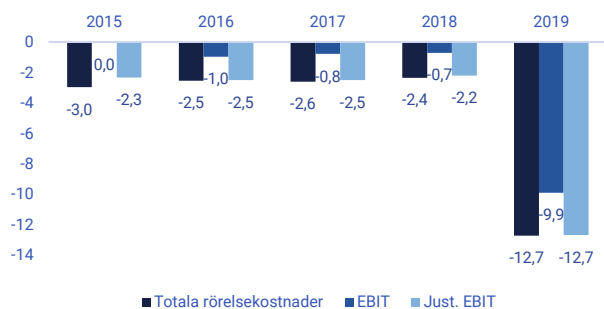
Källa: Bolagsinformation

Grafen till höger ovan visar aggregerade reklamintäkter till och med den sista maj, i linje med bolagets månatliga kommunikation. Vilket framgår hade bolaget genererat drygt 72 000 kronor i reklamintäkter till och med december 2019, vilket är drygt 42 000 kronor mer än vad bokslutet visade. Det beror på att det tar tid att erhålla utbetalningar från Google AdSense. Reklamrelaterade intäkter upptagna i räkenskaperna kommer således att släpa efter de siffror som bolaget redovisar på månadsbasis, uppskattningsvis med ett kvartal.

Historiska EBIT-resultat och rörelsekostnader

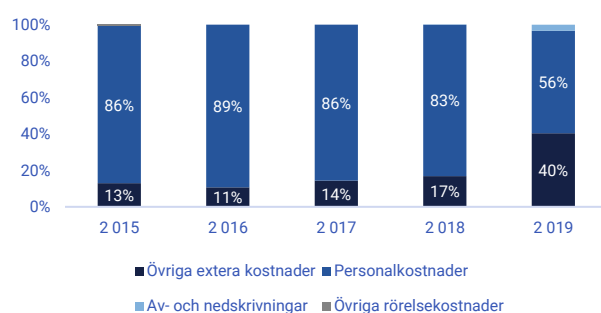
Det negativa EBIT-resultatet har tilltagit vilket beror på ökade kostnader hänförligt till bland annat en större personalstyrka och intensifierad marknadsföring. Engångskostnader i samband med listningen på Nasdaq First North pressade också EBIT-resultatet under 2019.

Rörelsekostnad och EBIT-resultat (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

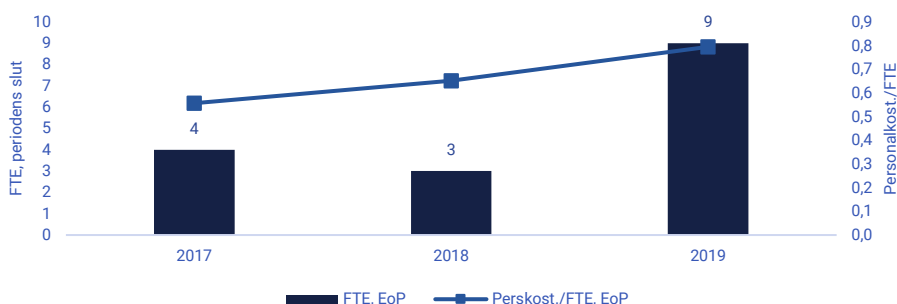
Fördelning rörelsekostnader



Källa: Bolagsinformation

Personalkostnader har under bolagets utvecklingsfas utgjort den största andel av de totala rörelsekostnaderna. Vid utgången av 2019 hade koncernen totalt nio fulltidsanställda (FTE). Den genomsnittliga kostnaden per FTE (personalkostnad dividerat med anställda vid periodens slut) var under 2019 cirka 0,45 miljoner kronor. Vid utgången av första kvartalet 2020 hade antalet FTE ökat till elva plus tre heltidskonsulter och fyra deltidskonsulter.

Personalkostnader (MSEK)



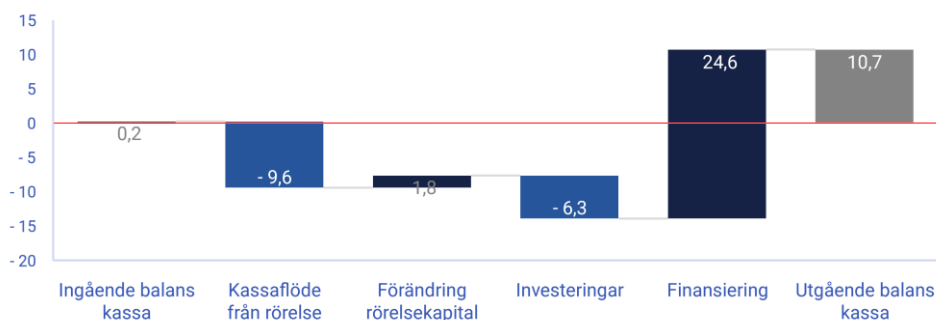
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Under föregående år var Övriga externa kostnader den största kostnadsposten som uppgick 2019 till 21,4 miljoner kronor. Posten inkluderar kostnadsposter som hyror etcetera men också direkta kostnader hänförliga till plattformen – så som marknadsföring, serverutrymme med mera.

Historiskt kassaflöde

Bolagets kassaflöde från den löpande verksamheten var minus 9,6 miljoner kronor under 2019 (16 månader). Under räkenskapsåret 2018 var motsvarande siffra minus 0,8 miljoner kronor. Under 2019 tog bolaget in extern finansiering om totalt 25,9 miljoner kronor före kostnader i form av nyemissioner. 2018 togs cirka 5,5 miljoner kronor in i nyemissioner. Per den 31 december 2019 uppgick bolagets kassa till 10,7 miljoner kronor. Per den 31 mars 2020 fanns 4,8 miljoner kronor i likvida medel. I april 2020 genomförde bolaget en nyemission som stärkte kassan med cirka 9,2 kronor.

Kassaflöde 2019 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Intäktsprognoser, basscenario

För att bygga intäktsprognoser har vi gjort avgörande antaganden om utveckling i anpassade nyckeltal nedan. Över tid har vi antagit att nyckeltalen närmar sig branschstandard.

- Utveckling i antalet webbesökare och månatliga aktiva användare (MAU)
- Utveckling av genomsnittlig intäkt per tusental reklamvisning (RPM) och reklamvisningar per MAU
- Utveckling av antal abonnemang och genomsnittlig intäkt per abonnemang (ARPA)
- Utveckling av genomsnittlig intäkt per användare (ARPU) och betalande användare (ARPPU)
- Genomsnittlig kostnad per MAU (CPI)

Antagen utveckling i antalet webbesökare och MAU

Bolaget har historiskt redovisat en bra tillväxt i antalet webbesökare. I maj 2020 hade bolaget drygt 2,1 miljoner webbesökare. Den genomsnittliga tillväxttakten per månad ligger på 57 procent sedan september 2019. Likt hela spelindustrin har tillväxten fått en skjuts av ett ökat hemmasittande i kölvattnet av Corona-krisen.

Givet den historiska utvecklingen sedan lanseringen i kombination med marknadsföringsinsatser bedöms en fortsatt god tillväxt i antal webbesökare som motiverat. Vidare har direkta konkurrenter som Roblox och KoGaMa redan skapat en marknad och en publik för konceptet, vilket rimligtvis underlättar tillväxten.

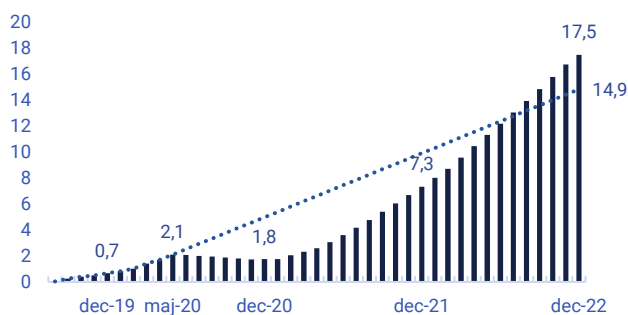
Vid en extrapolering med samma tillväxttakt som mellan april och maj 2020 i antalet webbesökare erhålles ett värde om 14,9 miljoner webbesökare vid utgång av 2022. Givet en tilltagande viral spridning modellerar vi med att antalet webbesökare ökar till 17,5 miljoner per december 2022. Notera hur vi antagit en negativ tillväxt i antalet webbesökare under de kommande månaderna som en effekt av att bolaget kommer att intensifiera marknadsföringen mot specifika kunder med hög avkastning. Se graf till vänster nedan. Ett alternativt scenario till det vi modellerar för är att bolaget utökar sin marknadsföringsbudget för att bibehålla tillväxtkurvan.

Bolagets historik och pågående marknadsföringsinitiativ motiverar en fortsatt god tillväxt i webbesökare och MAU.

MAU = Monthly Active Users

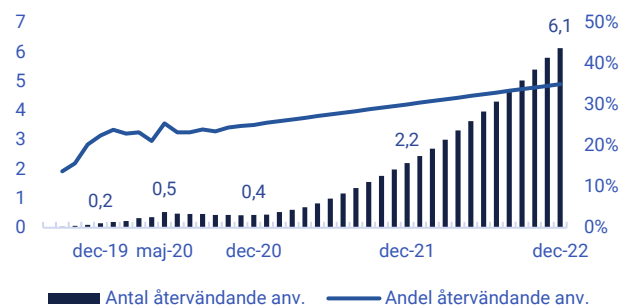
Tillväxten i antalet webbesökare kan backa givet att bolaget preciserar sin marknadsföring mot värdefulla "användartyper".

Antagen utveckling: Webbesökare, månadsbasis (miljoner)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagen utveckling: Återvänd. användare (milj.) och andel



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ovan till höger visas antagen utveckling av MAU som vi för tillfället har valt att motsvara återvändande besökare per månad som kommuniceras av bolaget. Enligt SimilarWeb hade Roblox cirka 560 miljoner webbesökare under mars 2020. Samma månad hade Roblox 134 miljoner månatliga användare – alltså motsvarande cirka 24 procent. Vi modellerar med att bolagets andel MAU av totalt antal webbesökare kan stiga upp mot 35 procent. Fördelen för Adventure Box motiveras av att bolagets plattform strömmas vilket vi bedömer reducera tröskeln till att börja spela för användarna.

