



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS  
28 januari 2020

# ADVENTURE BOX TECHNOLOGY

## NY SPELPLATTFORM MED POTENTIAL

# Innehåll

Ny spelplattform med potential.....	2
Voxel-3D-modeller och flera populära voxel-spel.....	4
Intäktsmodell.....	4
Reklam.....	5
Betalt innehåll.....	5
Abonnemang.....	5
Spelplattformen Adventure Box.....	5
Teknik för effektiv streaming ökar spridningsmöjligheter.....	6
Antalet besökare ökar kraftigt med intensifierad marknadsföring.....	6
Marknadsföring.....	7
Intäktsdelning.....	8
Marknad och konkurrens.....	8
Konkurrens.....	9
Roblox.....	10
Minecraft.....	11
Prognoser och värdering.....	11
Stor intäktpotential.....	11
Antalet månatliga användare.....	12
Framst reklamintäkter under 2020.....	13
Intäktsdelning ger intäktlyft under 2021.....	13
Stor potential men hög osäkerhet med risker för förseningar.....	14
Möjlighet till god lönsamhet trots att intäktsdelning driver tillväxt.....	14
Bruttomarginal.....	14
Rörelseresultat.....	15
Värdering.....	16
Disclaimer.....	19

# Ny spelplattform med potential

**Adventure Box har utvecklat en spelplattform som kan konkurrera med jätten Roblox som har 100 miljoner månatliga användare. Vägen dit är lång men plattformen har egenskaper som ger konkurrensfördelar. Vi ser uppsida i aktien.**

Adventure Box Technology AB (Adventure Box eller bolaget) har utvecklat en spelplattform som enkelt kan förklaras som en digital samlingsplats där användare kan skapa, dela och spela voxel-spel. Med streaming i fokus är visionen att bli spelvärldens motsvarighet till Youtube.

Ett voxel-spel bygger på voxel-3D-modeller. En voxel kan liknas vid en legobit. Med dessa "legobitar" bygger spelkreatören miljöer, föremål och karaktärer vilka sätts samman för att skapa ett dataspel. Det kanske mest välkända voxel-spelet är Minecraft med 110 miljoner månatliga användare.

Det bibliotek av spel som finns tillgängligt på bolagets spelplattform skapas av användarna. Därmed påminner Adventure Box om den närmaste konkurrenten Roblox – men med skillnaden att spelen streamas direkt till webbläsaren. Detta via bolagets patenterade metod för att komprimera voxel-3D-modeller och distribuerar innehåll och funktionalitet på ett effektivt vis, till hög nyttjandegrad av bandbredd. Streaming ger bättre möjlighet att sprida spelen bland spelintresserade. Detta då användare inte behöver ladda ner spelet för att kunna spela det, vilket annars många gånger är en tröskel för spridning.

Bolagets befinner sig nu i kommersialiseringsfasen och fokus ligger på att utöka antalet användare. Marknadsföringsinsatser har genererat en snabb användartillväxt och i december 2019 hade plattformen drygt 675 000 besökare. Det är viktigt att denna siffra fortsätter växa. Bolaget har också lyckats öka andelen återkommande användare till 22,5 procent och trenden är stigande. Det påvisar att spelplattformen är uppskattad.

Intäktsmodellen bygger i dag på reklamintäkter men bolaget avser addera ytterligare välbeprövade intäktsmodeller som betalt innehåll och abonnemang. Vi tror att nyckel till höga intäkter är intäktsdelning – alltså att spelkreatörer erhåller en andel av den intäkt som spelen genererar. Både Youtube och Roblox använder sig framgångsrikt av denna modell. Bolagets intäktsdelningsfunktion avses lanseras under tredje kvartalet 2020.

Spelkreatörer är således motorn i ekosystemet där användare skapar spel av en kvalitet som i sin tur lockar nya och fler användare. Med en stor användarbas ökar sannolikheten för höga intäkter. Exempelvis omsatte Roblox med sina 100 miljoner månatliga användare intäkter på omkring 500 miljoner USD år 2018.

I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde på Adventure Box till 12,9 kronor för de kommande 12 månaderna. Vi ser därmed uppsida i aktien. Kommersialiseringsfasen har dock nyligen inletts och osäkerheten är därmed också hög.

## Utfall och prognoser, Basscenario

mSEK	2017/18	2018/19P*	2020P	2021P	2022P
Nettoomsättning	0	0	3,5	55	243
EBIT	-2	-4	-19	-13	76
EV/Sales	-	-	12,0x	0,8x	0,2x
EV/EBITDA	-	-	-	-	0,5x

\* perioden september 2018 till december 2019. Källa: Adventure Box och Carlsquare

## GRUNDANALYS ADVENTURE BOX TECHNOLOGY 28 JANUARI 2019

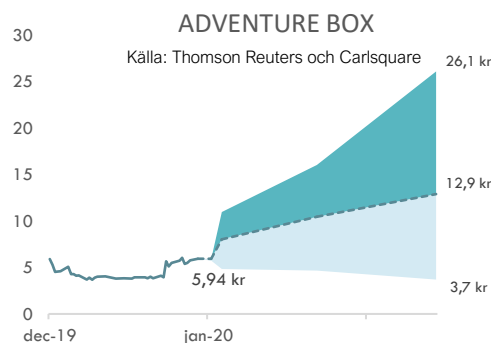
Datum: 28 januari 2020  
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare  
Bertil Nilsson, Carlsquare

Företagsnamn: Adventure Box Technology AB  
Lista: NASDAQ FIRST NORTH  
Vd: Christopher Kingdon  
Styrelseordförande: Peter Lönnqvist  
Marknadsvärde: 54 MSEK  
Senast: 5,94 SEK  
Kort om bolaget: Adventure Box Technology AB har utvecklat en spelplattform där användare enkelt kan skapa, dela och spela voxel-spel. Spelen streamas vilket gör bolaget unikt. Bolaget listades på Nasdaq First North i december 2019.

[corp.adventurebox.com](http://corp.adventurebox.com)

- Möjligheter och styrkor:**
- Intressant unikt erbjudande med global potential som kan generera höga intäkter. Det påvisas av liknande spelplattformar.
  - Bolaget genomför nu en marknadsförings-satsning och antalet användare ökar kraftigt
  - Intäktsmodellen avses vidareutvecklas vilket utökar möjligheter till bra intäkter
  - Potentialen bedöms inte diskonterad i aktiekursen.
- Risker och svagheter:**
- Att attrahera en stor aktiv användarbas är en utmaning i sig. Att sedan konvertera användarbasen till intäkter är nästa utmaning.
  - Viktiga intäktsmodeller och en intäktsdelningsfunktion är ännu inte implementerade. Förseningar är vanligt förekommande i branschen.
  - Bolaget kan sannolikt behöva ta in nya pengar strax innan eller runt årsskiftet 2020/2021.

Värdering: Bear 3,7 kr      Bas 12,9 kr      Bull 26,1 kr





## Kort introduktion till Adventure Box

Adventure Box Technology AB (Adventure Box eller bolaget) är ett teknikbolag som utvecklat en spelplattform. Med spelplattformen som bas går bolagets affärsidé ut på att erbjuda en digital "samlingsplats" för användare att (i) spela dataspel, (ii) skapa egna dataspel med hjälp av intuitiva verktyg och (iii) dela spelen med kamrater/datorspelsintresserade.

Spelen på bolagets plattform bygger på voxel-3D-modeller och streamas effektivt direkt till webbläsaren. Det innebär att spelen inte behövs laddas ned innan de spelas, vilket bedöms vara en viktig faktor som underlättar för spelen att få spridning. Med fokus på streaming och en stor mängd spel utvecklade av användarna kan Adventure Boxes koncept liknas vid exempelvis Youtube, där videofilmer skapade av användare enkelt kan delas och konsumeras via streaming.

Plattformen behandlar voxel-3D-modeller på ett unikt sätt som möjliggör för effektiv streaming av voxel-spelen. Med andra ord är bolaget därmed till vår vetskap ensam om att erbjuda streaming av voxel-3D-spel. Det utgör en konkurrensfördel som kan underlätta att locka nya användare. Plattformen har också ett starkt patentskydd och är således en attraktiv immateriell tillgång i bolaget.

Den första beta-versionen av den kompletta spelplattformen lanserades 2017 ([www.adventurebox.com](http://www.adventurebox.com)). Under 2019 har bolaget påbörjat att marknadsföra plattformen för att attrahera användare. Redan i december 2019 hade plattformen fler än 675 000 månatliga besökare. Intäkterna är dock fortfarande begränsade. Givet att användarbasen fortsätter att växa i rask takt och att bolaget kan generera intäkter (från reklam, betalt innehåll och abonnemang) är potentialen stor. Det påvisas inte minst av den närmaste konkurrenten, Roblox, som har cirka 100 miljoner aktiva användare på månadsbasis och generade 143 miljoner USD i intäkter under tredje kvartalet 2019, då endast från mobilapp-versionen (källa: Sensor Tower).

Adventure Box grundades 2014 av vd Christopher Kingdon och CTO, Cléo Hayes-McCoy. Christopher har en bakgrund från Ericsson där han var med och byggde upp Ericssons mobila positioneringssystem. Christopher var också med om att grunda och bygga upp teknikbolaget, Plotagon AB, som tillhandahåller en

mjukvara som omvandlar text till animerade videoklipp med tal. Cléo är programmerare och har tidigare utvecklat och implementerat flera 3D-motorer i olika miljöer. Bland annat har Cléo utvecklat en 3D-motor för NLAC, tidigare "the Stanford Linear Accelerator Center", som utför forskning om fotoner och elementarpartiklar vid Stanford University. Christopher och Cléo är också bolagets två största ägare med ägarandelar om 9,3 procent respektive 9,2 procent av aktiekapital och röster. Bolagets styrelseordförande är Peter Lönnqvist som har lång erfarenhet av styrelsearbete, bland annat för dataspelbolag.

## Voxel-3D-modeller och flera populära voxel-spel

Som nämnts bygger spelen tillgängliga på bolagets spelplattform på voxel-3D-modeller. En voxel kan liknas vid en kvadrat i ett tredimensionellt rutnät som åskådliggörs på en bildskärm med hjälp av 3D-grafik. I detta sammanhang bygger utvecklaren föremål, spelmiljö och karaktärer, så kallade voxel-3D-modeller, vilka sätts samman för att skapa ett spel. Bild nedan illustrerar en spelmiljö uppbyggd av voxel-3D-modeller.

### Illustration, Adventure Box



Källa: Adventure Box

Det finns en rad populära spel som är byggda på voxel-3D-teknik. Däribland Cube World (Picroma, Microsoft), Lego Worlds (Traveller's Tales och Warner Bros) och Sector's Edge (Rocket Skeleton och Vercidium). Störst är dock välkända Minecraft (Microsoft/Mojang) som enligt Microsoft studiochef Helen Chiang i en intervju med Business Insider i september 2019 hade över 110 månatliga användare.

## Intäktmodell

Bolaget har i dag en implementerad intäktmodell (Reklam) men avser inom de kommande 12 månaderna att implementera ytterligare intäktmodeller. Se tabell nedan:

### Intäktmodeller

Implementerad	Under utveckling
Reklam	Betalt innehåll (Q1, 2020)
	Abonnemang (Q2, 2020)

Källa: Adventure Box

### Reklam

För användare av bolagets plattform visas reklam i form av "banners" och inom snar framtid som videoklipp. Som framgår i ett pressmeddelande från den 15 januari 2020 har bolagets intäkt per tusentalet reklamvisningar varierat mellan 58 kronor i december 2019 och 106 kronor i oktober 2019. Att visa reklam för användare är en vanligt förekommande och därmed väletablerad intäktsmodell. Exempelvis använder sig Youtube och Spotify av en reklambaserad intäktsmodell.

### Betalt innehåll

Betalt innehåll innebär att användare kan köpa innehåll i spelen, så som exempelvis tillbehör till sina karaktärer, vapen, egenskaper etcetera. Betalt innehåll är liksom reklam en väl etablerad intäktsmodell i spel (gratis spel). Avsikten är att användarna köper en fiktiv spelvaluta som denne sedan kan nyttja för att köpa betalt innehåll. Bolagets ledning avser att i liten skala påbörja implementeringen av betalt innehåll under första kvartalet 2020. En betalösning är sedan tidigare implementerad.

### Abonnemang

Genom att köpa abonnemang kan användare komma undan reklam. Bolaget avser även att addera ytterligare värden till abonnemangen genom att exempelvis erbjuda abonnemangsanvändare förbättrade möjligheter att utveckla egna spel och utbildningskurser. Roblox har en Premium-tjänst för sina användare som ger abonnenter förbättrade möjligheter att skapa bra spel. På Roblox kostar abonnemang mellan 4,99 och 19,99 USD per månad. Adventure Box avser lansera abonnemangstjänsten under Q2, 2020.