35 procent av webbesökarna motsvarar alltså en MAU på cirka 6,1 miljoner under december 2022. MAU på 6,1 miljoner cirka 3,5 år efter lansering kan exempelvis ställas i relation till KoGaMa som i dag har fyra miljoner månatlig användare, sju år efter lansering. 6,1 miljoner månatliga användare kan också ställas i relation till tungt finansierade Roblox som enligt information tillhandahållen av bolaget hade 30 miljoner månatliga användare tre år efter lanseringen. Den snabba antagna tillväxten i MAU motiveras av att konceptet är väl

beprövat och att aktörer som Roblox redan har etablerat en bred publik. Möjligheten att importera miljöer från Minecraft antas också bidra till den snabba ökningen.

Nedan visas antagen utveckling i MAU under hela den prognostiserade perioden fram till december 2024. Som framgår modellerar vi med att bolaget har nästan 19 miljoner månatliga användare i december 2024. Det motsvarar drygt tolv procent av Roblox's 155 månatliga användare. Det är en bit under bolagets ambitioner men bedöms vara en rimlig förväntansbild givet den information som finns tillgänglig i dag. Den antagna tillväxtkurvan i MAU förutsätter att den vidareutveckling av plattformen som bolaget planerar för implementeras och mottas väl av användarna.

Vi har antagit att MAU stiger till 18,9 miljoner stycken vid utgången av 2024. Det är en bra bit under bolagets ambition men ändå ett aggressivt antagande givet den information som finns tillgänglig.

Antagen utveckling: Återvänd. användare (milj.) december 2019-2024



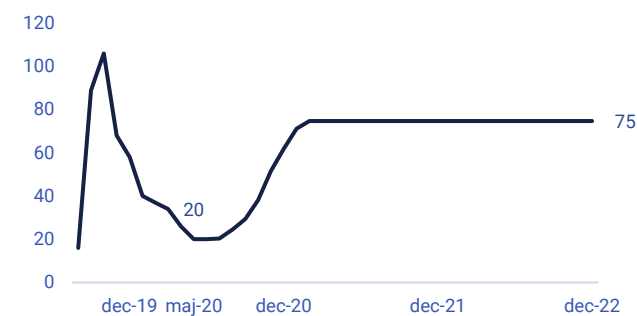
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagna intäkter från reklamvisningar

Antagna reklamintäkter är i vår modell en funktion av intäkt per tusen visningar (RPM), antal reklamvisningar och MAU. Enligt alphainvestors ligger genomsnittlig RPM mellan fem och tio USD för mitten segmentet. Under maj 2020 redovisade bolaget en RPM om 20 kronor. Som bolaget tidigare nämnt har plattformen numera stöd för reklam i videoformat, för vilka RPM är högre än för stillbilder (banners). Därför har vi antagit att RPM tilltar under de kommande åren för att stabilisera sig på 75 kronor per tusental visning redan i februari 2021. Se graf nedan till vänster.

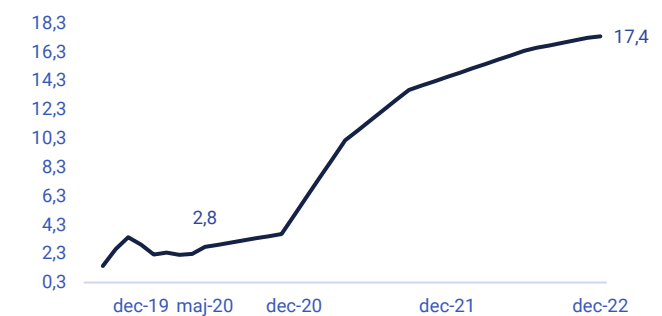
Reklamintäkter förväntas förbli begränsade även om den antagna intäkten per tusen visningar kan stiga.

Antagen utveckling: RPM (kronor)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagen utveckling: Antal reklamvisning per MAU



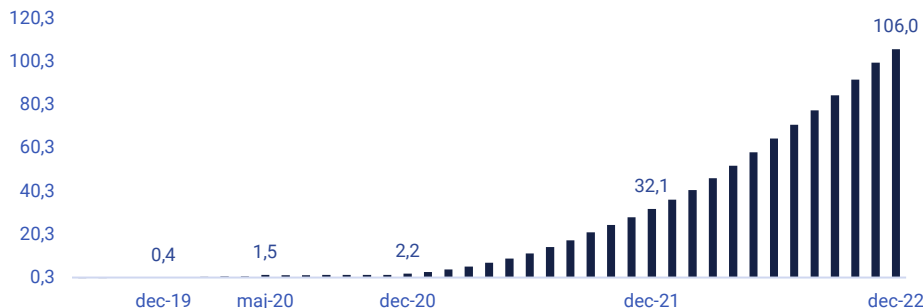
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fördelat på antalet MAU hade plattformen 2,8 visningar under maj. Vi har antagit att bolaget vidare intensifierar reklamvisningar på hemsidan efter att abonnemang lanseras – alltså, då ett alternativ för att undkomma reklam finns tillgängligt. Med intensifiering ökar reklamvisningar per MAU till 17,4 över tid. För att landa i denna siffra har vi antagit reklam i videoformat visas en gång innan en ny spelsession påbörjas. Vidare har vi antagit att den typiska/genomsnittliga månatligt aktiva användaren påbörjar fyra spelsessioner i veckan, alltså 16 påbörjade spelsessioner i månaden. Till 16 reklamvisningar per MAU har vi adderat 1,4 visningar hänförliga till att tre av fyra webbsökare, som inte är en MAU, ser på en reklamfilm.

Nedan visas antalet reklamvisningar på plattformen på månadsbasis beräknat genom att multiplicera antalet månatliga aktiva användare (utan abonnemang) med antalet reklamvisningar per månatligt månatligt aktiv användare.

Som nämnts bokförs reklamintäkter då dessa når bolagets kassa.

Antal reklamvisningar (miljoner stycken)

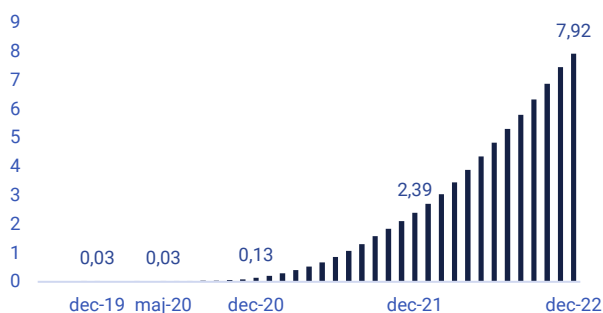


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan visas antagna reklamintäkt på månadsbasis och kvartalsbasis beräknad genom att multiplicera antalet reklamvisningar med genomsnittlig intäkt per (tusental) reklamvisning. Den exponentiella utvecklingen på månadsbasis är en samlad effekt av ökad RPM, tilltagande antal MAU och stigande antal reklamvisningar per MAU.

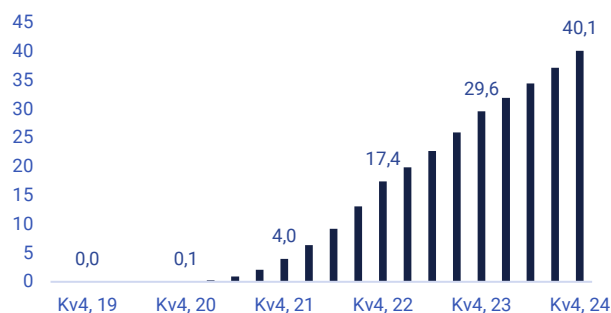
Reklam förväntas bli bolagets andra största intäktskälla.

Antagna månatliga reklamintäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagna kvartalsvisa reklamintäkter (MSEK)



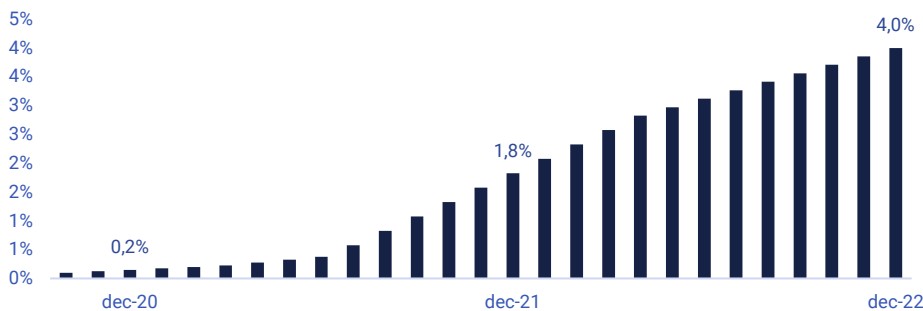
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagna intäkter från betalt innehåll

Som tidigare nämnts är det bolagets avsikt att lansera intäktssmodellen betalt innehåll under hösten 2020. I vår modell har vi antagit att detta sker i oktober 2020. Som bekant är det endast en liten andel av app-användare som faktiskt genomför köp-i-app. I vår modell har vi antagit att andelen av MAU som genomför köp-i-app är 0,1 procent i oktober 2020 då betalt innehåll är antaget att lanseras. Allteftersom innehåll att köpa ökar stiger andelen av MAU som genomför köp-i-app till fyra procent i december 2022 – se graf nedan.

Som nämnts under marknadsavsnittet menar 62 procent av app-utvecklare att intäkter erhålls från fem procent eller mindre av månatliga användare.