## Spelplattformen Adventure Box

Förenklat uttryckt består plattformen av en egenutvecklad 3D-motor (spelmotor), en egenutvecklad komprimeringsmetod för voxel-modeller som möjliggör för en effektiv streaming samt en användarmiljö. Bolagets spelplattform kan i praktiken jämföras med en digital samlingsplats för spelintresserade där dessa kan skapa, dela och spela voxel-spel.

Att skapa spel på bolagets plattform skall vara enkelt och roligt. Därför har bolaget skapat intuitiva verktyg och funktioner som möjliggör för amatörer att skapa voxel-3D-modeller och sätta samma dessa i voxel-spel.

I ett första steg skapas en virtuell spelvärld från en tom spelplan. Alternativt kan kreatören använda en förprogrammerad spelvärldsmall. Användaren kan också importera spelvärldar från Google Maps. På sikt kommer bolaget även möjliggöra för användare att importera spelvärldar skapade i Minecraft (med runt 100 miljoner månatliga användare). Vi bedömer att detta är en mycket intressant möjlighet som snabbt kan attrahera användare. Detta då Minecraft inte har implementerat någon funktion att dela Minecraft-spelvärldar brett.

I ett andra steg väljer spelkreatören typ av spel, så som exempelvis äventyrsspel där spelkaraktärer skall utföra uppdrag eller en speltyp av krigskaraktär. På sikt avser bolaget att addera fler valmöjligheter avseende typ av spel.

I ett tredje steg adderas dynamiskt innehåll inkluderat spelkaraktärer med önskat

utseende och egenskaper. Därefter finns möjligheter att lägga på ljudeffekter och musik. Det färdiga spelet publiceras sedan och blir därmed tillgängligt på bolagets plattform. För att ta del av spelen krävs ingen registrering. Med andra ord är spelen öppna för alla.

## Teknik för effektiv streaming ökar spridningsmöjligheter

Streaming av dataspel är den nya trenden. (Google) Stadia som lanserades i november 2019 är en plattform som streamar dataspel (då inte bara voxel-spel). För att spela spelen över Stadia rekommenderas en internetuppkoppling med en hastighet om 10Mbt/sekund för den lägsta bildkvalitén om 720p. För att uppleva spelen i den högsta bildkvalitén, 4K, är den optimala uppkopplingshastigheten 35 Mbit/sekund. Det är även sannolikt att aktörer som Microsoft och Sony kommer att lansera en spel-streaming-plattformar.

Bolagets spelplattform är byggd för effektiv streaming. Det då denna effektivt komprimerar voxel-3D-modeller liksom distribuerar innehåll och funktionalitet på ett vis som kräver liten dataöverföring till en hög nyttjandegrad av bandbredd. Det innebär att plattformen kan nyttjas även av användare med långsam internetuppkoppling ( $\geq 320$  kb/sekund eller 0,32 mb/s), som till exempel äldre generationer av det mobila datanätet. Det skall också nämnas att den närmaste konkurrenten Roblox kräver en internetanslutning på 4–8 mb/s.

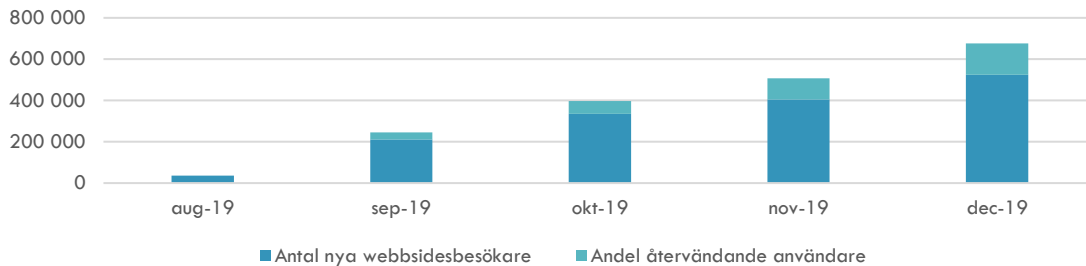
Vi bedömer dock att den största fördelen med att bolaget, till skillnad från de främsta konkurrenterna, streamar spelen är att det underlättar för kreatörer att få spridning på sina spel. Det då barriären till att konsumera spelen reduceras då nedladdning och installation inte krävs.

## Antalet besökare ökar kraftigt med intensifierad marknadsföring

Sedan bolaget grundades har fokus legat på att utveckla spelplattformen men nyligen har kommersialiseringsfasen inletts. Utvecklingen fortlöper givetvis kontinuerligt samtidigt som marknadsföring för att attrahera användare har fått ett allt större utrymme i budgeten. Som framgår i bolagsbeskrivningen hade bolaget per den 30 september nästan 15,7 miljoner kronor i kassan. Av detta belopp är 20 procent avsatt för marknadsföring och 50 procent för utveckling. Resterande 30 procent är avsatt för administration.

Att addera nya användare på plattformen är det absolut viktigaste just nu. Under den korta period som Adventure Box marknadsfört sin plattform har också antalet besökare växt kraftigt. Under december 2019 var antalet besökare på hemsidan drygt 675 000, vilket är en ökning med cirka 1 870 procent sedan augusti 2019. Det är mycket viktigt tillväxten i antalet användare fortsätter.

### Antal webbesökare



Källa: Adventure Box

I december 2019 låg också andelen återkommande webbesökare på 22,5 procent, vilket är en förbättring relativt november då motsvarande siffra var 20,2 procent. Den höga andelen återkommande webbesökare påvisar att bolaget lyckats attrahera "rätt" spelare och har ett attraktivt erbjudande.

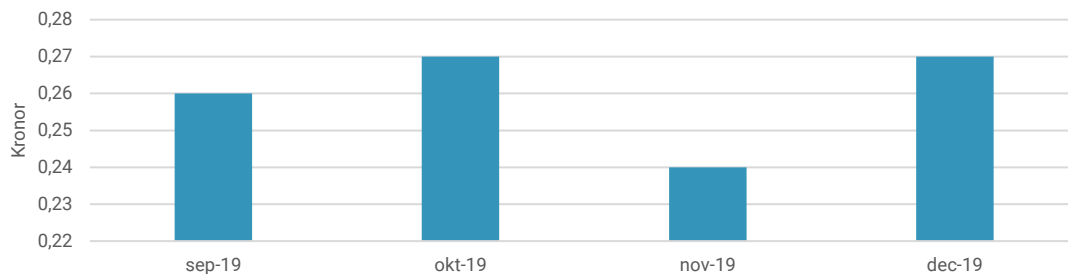
Utöver antal återkommande besökare är det intressant att följa hur länge varje webbesökare stannar på sidan. Denna KPI redovisas dock inte i dag av bolaget.