Antagen andel av MAU som är betalande



Källa: Carlsquare prognoser

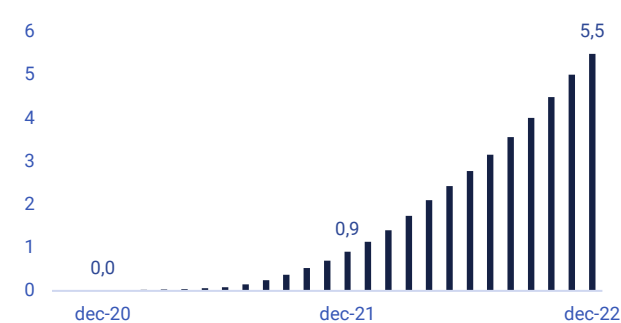
I rapporten "State of In-App Spending report" från 2016 publicerad av Appsflyer presenteras köpbeteendet bland över 100 000 app-användare. I denna framgår att den genomsnittliga användaren som genomför köp i en app, gör det för ett belopp motsvarande 9,6 USD per månad (ARPPU). Givet den låga åldern på bolagets huvudsakliga målgrupp antas köpkraften vara begränsad. Därför har vi justerat ned den antagna ARPPU med 75 procent till 2,4 USD eller 22,4 kronor per månad (där USD/SEK = 9,3).

ARPPU = Average Revenue per Paying User

Genom att multiplicera antalet betalande användare med antagen ARPPU om 22,4 kronor per månad blir intäkter från betalt innehåll cirka 0,9 miljoner kronor under december 2021. Intäkten från betalt innehåll ökar till 5,5 miljoner kronor under december 2022. Se graf till vänster nedan. Den exponentiella tillväxten för intäkter från betalt innehåll är en effekt av kombinationen av tilltagande antal MAU och ökad andel av MAU som betalar för innehåll.

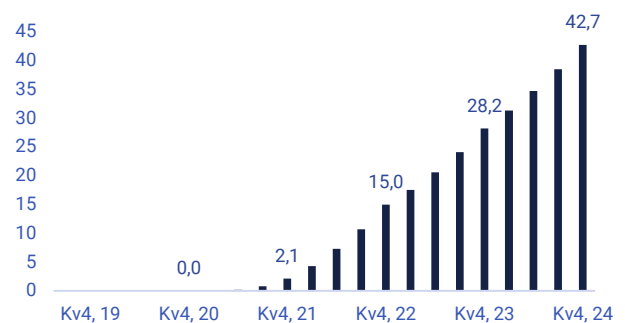
Betalt innehåll antas över tid bli bolagets största intäktskälla.

Antagna månatliga intäkter från betalt innehåll (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Antagna kvartalsvisa intäkter från betalt innehåll (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

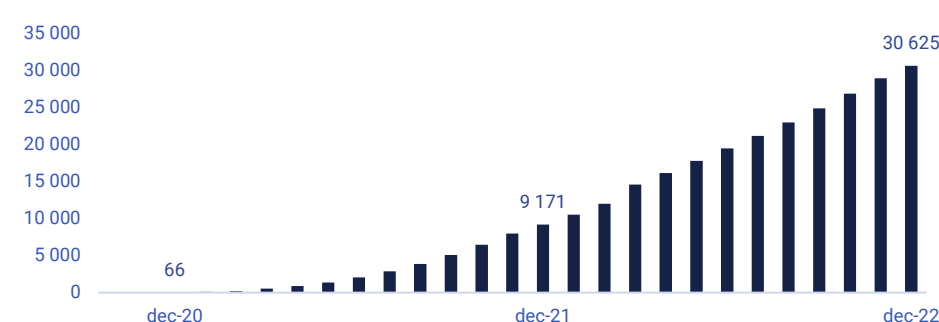
I graf till höger ovan framgår att intäkter från betalt innehåll stiger från 2,1 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2021 till 42,7 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2024.

Antagna intäkter från abonnemang

Som tidigare nämns är det bolagets avsikt att lansera intäktsmodellen abonnemang under hösten 2020. I vår modell har vi antagit att detta sker under november 2020. Enligt ett inlägg på Roblox nyhetssida från augusti 2019 hade Roblox runt två miljoner spelkreatörer. Det motsvarar två procent av de runt 100 miljoner månatliga användare som Roblox hade vid samma. Givet denna data har vi antagit att andelen av de månatliga användarna på Adventure Boxs plattform stiger från 22 stycken abonnemang i november 2020 till 30 625 abonnemang under december 2022, motsvarande 0,5 procent av antalet månatliga aktiva användare vid samma tillfälle.

Abonnemangsinntäkter är värdefulla då de är återkommande och därmed skapar förutsägbarhet i intäkterna.

Antalet abonnenter (stycken)

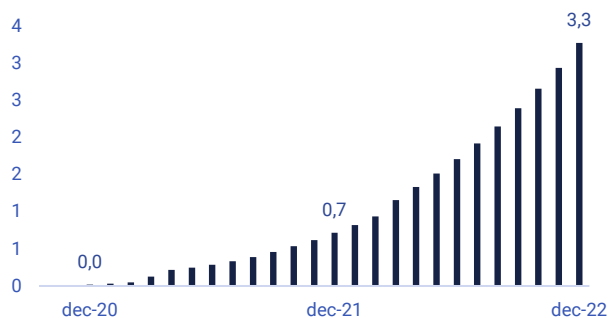


Källa: Carlsquare prognoser

Givet den unga målgruppen tror vi att Youtube har skapat en vana bland användare att se på reklam vid påbörjandet av en ny session. Därför resonerar vi att de som köper abonnemang i stor utsträckning motiverar sitt köp genom att göra en bra affär i växlingen mellan faktisk valuta och den fiktiva valutan i spelet, liksom vill ha tillgång till intäktsdelning. Därför har vi antagit att den genomsnittliga intäkten per abonnemang är konstant på 125 kronor över hela den prognostiserade perioden.

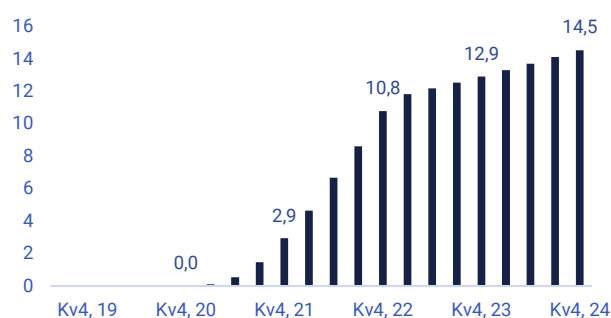
Nedan visas de antagna abonnemangsinträktarna på månadsbasis liksom på kvartalsbasis. Givet en månatlig intäkt på 3,3 miljoner i december 2022 blir den årliga återkommande intäkten (ARR) nästan 40 miljoner kronor på årsbasis. Givet modellen är det dock inte orimligt att bolaget kommer att ha en förhållandevis hög churn, alltså abonnenter som avslutar sina abonnemang.

Antagna månatliga intäkter från abonnemang (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Antagna kvartalsvisa intäkter från abonnemang (MSEK)



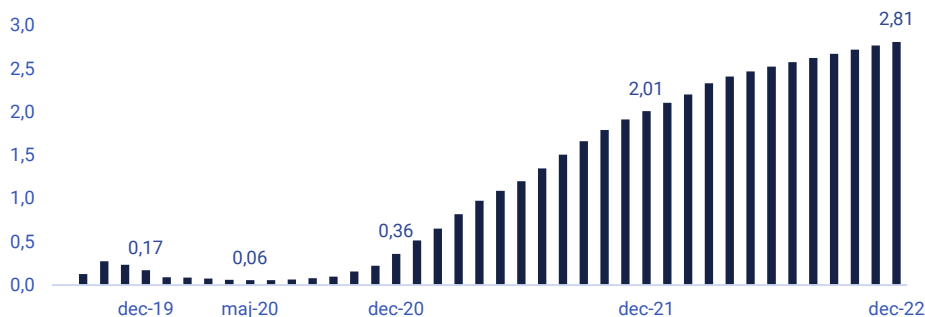
Källa: Carlsquare prognoser

Som framgår i graf till vänster är den antagna tillväxten i abonnemangsinträktarna exponentiell. I detta fall förklaras den exponentiella tillväxten av successivt tilltagande antal MAU och successivt stigande andel abonnenter av MAU. Givet en antagen hög churn avtar tillväxtkurvan under 2023.

Antagen utveckling i ARPU

För beräkning av ARPU, alltså genomsnittlig intäkt per användare för Adventure Box har vi inkluderat alla tilltänkta former av intäkter relaterade till spelplattformen; reklam, abonnemang och betalt innehåll före intäktsdelning.

ARPU



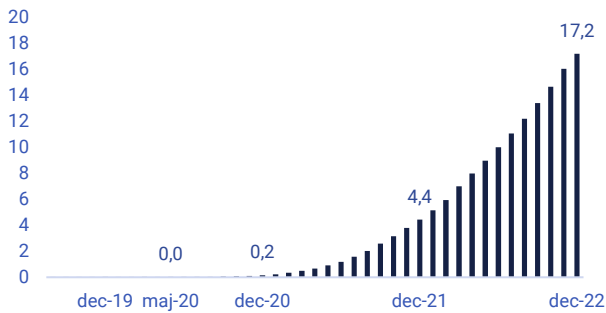
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår i graf ovan modellerar vi med att ARPU stiger till drygt 2,8 kronor under december 2022, alltså cirka 3,5 år efter lansering. I december 2024 modellerar vi med ARPU om knappt fyra kronor. Det är i nivå med Roblox som enligt bolaget har en ARPU om 0,42 USD i dag. Som bekant lanserade Roblox sin plattform för cirka 14 år sedan. Således kan ARPU-antagandet för Adventure Box förefalla vara aggressivt. Dock skall noteras att Roblox inte har reklam. Youtube släpptes för cirka 15 år sedan och har en ARPU om 0,63 USD enligt bolaget.