### Marknadsföring

Bolaget nyttjar flera olika kanaler för att attrahera besökare. Bland annat Google Ads och så kallade "Youtubers". I detta sammanhang är en Youtuber en person som spelar spel på Adventure Boxs plattform och delar detta på Youtube. De Youtubers som bolaget först anlitat har nischat sig mot Minecraft och har 10 000 till 300 000 följare. Valet att nyttja Minecraft-fokuserade Youtubers är logiskt givet likheterna mellan Minecraft och spel på bolagets spelplattform. Det blir än mer relevant då möjligheten att importera Minecraft-miljöer till bolagets spelplattform implementeras.

Effekten från nyttjande av Youtubers bör kunna synas på antalet besökare förhållandevis omgående. För att upprätthålla en relation till rätt Youtubers är det också viktigt att dessa ser en finansiell uppsida i samarbetet.

### Genomsnittlig kostnad per besökare



Källa: Adventure Box



Ovan visas genomsnittlig kostnad per köpt besökare. För att hålla nere denna kostnad vill bolaget givetvis ha en stor andel direkttrafik och gratistrafik från olika spelrelaterade forum. Andelen köpt trafik föll också tillbaka under december 2019 till 77 procent från 90,5 procent i november 2019.

### Intäktsdelning

Intäktsdelning är ytterligare en metod som bolaget i framtiden (senast Q3 2020) avser att implementera. Intäktsdelning innebär att bolaget delar med sig till spelkreatören av de intäkter som ett specifikt spel genererar från exempelvis betalt innehåll eller reklam. Intäktsdelning med kreatörer lockar användare till att skapa egna spel. Både Youtube och Roblox nyttjar denna modell framgångsrikt. Därför tror vi också att just intäktsdelning är en mycket viktig funktion för att få snurr på spelplattformens hela ekosystem.

Som nämnts har Roblox har en modell för intäktsdelning med sina kreatörer. Enligt en nyhet publicerad av Roblox Corporation den 12 augusti 2019 förväntar sig Roblox Corporation att kreatörer kommer att erhålla över 100 miljoner USD i intäktsdelning helåret 2019. Under föregående år betalades mer än 70 miljoner USD ut till kreatörer. Det motsvarar uppskattningsvis cirka 14 procent av Roblox Corporations totala omsättning år 2018 på över 500 miljoner USD.

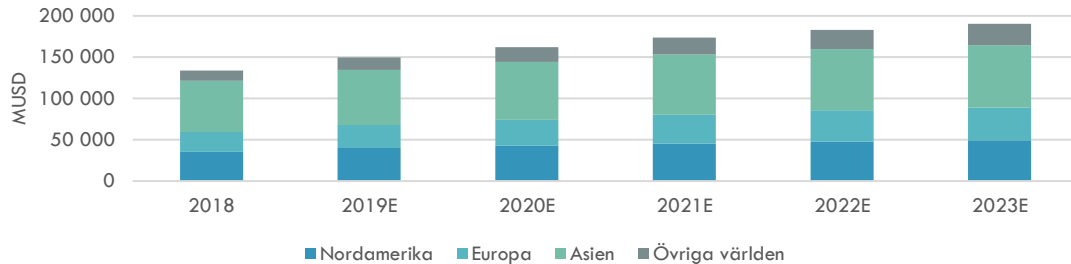
Vidare, i en kommentar från augusti 2019 säger David Baszucki, grundare och VD för Roblox: "Roblox kollektiv av spelkreatörer tänker på saker vi aldrig kunde föreställa oss, och deras fortsatta tillväxt är vår framtid". Detta uttalande påvisar också vikten av att erbjuda spelkreatörer ett monetärt incitament för att skapa spel och driva bolagets tillväxt.

Youtube delar reklamrelaterade intäkter med sina kreatörer. Som det ser ut idag erhåller kreatören runt 55 procent av reklamintäkten medan Youtube (Google) behåller resterande 45 procent.

## Marknad och konkurrens

Den totala spelmarknaden är mycket stor och förväntas växa de kommande åren. Som framgår i grafen nedan uppskattas den totala spelmarknaden globalt uppgå till ett värde om 150 miljarder USD 2019. Det med hänvisning till data från IDG från första kvartalet 2019. Den totala marknaden förväntas under perioden 2019 till 2023 växa i genomsnitt med sju procent per år.

### Totala spelmarknaden

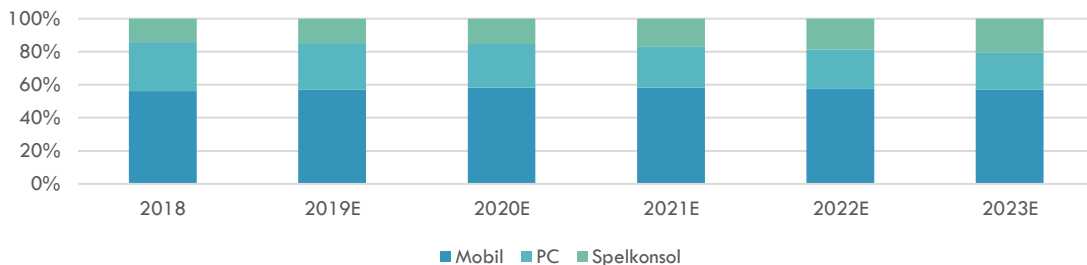


Källa: IDG

Asien var den största marknaden under 2018. Asien förväntas också behålla sin ledande position fram till 2023. Starkast genomsnittlig tillväxt under perioden 2019 till 2023 förväntas dock återfinnas i Övriga världen.

Grafen ovan visar marknadens fördelning mellan tre olika plattformar; mobil, PC och Spelkonsol (så som Xbox, Playstation och Nintendo).

### Fördelning mellan tre plattformar



Källa: IDG

Som framgår har mobiltelefonen den största marknadsandelen och förväntas också behålla denna position under de kommande åren. PC har den näst största andelen. Denna andel förväntas dock falla från 30 procent 2018 till 22 procent år 2023 till förmån för spelkonsolerna.

Mobilens stora andel av den totala marknaden för spel påvisar att det är mycket viktigt att bolaget snart kan erbjuda möjligheter för användaren att nyttja spelplattformen via webbläsaren i mobiltelefoner liksom i surfplattor (iOS och Android). Bolaget arbetar med detta. Men mobilversionen är ännu i beta-fas (en del buggar kvarstår).

### Konkurrens

Vi har begränsat konkurrenter till de spelplattformar där användaren kan skapa och spela liksom dela voxel-spel. Med denna begränsning finns det finns en rad

olika konkurrenter som KoGaMa, Trove och Brick Force. Roblox och Minecraft är enligt vår bedömning de två absolut största konkurrenten då dessa är väl etablerad och har en stor användarbas. Konkurrensen visar samtidigt att det finns stor potential om bolaget lyckas att vinna användare från exempelvis Roblox.

## Roblox

Roblox är en spelplattform där användare kan skapa och dela sina egna spel med andra användare. Lik Adventure Box bygger spelen på voxel-3D-modeller, dock har modellerna rundare former. Adventure Boxes plattform stödjer olika storlek på voxelarna vilket möjliggör för rundare former och experimenterar redan i dag med rundade hörn för att kreatörer skall kunna välja olika alternativ för "look and feel". I dag är världsklossar på bolagets plattform av samma storlek som Minecraft men för exempelvis vapen används mindre voxelar.

Nedan visas en skärmdump från spelet "ELEMENTS! Ninja Legends" av Scriptbloxian Studios:

### ELEMENTS! Ninja Legends



Källa: Roblox, "ELEMENTS! Ninja Legends" - Scriptbloxian Studios

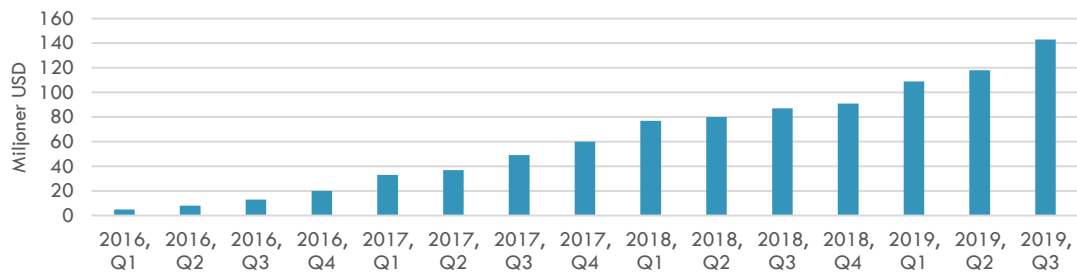
För att på datorn spela spel tillgängliga på Roblox-plattformen behöver användaren ladda ned och installera programvaran "Roblox Player". För att skapa och dela spel behöver användaren ladda ned och installera programvaran "Roblox Studio". För att spela och skapa spel i mobilversionen krävs att mobilapplikationen laddas ned via Google Play eller App Store. Som bekant krävs ingen nedladdning eller installation för att skapa, dela och spela spel på Adventure Box – vilket rimligtvis är en konkurrensfördel.

På Roblox, liksom hos Adventure Box, finns möjligheten för spelare att interagera med varandra under spelets gång via chattar (exempelvis MeepCity). Social interaktion är generellt uppskattat och vanligt förekommande i flertalet populära spel.

Roblox finns sedan 2012 som applikation till mobil och surfplatta att ladda ner till Apple (iOS) och Android. Mobil-versionen av Roblox har enligt SensorTower laddats ned hela 290 miljoner gånger. Enligt samma källa har Roblox mobilversion

också genererat stora intäkter (före distributörskostnader till Apple och Google om 30 procent), över en miljard USD sedan lanseringen.

### Intäkter, Roblox mobilversion



Källa: SensorTower

Antalet användare på Roblox mobilversion har också växt mycket snabbt. Enligt Twitch Tracker hade Roblox mobilversion 100 000 månatliga användare i augusti 2019. Det kan jämföras med att det populära spelet Fortnite per september 2019 hade cirka 78 miljoner månatliga användare enligt spelutvecklaren Epic Games.

Det skall också nämnas att Roblox Corporation grundades redan 2006. Med andra ord har det tagit tid att bygga upp en Roblox till den världsledande position den har i dag. Roblox finns också på fler plattformar än bara PC och mobil.

### Minecraft

Minecraft är möjligen det mest välkända voxel-spelet och går likt Adventure Box ut på att skapa spelvärldar med voxel-3D-modeller. Den fullständiga versionen av Minecraft lanserades 2011 och har i dag 110 miljoner månatliga användare (Källa: Helen Chiang, studiochefen för Minecraft på Microsoft i en intervju med Business Insider från september 2019).

Det finns flera spelupplägg i Minecraft. Upplägget "Creative" låter spelaren fokusera på att bygga världar. Möjligheten att dela Minecraft-världar och spela med vänner är dock förhållandevis begränsad. Minecraft-världar delas exempelvis på datorn genom att användaren prenumererar på Minecraft Realms, vilket är en personlig server som denne kan bjuda in upp till 20 vänner att spela på. Det ger alltså möjligheten för den som skapat spelvärldarna att dela spelet med ett begränsat antal personer då världarna inte går att spela "öppet". Minecraft kostar också pengar för att ladda hem och installera den fullständiga versionen.

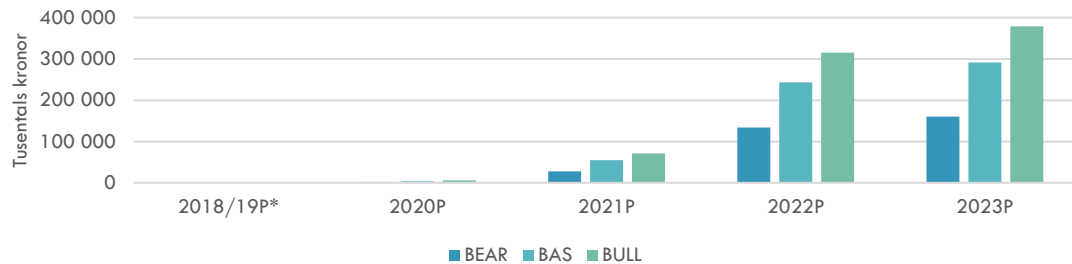
## Prognoser och värdering

### Stor intäktpotential

På nästa sida följer vår intäktsprognos för perioden 2020 till 2023. Som framgår modellerar vi med en stark tillväxt under denna period. Intäkterna drivs av att bolaget kan fortsätta attrahera nya besökare samt att nya intäktsmodeller implementeras. Intäkter lyfts till mer betydande nivåer efter att intäktsdelning implementeras – vilket får snurr på hela ekosystemet.