Totala intäkter från de tre intäktsmodellerna

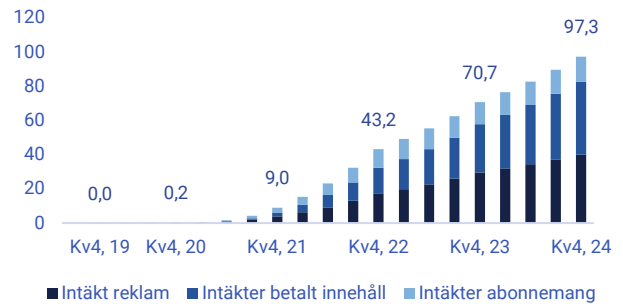
Som framgår i grafen nedan till vänster modellerar vi med att intäkterna på månadsbasis under december 2020 uppgår till 0,2 miljoner kronor. Till december 2022 har denna månatliga siffra ökat till 17,2 miljoner kronor. Andelen reklamintäkter utgör i dag 100 procent av de totala intäkterna. Vi förväntar som att denna andel minskar till cirka 46 procent till december 2022. Vid detta tillfälle utgör intäkter från betalt innehåll cirka 32 procent och intäkter från abonnemang cirka 22 procent.

Antagna månatliga intäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

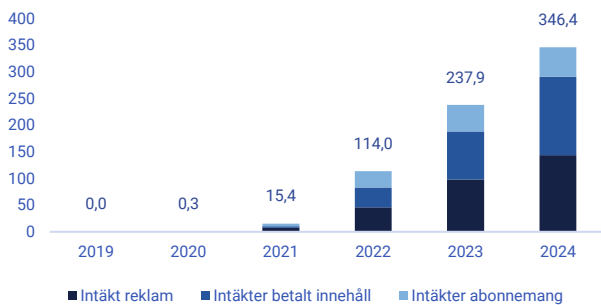
Antagna intäkter, kvartalsbasis (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

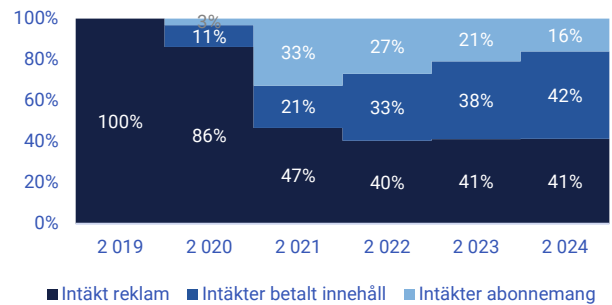
På kvartalsbasis ökar intäkterna från 0,2 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2020 till 9,0 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2021 och till 97,3 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2024. Se graf ovan till höger.

Antagna intäkter, årsbasis (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Fördelning intäkter, årsbasis



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

På årsbasis modellerar vi med blygsamma intäkter under 2020 som tilltar under 2021. Det stora lyftet kommer under 2022. På årsbasis utgör reklamintäkter 41 procent av de totala intäkterna under 2024.

För att det antagna scenariot skall kunna realiseras är det flera pusselbitar som måste falla på plats. Givet att reklam förväntas vara den andra stora intäktskällan är det absolut viktigt att antalet aktiva användare ökar och att reklamfunktionaliteten vidareutvecklas med videoinnehåll som kan driva RPM. Vidare är det av samma vikt att nya intäktsmodeller implementeras. Det är också viktigt att bolaget kan locka till sig rätt användare som kan betala för innehåll och abonnemang.

Kostnadsprognoser och antagen lönsamhet, basscenario

Övriga externa kostnader

I övriga externa kostnader har vi inkluderat de vanliga posterna som hyror och försäkringar, liksom marknadsföringskostnader, intäktsdelning, hosting-kostnader, transaktionskostnader med mera. I posten övriga externa kostnader bedömer vi att intäktsdelning och marknadsföring kommer att vara de två största.

Marknadsföring

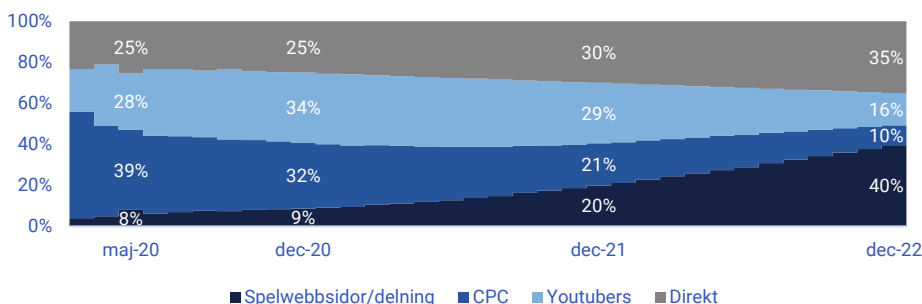
Rätt riktad marknadsföring bör kunna medföra en snabbare tillväxt av antalet månatliga aktiva användare och därmed förbättra förutsättningarna för intäktslyft. Bolaget särredovisar inte marknadsföringskostnader men denna post är rimligtvis en betydande del av bolagets kostnadsbas.

Marknadsföringskostnader bör betala sig

Samtidigt har bolaget redovisar marknadsföringskostnader för modeller där kostnad uppkommer vid klick på länk (CPC), så som Google Ads och Facebook. Som bekant var denna i maj 2020 nere på 0,11 kronor. Uppenbarligen har bolaget utvecklat ett bra metod/verktyg för att hålla CPC nere. Givet att bolaget kommer öka fokus på användare med ett högt förväntat värde/LTV så tror vi som bekant fokus för CPC-marknadsföringen kommer flyttas till de traditionella kanalerna. Det medför rimligtvis en högre CPC. I vår modell stiger CPC till 0,26 kronor – vilket fortfarande är en mycket låg nivå.

Som framgår i graf nedan tror vi att andelen webbesökare som kommer till sidan via CPC-modeller kommer att minska över tid. Det till förmån för trafik från Youtubers/sponsrat material, spelwebbsidor/delning och direkttrafik. Liksom direkttrafik betalar inte bolaget för trafik som kommer till sidan via delning.

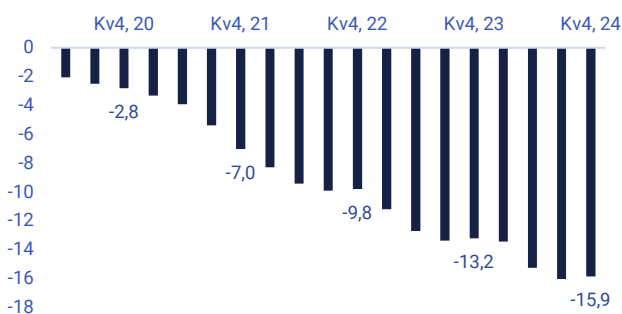
Källa, webbesökare och användare



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

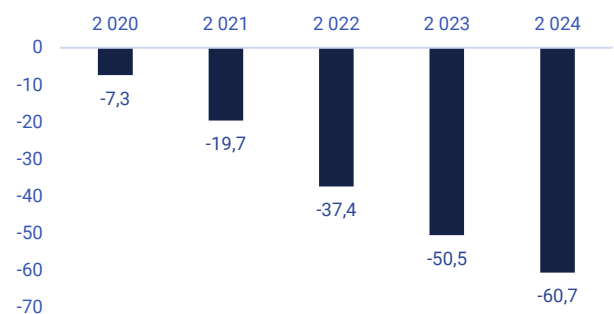
Kostnad per besökare från marknadsföring via Youtubers och sponsrat material etcetera har vi antagit ligger i genomsnitt på 1,1 kronor fram till 2022. Detta är en uppskattning baserat på tidigare nämnda prissättning för Youtubers och information om att ett av spelen skapad av en Youtuber har spelats av 50 000 användare. Nedan visas antagna marknadsföringskostnader på kvartals- och årsbasis.

Antagna marknadsföringskostnader (MSEK), kvartal



Källa: Carlsquare prognoser

Antagna marknadsföringskostnader (MSEK), år



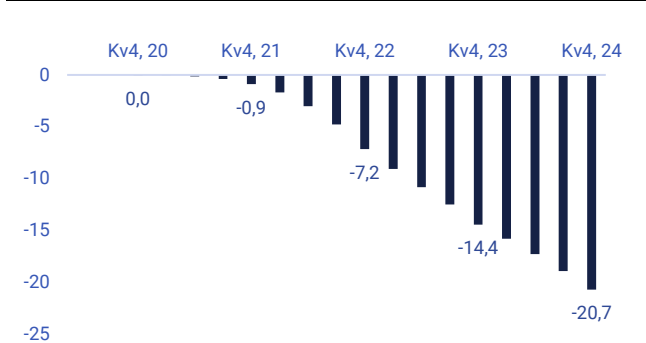
Källa: Carlsquare prognoser

Som framgår ökar marknadsföringskostnaderna för att upprätthålla den starka tillväxten i antalet användare men också för att bibehålla användare aktiva. Den genomsnittliga kostnaden per ny MAU (vad vi kallar CAC) faller över tid till knappt tio kronor under december 2022. Det som effekt av tilltagande viral spridning. Under december 2022 är ARPU cirka 2,8 kronor. Således måste varje ny MAU stanna på plattformen i cirka 3,5 månader för att den enskilda återvändande användaren skall vara lönsam.

Intäktsdelning

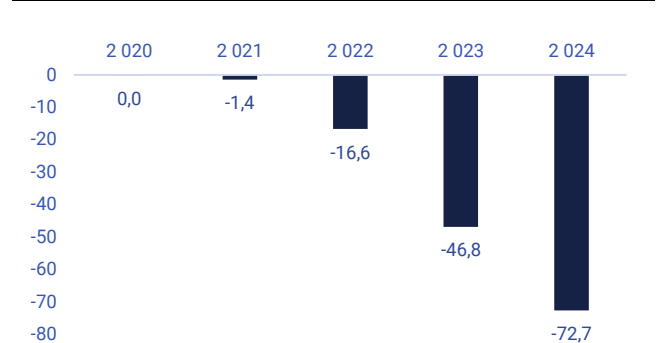
Roblox delar med sig av som lägst 25 procent av intäkterna vilket vi antagit att även Adventure Box kommer att göra. I vårt scenario lanseras den automatiserade versionen av intäktsdelning i november 2020. Från och med då har vi antagit att tre procent av de tillkommande intäkterna kommer från spel skapade av spelare som deltar i Adventure Box Pro, alltså har möjlighet att ta del av intäkterna. Denna andel ökar sedan successivt till 80 procent till december 2022.

Antagen intäktsdelning (MSEK), kvartalsbasis



Källa: Carlsquare prognoser

Antagen intäktsdelning (MSEK), årsbasis



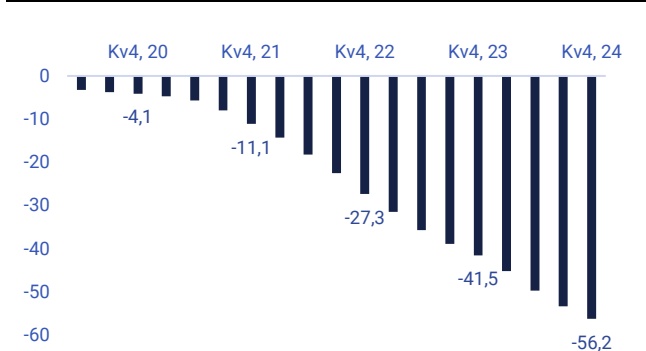
Källa: Carlsquare prognoser

Totala övriga externa kostnader

Nedan visas antagna totala övriga externa kostnader inkluderat även hostingkostnader om 0,1 kronor per webbesökare liksom transaktionsavgifter om två procent av intäkter från betalt innehåll och abonnemang.

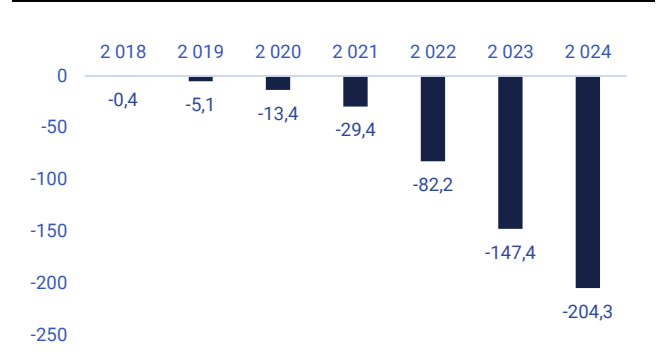
Bolagets teknik möjliggör för en stor mängd spelare på en enskild server vilket också håller kostnaderna nere.

Övriga externa kostnader (MSEK), kvartalsbasis



Källa: Carlsquare prognoser

Övriga externa kostnader (MSEK), årsbasis

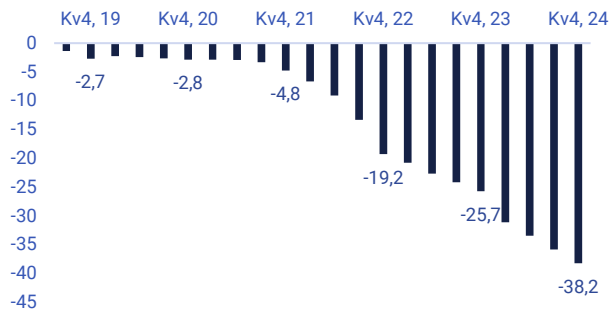


Källa: Carlsquare prognoser

Personalkostnader

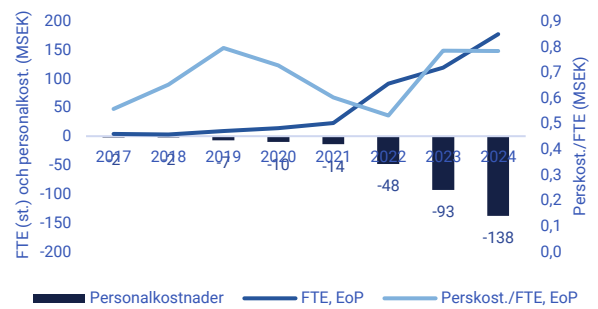
Som tidigare nämnts finns förutsättningar för viral spridning. Marknadsföringskostnaderna är förhållandevis låga vilket förklaras av den antagna virala spridningen. Men för att faktiskt erhålla den virala spridningen är det upp till bolaget att erbjuda en attraktiv upplevelse. Det kräver kontinuerlig proaktiv utveckling. Därmed bedömer vi att personalkostnader kommer att öka markant de kommande åren. När antalet användare ökar kommer bolaget behöva förstärka supportfunktioner liksom nya funktioner för att exempelvis säkerställa den unga publikens säkerhet. I dag är det högt tryck på duktiga programmerare till spelindustrin. Se grafer nedan för antagna personalkostnader.

Personalkostnader (MSEK), kvartalsbasis



Källa: Carlsquare prognoser

FTE (st.) och personalkostnader (MSEK), årsbasis



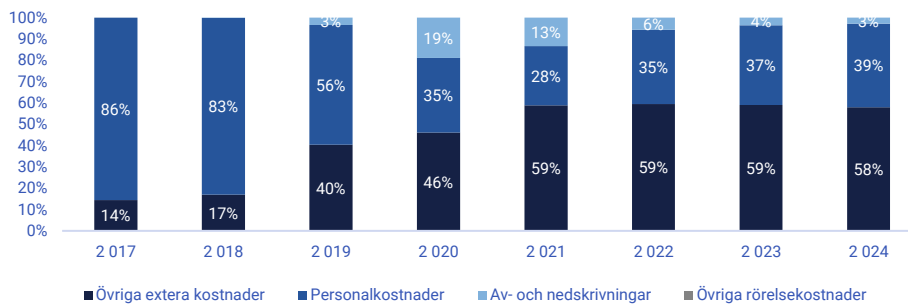
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I dag har Roblox runt 2 000 anställda enligt både LinkedIn och Craft.co. Det motsvarar cirka 80 000 månatliga användare per anställd. Roblox satsar mycket på att utveckla teknik som är indirekt kopplad till den befintliga verksamheten. Givet att bolaget fokuserar sin personalstyrka i större utsträckning modellerar vi med att en anställd motsvarar mellan 250 000 MAU och 170 000 MAU och varierar beroende på vart bolaget är i sin tillväxtkurva. Det medför att bolaget kan behöva utöka organisationen till omkring 90 anställda vid utgången av 2022 och runt 180 anställda vid utgången av 2024.

Antagen kostnadsfördelning

Nedan visas historisk och antagna kostnadsfördelning. Som framgår tror vi att övriga externa kostnader som inkluderar bland annat marknadsföring och intäktsdelning kommer vara den största kostnadsposten följt av personalkostnader.

Fördelning kostnader, årsbasis



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antagen resultaträkning

Nedan visas utdrag från den historiska och antagna resultaträkningen. Bolaget blir i det antagna scenariot inte lönsamt under den prognostiserade perioden givet bolagets ambition, att bli världens största spel/spelplattform med runt 300 miljoner användare.

Historisk och prognostiserad resultaträkning (MSEK)

	2018/19*	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoomsättning	0,0	0,3	15,4	114,0	237,9	346,4
Tillväxt	-79%	1046%	4391%	638%	109%	46%
Totala intäkter	2,8	3,0	18,0	116,4	240,2	348,5
Tillväxt	71%	7%	496%	548%	106%	45%
EBITDA	-9,5	-19,5	-25,3	-14,1	-0,5	5,7
Just. EBITDA	-12,3	-22,2	-27,8	-16,5	-2,7	3,6
Just. EBITDA-marginal	-40843%	-6460%	-180%	-14%	-1%	1%
EBIT	-9,9	-25,0	-32,0	-21,9	-9,3	-4,1
Just. EBIT	-12,7	-27,7	-34,5	-24,3	-11,6	-6,3
Just. EBIT-marginal	-42277%	-8058%	-223%	-21%	-5%	-2%
EBT	-10,1	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Just. EBT	-12,9	-27,8	-34,6	-24,8	-12,6	-7,7
Just. EBT-marginal	-43043%	-8088%	-224%	-22%	-5%	-2%
Resultat efter skatt	-10,1	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Just. resultat efter skatt	-12,9	-27,8	-34,6	-24,8	-12,6	-7,7
Just. nettomarginal	-43043%	-8088%	-224%	-22%	-5%	-2%
EPS kr	-1,96	-2,44	-2,58	-1,61	-0,71	-0,38
EPS (just.) (kr)	-2,50	-2,70	-2,78	-1,79	-0,87	-0,52

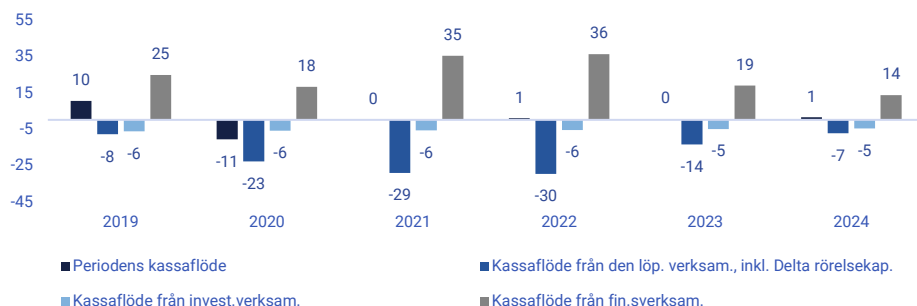
*16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde och finansiering

Vi bedömer att bolagets kassaflöde från den löpande verksamheten kommer fortsatt att vara negativt under de kommande åren. Kassaflödet tyngs av kostnads massa som vi har antagit kommer öka parallellt med tillväxt för att växa hållbart. Kontinuerliga investeringar i vidareutveckling bedöms alltså vara oundvikliga. Nedan visas historiskt och prognostiserat kassaflöde.

Bolaget kommer med hög sannolikhet att behöva göra fler nyemissioner.

Antaget kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Per den 31 mars 2020 uppgick kassan till 4,8 miljoner kronor. I april 2020 stärktes kassan genom en riktad nyemission med ytterligare cirka 9,2 miljoner kronor. Vid utgången av andra kvartalet 2020 uppskattar vi att kassan är cirka åtta miljoner kronor.

Dock kommer kassaflödet från den löpande verksamheten att förbli negativt under tillväxtfasen. Det innebär att vi räknar med att bolaget kommer att behöva ta in ytterligare externt kapital. Vi räknar vi med att bolaget tar in ytterligare netto drygt cirka tio miljoner under innevarande år. Under 2022 modellerar vi med att bolaget tar in netto cirka 35 miljoner kronor och under 2021 netto cirka 36 miljoner kronor. Vi räknar med stigande aktiekurs vilket reducerar utspädningen i linje med antagen tillväxt.