Osäkerheten i våra antagande är givetvis mycket hög, givet den korta historiken liksom andra faktorer som att alla intäktsmodeller och funktioner ännu inte är implementerade.

### Antagen nettoomsättning, 2020 – 2023, kSEK



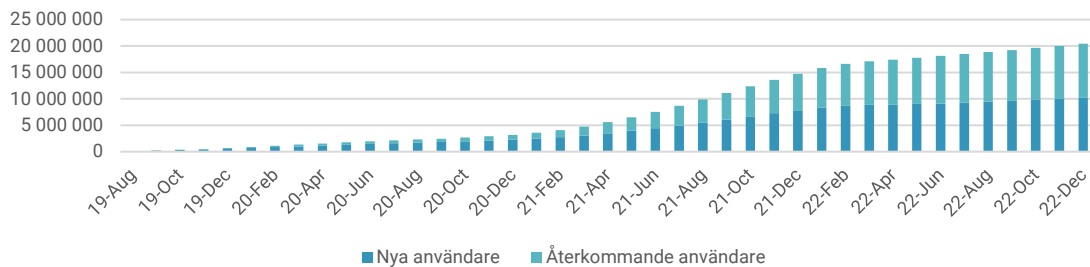
	2016/17	2017/18	2018/19P*	2020P	2021P	2022P	2023P	CAGR
<b>BEAR</b>	0	0	64	2 446	27 306	133 491	160 190	607%
Tillväxt				3712%	1016%	389%	20%	
<b>BAS</b>	0	0	68	3 495	54 613	242 711	291 254	710%
Tillväxt				5073%	1463%	344%	20%	
<b>BULL</b>	0	0	71	6 291	70 997	315 525	378 630	755%
Tillväxt				8769%	1029%	344%	20%	

\*Avser perioden september 2018 till december 2019  
Källa: Adventure Box (utfall) och Carlsquare (prognos)

### Antalet månatliga användare

Korrelationen mellan antalet användare och intäkter är antagen att vara hög. Nedan visas en antagen utvecklingskurva för antalet användare fram till december 2022 i vårt basscenario.

### Antal användare per månad, basscenario



Källa: Carlsquare

I vårt basscenario modellerar vi med att antalet månatliga användare vid utgången av år 2020 är drygt tre miljoner. Tillväxten under 2020 antas i stor utsträckning drivas av fortsatta marknadsföringskampanjer. Över tid reduceras andel betal trafik. År 2022 har vi antagit att plattformen har 20 miljoner månatliga användare. 20 miljoner månatliga användare på bolagets plattform motsvarar hela 20 procent av Robloxs 100 månatliga användare. Detta antagande och den snabba tillväxten kan förefalla aggressiv givet att Roblox är en av världens populäraste plattformar och att det tagit 14 år att bygga upp Roblox till vad det är i dag.

Dock är "konceptet" moget, vilket bolaget kan nyttja. Givet fördelar som möjligheter att streama, vilket förbättrar möjligheten att få spridning och funktionen att importera Minecraft-världar (och dela dessa med övriga spelintresserade) så är det vår bedömning att 20 miljoner månatliga användare vid utgången av 2022 är långt från ouppnåeligt.

Att användare själva delar spel kan också skapa en viral effekt med mycket snabb spridning som resulterar i betydligt högre antal användare än 20 miljoner vid utgången av 2022. Det kan också visa sig att det går långsammare än antaget ovan. Viral effekt äg givetvis det bästa då det inte kostar bolaget något att få dessa besökare.

Äter skall nämnas att det hade varit intressant att veta hur besökarnas engagemang ser ut, exempelvis hur länge de stannar på sidan.

### *Främst reklamintäkter under 2020*

Under 2020 modellerar vi med modesta intäkter om cirka 3,5 miljoner kronor i basscenarioet. Dessa intäkter är främst hänförliga till reklam.

Vi har antagit att antalet reklamvisningar per användare ökar från 0,6 gånger i januari 2020 till två visningar i augusti 2020 och framåt. Intäkten per tusen visningar är antaget till 58 kronor över hela perioden. Det kan ses som konservativt givet att videoreklam ännu inte visas.

### *Intäktsdelning ger intäktlyft under 2021*

Vi tror att det är först vid implementation av intäktsdelning som ekosystemet sätts igång. Det då det finns ett incitament att skapa spel, vilket leder till att abonnemang tecknas som ger tillgång till bättre förutsättningar att skapa bra spel. När fler bra spel finns tillgängliga på plattformen genererar det i sin tur fler användare och intäkter från betalt innehåll.

Betalt innehåll och abonnemang avses införas under det första kvartalet 2020 respektive det andra kvartalet 2020. Intäktsdelning är planerat att implementeras först under tredje kvartalet 2020.

I rapporten "The State of In-App Spending: Global & Regional Benchmarks" utförd av Appsflyer framgår det att cirka fem procent av användarna spenderar pengar i appar/spel. Den genomsnittliga summan som denna grupp spenderar är enligt samma rapport 9,6 USD per månad. Med utgångspunkt från detta har vi antagit att andelen betalande användare stiger från 0,1 procent av de återkommande användarna i samband med lanseringen av betalt innehåll till 2,8 procent i december 2022. Vi har också antagit att den genomsnittliga intäkten per betalande

användare är cirka 2,4 USD (25 procent av 9,6 USD). De båda nedjusteringarna (rörande andel betalande användare och spenderad summa pengar) beror på den unga genomsnittsåldern på målgruppen som rimligtvis har en lägre köpkraft än genomsnittet. Som framgår i artikeln "Roblox is now cash-flow positive" publicerad på Techcrunch.com den 21 mars 2018 är den huvudsakliga användargruppen mellan 9 och 15 år.

Roblox erbjuder en premiumtjänst till ett pris mellan 4,99 USD och 19,99 USD. Med denna information har vi antagit att det genomsnittliga priset som en spelkreatör betalar för ett abonnemang ökar från 50 kronor i månaden vid implementationstillfället till nästan 90 kronor vid utgången av 2022.

Roblox har en bas om fler än två miljoner spelkreatörer på sin plattform. Det enligt en nyhet publicerad i augusti 2019 av Roblox Corporation. Det motsvarar cirka två procent av de månatliga användarna. Mot bakgrund av detta har vi antagit att andelen av de återkommande användarna som tecknat abonnemang ökar från 0,1 procent vid implementeringstillfället till cirka två procent i januari 2022.