Teckningsoptioner tillhörande incitamentsprogram

Bolaget har två utestående serier av teckningsoptioner tillhörande incitamentsprogram. Teckningsoptioner av serie B förfaller den 1 oktober 2020 med en teckningskurs på 20 kronor. Vid teckning tillförs bolaget cirka 2,2 miljoner kronor vilket medför en utspädning om cirka 1,2 procent. Teckningsoptioner av serie C förfaller den 9 maj 2022 med en teckningskurs om 9,4 kronor. Vid teckning tillförs bolaget cirka 2,7 miljoner kronor vilket medför en utspädning om cirka tre procent. De båda optionsprogrammen saknar i dag ett realvärde. Vi har således inte inkluderat något likviditetstillskott eller utspädning från dessa.

Teckningsoptioner tillhörande finansieringsprogram

Bolaget har också utestående teckningsoptioner tillhörande ett finansieringsprogram för tidigare ägare. Dessa ger i en första omgång möjlighet att teckna aktier mellan den 1 april 2020 till den 30 september 2021 till en lösenkurs om 16 kronor. Vid full teckning inbringar dessa cirka 20,9 miljoner kronor och medför en utspädning om cirka 12,5 procent. I dag saknar dessa teckningsoptioner ett realvärde och vi har således inte inkluderat likviditetstillskott eller utspädning från dessa.

Värdering

I en DCF-modell beräknar vi ett motiverat värde per aktie i basscenariot till 11,2 kronor för de kommande sex månaderna. Det efter tillskjuten finansiering för tillväxt med tillhörande antagen utspädning under åren 2020-2024. I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie om 16,0 kronor och i Bear-scenariot är värdet per aktie 6,3 kronor för de kommande sex månaderna.

DCF-värdering

I en ansats att värdera Adventure Box har vi nuvärdesberäknat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell. Det förväntade kassaflödet under den prognostiserade perioden 2020-2024 har nuvärdesberäknats med en diskonteringsränta om 21,8 procent. Nuvärdet av det förväntade kassaflödet under denna period är negativt.

För att beräkna evighetsvärdet/restvärdet har vi applicerat en "exit-multipel", vilken motsvarar två jämförelsegruppers viktade medianvärde för EV/Sales-multipel om 2,1x. Restvärdet har sedan nuvärdesberäknats med en diskonteringsränta om 25 procent. Genom denna metod beräknas rörelsevärdet (EV) till 160,9 miljoner kronor. Till rörelsevärdet har vi adderat en antagen nettokassa per den 30 juni 2020 om cirka 4,6 miljoner kronor. Aktievärdet hänförligt till aktieägare i moderbolaget beräknas därmed till cirka 165,4 miljoner kronor. Det kan jämföras med dagens marknadsvärde på cirka 88 miljoner kronor.

I dag uppgår antalet utestående aktier till knappt cirka 10,6 miljoner stycken. Givet de nyemissioner som vi antagit ökar antalet aktier i bolaget till 14,7 miljoner stycken (notera att vi antagit en stigande aktiekurs i linje med tillväxt). Genom att dividera det totala aktievärdet med antalet utestående aktier efter antagna nyemissioner beräknas ett värde per aktie om 11,2 kronor för de kommande sex månaderna. Det motsvarar en potentiell uppsida om cirka 36 procent. Värdet per aktie hålls tillbaka av utspädning från antagen finansiering.

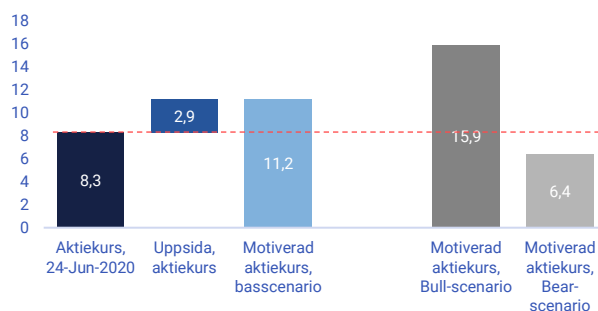
I vår DCF-modell beräknar vi ett motiverat värde om 11,2 kronor per aktie i ett basscenario. I ett Bull-scenario beräknas det motiverade värdet till 15,9 kronor och i Bear-scenariot till 6,4 kronor för de kommande sex månaderna.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-101,8	Riskfri ränta, prognostiserad period	0,0%	CAGR, 2019-2024	549,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	262,7	Marknadsriskpremie	6,8%	Just. EBITDA-marginal, 2024	1,0%
Rörelsevärde (EV)	160,9	Småbolagspremie	4,2%	Just. EBIT-marginal, 2024	-1,8%
		Beta	1,2x	Exit EBIT-multipel (TV)	2,1x
Kassa	7,8	Avkastningskrav, EK	13,2%	Skattesats	20,6%
Räntebärande skulder	-3,2			Bolagsspec. tillägg	65% av Re
Aktievärde	165,4	Skattejust. kreditränta	-2,8%	Disk.ränta, TV	25%
		Beläningsgrad	0,0%		
Befintligt antal aktier	10,6			<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Nya akter efter emissioner	4,1	WACC	13,2%	EV/sales, 2021P	10,4x
Antalet aktier	14,7	Bolagsspec. Tillägg	8,6%	EV/EBITDA, 2021P	n.m.
				P/S, 2021P	10,7x
Värde per aktie, basscenario	11,2	Disk.ränta	21,8%	P/E, 2021P	n.m.

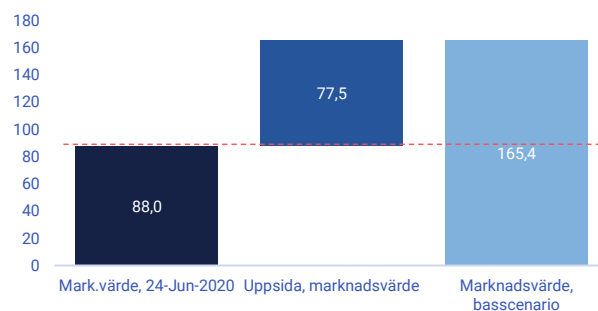
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Motivering diskonteringsräntor

Diskonteringsräntan för nuvärdesberäkning av det prognostiserade kassaflödet under den prognostiserade perioden är beräknat med en riskfri ränta om noll procent. Marknadsriskpremierna är antagna till 6,8 procent i linje med PwC:s "Riskpremierna på den svenska aktiemarknaden" från mars 2019. Småbolagspremierna är antagna till 4,2 procent, även det i linje med tidigare nämnda rapport från PwC. Vidare har vi antagit ett beta om 1,2x och att bolaget finansierar sig med 100 procent eget kapital. Med en hög osäkerhet i det antagna scenariot givet den korta historien och liten mängd data att basera slutsatser på har vi adderat ett bolagsspecifikt premie till avkastningskravet om 8,6 procent. Den bolagsspecifika premien motsvarar 65 procent av avkastningskravet beräknat med CAPM. Genom denna metod beräknas diskonteringsräntan till 21,8 procent.

För diskonteringsräntan använd för att nuvärdesberäkna restvärdet har vi antagit en normaliserad riskfri ränta om två procent. Den bolagsspecifika premien är antagen till 9,8 procent. Åter motiveras den bolagsspecifika premien av den höga osäkerheten i det antagna scenariot.

Motivering exit-multipl

För att landa i en exit-multipl att applicera på antagen försäljning 2024 har vi kombinerat EV/Sales-multiplerna för milbilspelsutvecklare med EV/Sales-multiplerna för PC-spels utvecklare i ett viktat genomsnitt.

Tidigare nämnda grupp av större milbilspelsutvecklare handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipl för prognostiserad försäljning 2020 om 1,7x. Gruppen av större utvecklare av främst PC-spel handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipl för prognostiserad försäljning 2020 om 5,5x.

Givet att bolagets affärsmodell och enkelheten i spelen i hög utsträckning påminner om företag som utvecklar spel till mobilen har vi applicerat en vikt om 90 procent till milbilspelsutvecklare vars EV/sales-multipl är 1,7x. Då den huvudsakliga plattformen i dag är PC har vi applicerat en vikt om 10 procent till PC-spelsutvecklare vars EV/Sales-multipl är 5,5x.

$$90\% \times 1,7x + 10\% \times 5,5x = 2,1x$$

På nästa sida går vi igenom värdering av listade bolag med verksamhet som påminner om den som bolaget bedriver liksom multiplar.

Bull och Bear

För att landa i ett motiverat värde i ett Bull-scenariot har vi applicerat en exit-multipl om 2,6x på den antagna försäljningen 2024. Vi har också justerat upp de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 3,2 procent år 2024. I detta scenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 15,9 kronor.

I Bear-scenariot har vi applicerat en exit-multipl om 1,6x på den antagna försäljningen 2024. Vi har också justerat ned de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på minus 6,8 procent år 2024. Givet detta scenario landar det motiverade värdet på 6,4 kronor per aktie.

Scenarioanalys, olika exit-multiplar och justerad EBIT-marginal (kr)

	1,1x	1,6x	2,1x	2,6x	3,1x
8,2%	3,5	7,8	12,1	16,4	20,7
3,2%	3,1	7,3	11,6	15,9	20,2
-1,8%	2,6	6,9	11,2	15,4	19,7
-6,8%	2,1	6,4	10,7	15,0	19,3
-11,8%	1,6	5,9	10,2	14,5	18,8

Källa: Carlsquare prognoser

Samtliga våra scenarion är avhängigt av att bolaget kan erhålla den finansiering som krävs för att expandera affären.

Jämförbara företag, Mobilspel

Nedan visas tidigare nämnda företag som fokuserar på utveckling och publicering av mobilspel. Som framgår ligger medianförsäljningen under 2019 på tre miljarder kronor. Medianvärdet för EBITDA-marginalen samma år är cirka 15 procent.

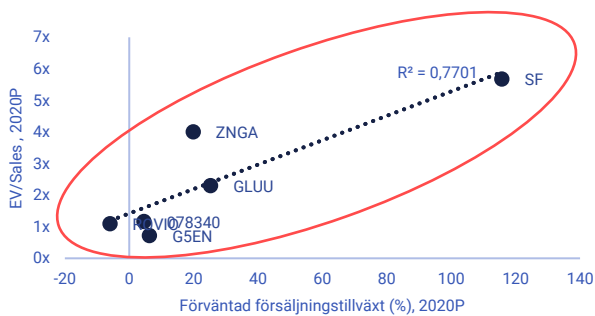
Mogna mobilspeletsutvecklare/publicister (MSEK)

Bolag	Land	MCap	Sales, 2019	Sales, 2020P	EBITDA-mar. 2019	EBITDA-mar. 2020P	EV/Sales, LTM	EV/Sales, 2020P	EV/Sales, 2021P	EV/EBITDA, LTM	EV/EBITDA, 2020P	EV/EBITDA, 2021P
Com2uS Corp	KR	10 594	3 835	3 738	28%	30%	1,5x	1,2x	0,8x	5,3x	4,0x	2,6x
G5 Entertainment	SE	1 805	1 233	1 311	14%	17%	1,3x	0,8x	0,7x	9,4x	4,6x	4,0x
Glu Mobile Inc	US	14 665	4 057	4 863	10%	11%	3,5x	2,2x	1,9x	237,5x	20,8x	14,8x
Rovio Entertainment	FI	4 684	3 027	2 851	15%	18%	1,2x	1,1x	1,0x	8,9x	6,1x	5,0x
Stillfront Group AB	SE	27 428	1 967	4 240	38%	41%	13,2x	5,8x	4,8x	28,0x	14,1x	10,9x
Zynga Inc	US	85 002	14 990	17 206	21%	21%	5,8x	4,0x	3,4x	NULL	19,2x	15,6x
MAG Interactive AB	SE	702	173	NULL	3%	NaN	3,1x	NaN	NaN	37,6x	NaN	NaN
Median		10 594	3 027	3 989	15%	19%	3,1x	1,7x	1,4x	18,7x	10,1x	7,9x
Average		20 697	4 183	5 701	18%	23%	4,2x	2,5x	2,1x	54,4x	11,5x	8,8x
Max		85 002	14 990	17 206	38%	41%	13,2x	5,8x	4,8x	237,5x	20,8x	15,6x
Min		702	173	1 311	3%	11%	1,2x	0,8x	0,7x	5,3x	4,0x	2,6x

Källa: Thomson Reuters Eikon

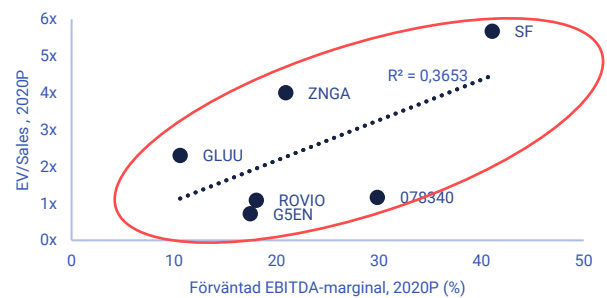
Medianvärdet för gruppens EV/Sales-multipel för prognostiserad försäljning 2020 är 1,7x.

EV/Sales och förväntad tillväxt 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

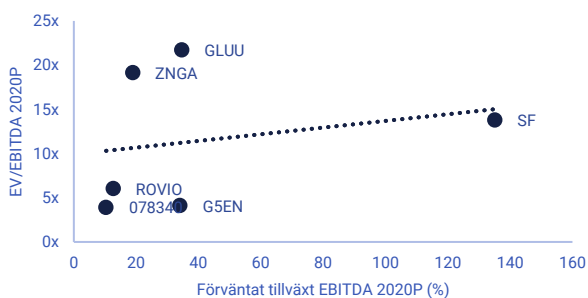
EV/Sales och förväntad EBITDA-marginal 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

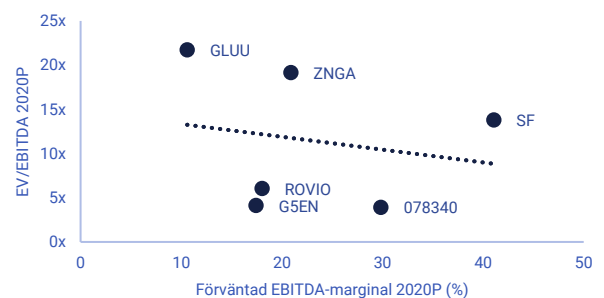
Medianvärdet för gruppens EV/EBITDA-multipel för prognostiserad EBITDA-resultat 2020 är 10,1x.

EV/EBITDA och förväntad EBITDA-tillväxt 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

EV/EBITDA och förväntad EBITDA-marginal 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

Jämförbara företag med fokus på PC-spel

Nedan visas tidigare nämnda företag som fokuserar på utveckling och publicering av PC-spel. Som framgår ligger medianförsäljningen under 2019 på 16,2 miljarder kronor. Medianvärdet för EBITDA-marginalen samma år är cirka 38 procent.

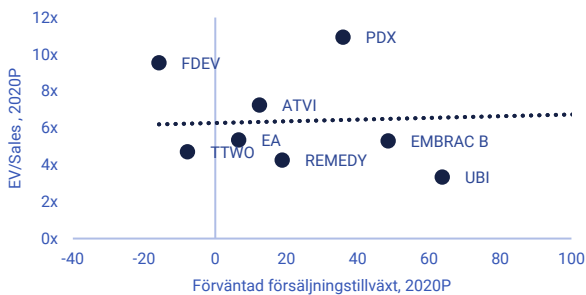
Mogna mobilspeleutvecklare/publicister (MSEK)

Bolag	Land	MCap	Sales, 2019	Sales, 2020P	EBITDA-mar. 2019	EBITDA-mar. 2020P	EV/Sales, LTM	EV/Sales, 2020P	EV/Sales, 2021P	EV/EBITDA, LTM	EV/EBITDA, 2020P	EV/EBITDA, 2021P
Activision Blizzard	US	547 297	61 466	65 864	38%	39%	8,6x	7,1x	6,5x	24,6x	18,1x	16,0x
Electronic Arts	US	350 342	51 263	51 793	35%	36%	6,0x	5,5x	5,0x	20,4x	15,7x	14,2x
Take-Two Interac.	US	151 784	28 648	25 276	25%	22%	4,6x	4,8x	3,8x	21,7x	22,2x	15,2x
Ubisoft Ent.	FR	88 191	16 247	26 846	43%	43%	5,5x	3,3x	3,0x	13,5x	7,5x	6,3x
CD Projekt	PL	91 506	1 257	8 898	42%	72%	60,4x	9,6x	13,9x	125,6x	13,3x	18,9x
Embracer Group	SE	38 205	5 249	7 798	35%	41%	6,9x	5,4x	4,3x	19,8x	13,0x	10,6x
Paradox Interact.	SE	20 454	1 289	1 752	57%	58%	13,9x	12,2x	10,9x	23,7x	20,9x	18,6x
Frontier Develop.	GB	8 001	1 069	884	32%	39%	12,0x	9,2x	7,8x	37,8x	23,4x	20,7x
Remedy Ent.	FI	2 904	333	410	23%	31%	8,3x	4,3x	3,4x	35,6x	14,0x	10,2x
Funcom SE	NO	1 220	252	NULL	46%	NULL	4,7x	NaN	NaN	10,2x	NaN	NaN
Median		91 506	16 247	25 276	38%	41%	6,9x	5,5x	5,0x	21,7x	15,7x	15,2x
Average		183 968	23 631	26 890	39%	44%	15,1x	6,8x	6,8x	35,6x	15,8x	14,2x
Max		547 297	61 466	65 864	57%	72%	60,4x	12,2x	13,9x	125,6x	22,2x	18,9x
Min		20 454	1 257	1 752	25%	22%	4,6x	3,3x	3,0x	13,5x	7,5x	6,3x

Källa: Thomson Reuters Eikon

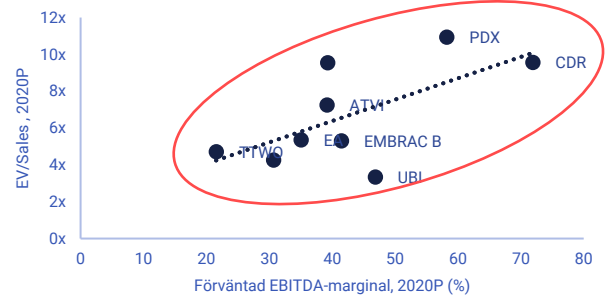
Medianvärdet för gruppens EV/Sales-multipel för prognostiserad försäljning 2020 är 5,5x.

EV/Sales och förväntad tillväxt 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

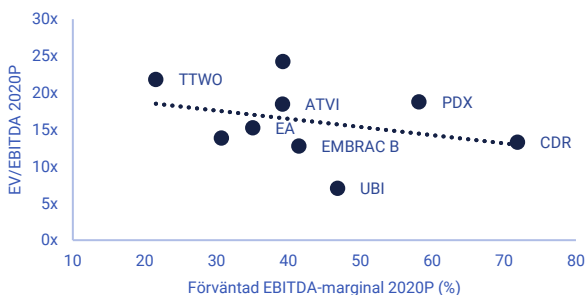
EV/Sales och förväntad EBITDA-marginal 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

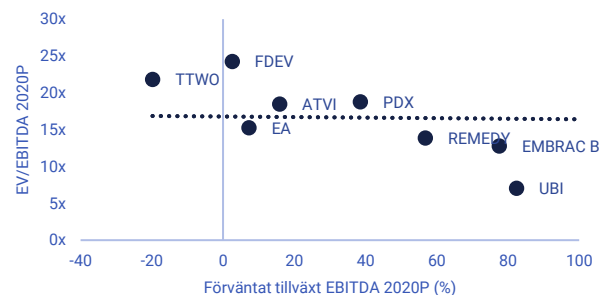
Medianvärdet för gruppens EV/EBITDA-multipel för prognostiserad EBITDA-resultat 2020 är 15,7x.