Vi antagit att effekten blir mer synligt under helåret 2021 och modellerar med en total nettoomsättning på cirka 55 miljoner kronor i basscenariot. Under 2022 och 2023 fylls plattformens spelbank på med ytterligare spel av hög kvalitet, vilket åter genererar ett ökat intresse att köpa betalt innehåll. Det resulterar i intäkter om cirka 243 miljoner kronor under 2022 och cirka 291 miljoner kronor under 2023. Under perioden 2020 till 2023 modellerar vi med en genomsnittlig tillväxt per år om höga 710 procent. I bull-scenariot är motsvarande siffra 755 procent och i bear-scenariot 607 procent.

### *Stor potential men hög osäkerhet med risker för förseningar*

Som bekant har bolaget precis inlett kommersialiseringsfasen och osäkerheten i våra prognoser är därmed hög. Den ökade andelen återkommande användare inger förhoppningar. Samtidigt konkurrerar Adventure Box rimligtvis om samma användare (inkluderat kreatörer) som redan finns på Roblox och Minecraft. Därför finns det också sannolikt en viss tröghet i att byta spelplattform, både bland spelare som redan laddat ner Roblox-plattformen och kreatörer som vant sig att skapa spel i Roblox.

Ytterligare en överhängande risk är att bolaget planerade lanseringar av exempelvis abonnemang och intäktsdelning försenas. Vidare har mobilversionen för iOS och Android en hel del buggar. För iOS och Android fungerar det inte att skapa spel ännu men det går att spela. En väl fungerande version av plattformen för mobiltelefoner bedöms av oss vara en mycket viktig faktor för tillväxten.

## Möjlighet till god lönsamhet trots att intäktsdelning driver tillväxt

### *Bruttomarginal*

I vår modell består nettoomsättningen av intäktsflöden från reklam, betalt innehåll och abonnemang. För beräkning av bruttoresultat har vi reducerat nettoomsättningen med direkta kostnader som kostnad för betalda besökare (marknadsföring), intäktsdelning med spelkreatörer och hostingkostnader. Ytterligare en direkt kostnad är transaktionsavgift till leverantör av

betalningslösning. Då mobilversionen av plattformen spelas i webbläsaren utgår inga distributionskostnader till Google Play eller App Store. Nedan visas antagna bruttoresultat i tre scenarion.

Under 2020 är bruttoresultatet negativt eftersom reklamintäkter (och begränsade intäkter från abonnemang och betalt innehåll) inte täcker kostnaden för marknadsföring. I basscenariot stiger bruttomarginalen till 52 procent. I bull-scenariot stiger bruttomarginalen till 60 procent och i bear-scenariot till 52 procent.

### Prognos bruttoresultat 2020 - 2023, kSEK

	2016/17	2017/18	2018/19P*	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>BEAR</b>	-46	0	-386	-4 756	9 417	67 396	82 506
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	34%	50%	52%
<b>BAS</b>	-46	0	-406	-2 507	19 535	124 684	152 533
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	36%	51%	52%
<b>BULL</b>	-46	0	-427	-11	28 903	182 154	226 038
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	41%	58%	60%

Marginalen är beräknad på nettoomsättningen (inte på totala intäkter)

\*Avser perioden september 2018 till december 2019

Källa: Adventure Box (utfall) och Carlsquare (prognos)

Under perioden september till december 2019 har den genomsnittliga kostnaden per betald besökare legat på 0,26 kronor (exempelvis Google Ads och Youtubers). Under den kommande perioden har vi antagit att denna siffra ökar en aning och modellerar med genomsnittlig kostnad per betald besökare om 0,28 kronor. I basscenariot har vi antagit att andelen köpta besökare per månad faller från 77 procent i januari 2019 till cirka 39 procent i december 2022.

Youtube delar med sig av 55 procent av intäkterna till sina kreatörer. Till skillnad från både Youtube och Roblox är det inte bolagets avsikt att dela intäkter med alla kreatörer. Istället avser bolaget endast dela intäkter med så kallade partner-kreatörer. Givet detta har vi antagit att bolaget kommer dela ut motsvarande 35 procent av intäkter från betalt innehåll och reklam till sina premium-kreatörer.

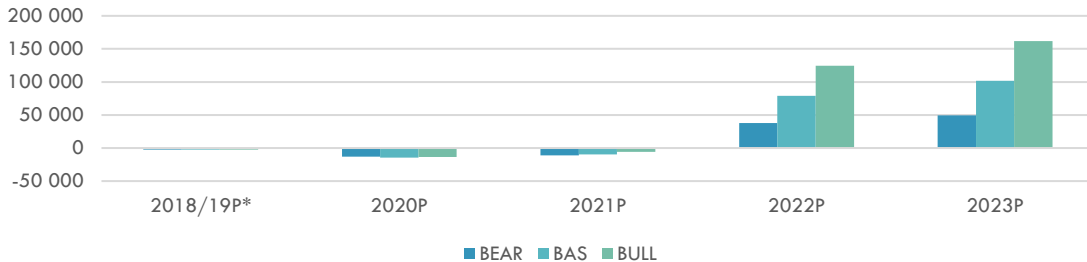
Rörande hostingkostnad har vi antagit att detta kostar knappt 10 öre per användare. I vårt basscenario ger bolaget ut cirka 16 procent av intäkterna till sina spelkreatörer. Roblox delade ut cirka 14 procent av sina intäkter under 2018. Skillnaden beror bland annat på streamad reklam, vars motsvarighet Roblox saknar. Vidare har vi antagit att kostnaden för betallosning(ar) kostar bolaget två procent av intäkter relaterade till köp av den fiktiva valutan och abonnemang.

### Rörelseresultat

Nedan visas antagna rörelseresultat för de tre scenariona. I basscenariot modellerar vi med att bolaget uppnår ett svagt positivt rörelseresultat under andra halvåret 2021. På helårsbasis uppnås ett positivt rörelseresultat först under 2022. I basscenariot stabiliseras rörelsemarginalen på cirka 34 procent. I bull- och bear-scenariot är motsvarande siffra 42 procent respektive 31 procent.