EV/EBITDA och förväntad EBITDA-tillväxt 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

EV/EBITDA och förväntad EBITDA-marginal 2020P



Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare

Risker

Som nämnts vid flertalet tillfällen är risken hög under den tidiga kommersialiseringsfasen som bolaget befinner sig i. De kommande 12 månaderna kommer ge vidare signaler på om bolaget kan konvertera sina användare till betalande användare. Utfall kan givetvis bli både bättre och sämre än det scenario vi modellerar för.

Vi bedömer att tillväxtkurvan i antalet webbesökare kommer falla tillbaka under de kommande månaderna. Det då bolaget kommer fokusera om sin marknadsföring mot användare med ett högt förväntat LTV. Det är ett praktexempel på hur bolagets begränsade resurser hämmar bolagets tillväxt – hade bolaget haft en starkare finansiell ställning hade bolaget sannolikt ökat marknadsföringskostnaderna för att bibehålla tillväxttakten.

Under de kommande åren kommer bolaget behöva genomföra flera finansieringsrundor för att realisera på tillväxten och anpassa organisationen i linje med ambitionen. Att pengar kan tas in är inte garanterat. Vid kapitalanskaffning via nyemission påverkas förmågan att ta in pengar av hur bolagets aktie värderas. Det i den mening att ett högt värde medför en lägre utspädning relativt om bolaget skulle behöva ta in pengar på låg värdering.

Adventure Box tillväxtresa och intäkter är beroende av att lansering av ny funktionalitet lanseras. Utveckling tar inte sällan längre tid än vad som är den initiala förväntansbilden.

Bolagets plattform strömmas som bekant i webbläsaren på mobila enheter liksom på PC. Det har både fördelar och nackdelar. Bolaget kan behöva utveckla en app för vissa marknader. Det adderar ytterligare utvecklingstid och reducerar marginalen då bolaget behöver dela med sig till distributör (läs App Store eller Google Play).

Bolagets teknik har i testmiljö rimligtvis stresstestats. Dock ställer det höga krav på tekniken när bolaget växer och antalet användare som spelar samtidigt på plattformen växer.

Reklam innehåll styrs i dag av extern part. Det innebär att bolaget inte kontrollerar vilken typ av reklam som visas på hemsidan. Vidare behöver bolaget ha processer och funktioner för att säkerställa barn och ungdomars säkerhet på plattformen. Badwill påverkar bolaget negativt.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	0,1	0,0	0,3	15,4	114,0	237,9	346,4
Aktiverat arbete	1,4	2,4	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Totala intäkter	1,6	2,8	3,0	18,0	116,4	240,2	348,5
Övriga externa kostnader	-0,4	-5,1	-12,4	-29,4	-82,2	-147,4	-204,3
Personalkostnader	-2,0	-7,2	-10,2	-13,8	-48,3	-93,2	-138,5
Av- och nedskrivningar	0,0	-0,4	-5,5	-6,7	-7,8	-8,9	-9,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,7	-9,9	-25,0	-32,0	-21,9	-9,3	-4,1
Just. EBIT	-2,2	-12,7	-27,7	-34,5	-24,3	-11,6	-6,3
EBITDA	-0,7	-9,5	-19,5	-25,3	-14,1	-0,5	5,7
Just. EBITDA	-2,2	-12,3	-22,2	-27,8	-16,5	-2,7	3,6
Finansnetto	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-1,0	-1,4
EBT	-0,8	-10,1	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Just. EBT	-2,3	-12,9	-27,8	-34,6	-24,8	-12,6	-7,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	-0,8	-10,1	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Just. resultat efter skatt	-2,3	-12,9	-27,8	-34,6	-24,8	-12,6	-7,7
Hänförligt till moderbolaget	-0,8	-10,1	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Hänförligt till intressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	33%	-79%	1046%	4391%	638%	109%	46%
Totala intäkter	-10%	71%	7%	496%	548%	106%	45%
EBITDA	9%	-1231%	-106%	-29%	44%	97%	1328%
Just. EBITDA	11%	-453%	-81%	-25%	41%	83%	230%
EBIT	9%	-1287%	-153%	-28%	31%	58%	56%
Just. EBIT	11%	-472%	-118%	-24%	29%	52%	46%
EBT	4%	-1246%	-148%	-28%	30%	54%	46%
Just. EBT	10%	-472%	-115%	-24%	28%	49%	39%
Resultat efter skatt	4%	-1246%	-148%	-28%	30%	54%	46%
Just. resultat efter skatt	10%	-472%	-115%	-24%	28%	49%	39%
Marginaler	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	-43%	-338%	-649%	-141%	-12%	0%	2%
Just. EBITDA-marginal	-1587%	-40843%	-6460%	-180%	-14%	-1%	1%
EBIT-marginal	-43%	-353%	-831%	-178%	-19%	-4%	-1%
Just. EBIT-marginal	-1588%	-42277%	-8058%	-223%	-21%	-5%	-2%
EBT-marginal	-46%	-361%	-834%	-179%	-19%	-4%	-2%
Just. EBT-marginal	-1616%	-43043%	-8088%	-224%	-22%	-5%	-2%
Vinstmarginal	-46%	-361%	-834%	-179%	-19%	-4%	-2%
Just. Vinstmarginal	-1616%	-43043%	-8088%	-224%	-22%	-5%	-2%

Källa: Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Anläggningstillgångar							
Immateriella anläggningstillgångar	19,0	25,0	25,4	24,6	22,2	18,3	13,2
Materiella anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Summa anläggningstillgångar	19,1	25,0	25,5	24,6	22,4	18,6	13,4
Omsättningstillgångar							
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar & andra fordringar	0,1	0,8	0,3	6,0	28,5	46,6	64,2
Kassa och bank	0,2	10,7	-0,1	0,1	0,9	1,2	2,6
Summa omsättningstillgångar	0,3	11,5	0,3	6,0	29,4	47,8	66,7
Summa tillgångar	19,5	36,4	25,7	30,7	51,7	66,4	80,2
Eget kapital							
Aktiekapital	0,1	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,5
Övrigt eget kapital	8,9	15,0	16,2	16,2	16,2	16,2	16,2
Övrigt tillskjutet kapital	18,8	43,9	61,8	96,7	132,6	151,5	165,0
Balanserat resultat	-11,5	-27,7	-54,1	-86,2	-108,6	-118,9	-124,5
Eget kapital hänf. till moderbol.	16,3	32,1	25,1	28,1	41,7	50,3	58,2
Långfristiga skulder							
Långfristiga skulder	1,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Summa långfristiga skulder	1,9	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Kortfristiga skulder							
Kortfristiga skulder	1,3	3,7	0,1	2,0	9,5	15,5	21,4
Summa kortfristiga skulder	1,3	3,7	0,1	2,0	9,5	15,5	21,4
Summa skulder	3,2	4,4	0,6	2,5	10,0	16,1	21,9
Summa eget kapital och skulder	19,5	36,4	25,7	30,7	51,7	66,4	80,2
Akivitet							
Rörelsekapital (inkl. kassa)	-0,9	7,7	0,2	4,0	19,9	32,3	45,3
Rörelsekapital, rörelsen	-1,2	-3,0	0,2	4,0	19,0	31,1	42,8
Rörelsekap./Nettoomsättn.	-676%	25813%	51%	26%	17%	14%	13%
Likviditet							
Current ratio	0,0	3,1	3,4	3,0	3,1	3,1	3,1
Quick ratio	0,3	3,1	3,4	3,0	3,1	3,1	3,1
Cash ratio	0,2	2,9	-0,7	0,0	0,1	0,1	0,1
Soliditet							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-2,9	6,3	-0,7	-2,5	-9,2	-14,9	-19,4
Nettoskuld/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3,4x
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5,5x
Nettoskuld/EK	18%	n.m.	3%	9%	22%	30%	33%
Skuld/EK	20%	14%	2%	9%	24%	32%	38%
Soliditet	84%	88%	98%	92%	81%	76%	73%
Lönsamhetsmått							
ROA	-4%	-27%	-97%	-104%	-42%	-14%	-5%
ROE	-5%	-32%	-100%	-114%	-54%	-21%	-10%
ROIC	-4%	-38%	-97%	-104%	-43%	-14%	-5%

Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten							
Periodens resultat	-0,7	-9,9	-25,1	-32,1	-22,4	-10,3	-5,6
Av- och nedskrivningar	0,0	0,4	5,5	6,7	7,8	8,9	9,8
Övriga ej kassaflödespåverkande poster	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändring rörelsekapital							
Delta Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Delta rörelsefordringar	0,0	-0,7	0,1	-5,7	-22,5	-18,1	-17,5
Delta rörelseskulder	0,2	2,5	-3,3	1,9	7,5	6,0	5,8
Kassaflöde från den löp. verksam., inkl. Delta rörelsekap.	-0,5	-7,9	-22,8	-29,1	-29,6	-13,6	-7,4
Investeringsverksamheten							
Investeringar i imm. anläggningstillg.	-4,1	-6,3	-6,0	-5,8	-5,4	-4,9	-4,6
Investeringar i mat. anläggningstillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,2
Andra investeringar	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från invest.verksam.	-4,2	-6,3	-6,0	-5,9	-5,5	-5,0	-4,7
Finansieringsverksamheten							
Nyemission, nettolikvid	5,4	25,9	18,2	35,1	36,0	18,9	13,5
Nettoförändring lån & krediter	-0,5	-1,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrig finansieringsverksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från fin.sverksam.	4,9	24,6	18,1	35,1	36,0	18,9	13,5
Periodens kassaflöde	0,2	10,5	-10,8	0,1	0,8	0,3	1,4
Likvida medel, periodens börj.	0,0	0,2	10,7	-0,1	0,1	0,9	1,2
Likvida medel, periodens slut	0,2	10,7	-0,1	0,1	0,9	1,2	2,6
Nyckeltal	2 018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Utdelning per aktie (kr)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Richard Ramanus äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.