### Prognos rörelseresultat 2020 - 2023, kSEK



	2016/17	2017/18	2018/19P*	2020P	2021P	2022P	2023P
<b>BEAR</b>	-2 646	-712	-2 148	-12 986	-11 080	37 793	49 322
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	28%	31%
<b>BAS</b>	-2 646	-2 354	-4 390	-18 593	-13 469	75 760	98 811
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	31%	34%
<b>BULL</b>	-2 646	-2 354	-4 411	-17 979	-9 549	120 999	158 885
<i>Marginal</i>				<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	38%	42%

Marginalen är beräknad på nettoomsättningen (inte på totala intäkter)

\*Avser perioden september 2018 till december 2019

Källa: Adventure Box (utfall) och Carlsquare (prognos)

Det är vår bedömning att verksamheten kommer att behöva skalas upp förhållandevis intensivt under de kommande åren. Per 30 september 2019 hade bolaget totalt åtta anställda på heltid plus två deltidskonsulter och en deltidspraktikant. Det kan jämföras med Roblox som har 500 anställda. I vårt basscenario har vi antagit att antalet anställda ökar till 65 personer i slutet av 2022. Den ökade personalbasen innebär också högre övriga externa kostnader.

## Värdering

Genom att nuvärdesberäkna prognostiserade kassaflöden med en diskonteringsränta om 18 procent beräknas ett motiverat värde i basscenarioet till 12,9 kronor per aktie för de kommande 12 månaderna.

I bull-scenarioet blir motsvarande värde 26,1 kronor per aktie och i bear-scenarioet 3,7 kronor per aktie. Därmed avspeglas också den höga osäkerheten i skillnaden mellan motiverat värde i bear-scenarioet och motiverat värde i bull-scenarioet.

En värdering om 12,9 kronor per aktie i basscenarioet motsvarar en EV/Sales-multipel om 30,1x vår intäktsprognos för 2020 och 1,9x gånger vår intäktsprognos för 2021. Svenska spelbolag handlas till ett medianvärde för EV/Sales på nästa tolv månaders intäktsprognoser om 3,3x.

Vi har använt en diskonteringsränta om 18 procent för den prognostiserade perioden. Denna är framräknad med en riskfri ränta på noll procent och ett beta-värde på 1,2x. Riskpremien på marknadsportföljen är antagen till 6,8 procent i linje med PWC:s "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från 2019. Till

marknadsriskpremien har vi adderat en storlekspremie om 4,2 procent, även detta i linje med tidigare nämnda rapport från PWC. Vidare har vi antagit att bolaget finansieras med 100 procent eget kapital. Således beräknas den vägda kalkylräntan (Wacc) till 13 procent. Givet den höga osäkerheten har vi adderat en bolagsspecifik premie till Wacc:en om fem procent.

I delårsrapporten för perioden juli till september 2019 framgår att företagets kassa uppgick till 15,7 miljoner kronor. Vi uppskattar att denna kassa per dagens datum uppgår till knappt 13 miljoner kronor. Antalet utestående aktier i bolaget uppgår till 9,1 miljoner stycken.

### DCF-värdering

	BEAR	BAS	BULL
Diskonteringsfaktor	18%	18%	18%
CAGR, 2020 - 2025	607%	710%	755%
Tillväxt, evighet	3%	3%	3%
Långsiktig EBIT-marginal	0%	0%	0%
Rörelsevärde (EV), MSEK	21	105	226
EV, varav evighetsvärde	189%	93%	80%
Kassa, MSEK	13	13	13
Räntebärande skulder, MSEK	-1	-1	-1
Nettokassa, MSEK	13	13	13
Aktievärde	34	118	239
Antal aktier	9,1	9,1	9,1
<b>Värde per aktie</b>	<b>3,7</b>	<b>12,9</b>	<b>26,1</b>
Upp/nedsida rel. senast betalt (5,9 kr)	-38%	117%	340%
	<u>2020P</u>	<u>2020P</u>	<u>2020P</u>
EV/Sales	8,7x	30,1x	36,0x
EV/EBITDA	-	-	-

Källa: Carlsquare

Bolaget har utestående teckningsoptioner utgivna som en del av tre incitamentsprogram. Dessa kan som mest medföra en utspädning om 3,75 procent. Samtliga är "out-of-the-money" och är således inte medräknade i antalet aktier (eller någon effekt på kassan).

Vidare är det vår bedömning att bolaget kommer behöva ytterligare finansiering innan kassaflödet är positivt. Bolaget har utestående teckningsoptioner som förfaller mellan perioden 1 november 2019 till och med 31 mars 2020 och april 2020 till och med 30 september 2021 med lösenkurs 10 kronor respektive 16 kronor. Dessa kan som mest inbringa mellan cirka 13,1 miljoner kronor och 20,9 miljoner kronor, vilket motsvarar en utspädning om 12,5 procent. Då dessa optioner i dag är out-of-the-money kommer bolaget rimligtvis behöva genomföra en nyemission strax innan eller runt årsskiftet 2020/2021.

Nedan visas multiplar för listade bolag inom spelbranschen i Sverige:

### Multiplar

	Mcap, mSEK	EV/Sales, NTM	EV/EBITDA, NTM	EV/Sales, TTM	EV/EBITDA, TTM
Embracer Group AB	23 062	2,9x	8,2x	3,7x	11,5x
Paradox Interactive AB (publ)	16 231	10,1x	18,3x	12,7x	22,6x
Stillfront Group AB (publ)	11 194	4,8x	12,2x	6,7x	16,8x
G5 Entertainment AB (publ)	1 053	0,7x	4,2x	0,8x	5,2x
Atari SA	839	NULL	NULL	3,9x	10,6x
Toadman Interactive AB (publ)	666	1,5x	10,8x	5,6x	30,3x
Starbreeze AB	653	3,6x	7,8x	2,1x	NULL
MAG Interactive AB (publ)	334	NULL	NULL	1,0x	48,2x
WeAreQiiwi Interactive AB	222	NULL	NULL	17,4x	NULL
Gaming Corps AB	179	NULL	NULL	15,9x	NULL
Zordix AB (publ)	110	NULL	NULL	7,1x	27,1x
Beyond Frames Entertainment AB (publ)	57	NULL	NULL	NULL	NULL
Nitro Games Oyj	38	NULL	NULL	4,9x	NULL
Gold Town Games AB	43	NULL	NULL	2,3x	NULL
Game Chest Group AB (publ)	34	NULL	NULL	NULL	NULL
Star Vault AB	27	NULL	NULL	21,0x	NULL
Median	278	3,3x	9,5x	5,2x	19,7x
Genomsnitt	3 421	3,9x	10,3x	7,5x	21,5x

NTM = Next Twelve Months  
TTM = Trailing Twelve Months  
Källa: Reuters Eikon

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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 med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. 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 Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.