



## Analysguiden - Uppdragsanalys

26 maj 2020

[Adventure Box Technology](#)

Stark tillväxt med rekordlåga anskaffningskostnader



# Stark tillväxt och rekordlåga anskaffningskostnader

## Rekordlåga kundanskaffningskostnad

Den genomsnittliga kostnaden per besökare har kontinuerligt minskat över perioden, till att i april uppgå till 12 öre per besökare. Då en betydande del av trafiken fortfarande utgörs av köpt trafik är detta ett stort styrkebesked och 0,12 kr per kund är på branschnivå väldigt lågt. För installationer av mobilappar är kostnaden omkring 20–30 kr per installation och trots att detta inte är direkt jämförbart så är det en tydligt indikation på att förvärvskostnader per kund är mycket låga.

## 1,7 miljoner besökare i april

Adventure Box passerade 1 miljon användare i februari 2020 och 1,7 miljoner i april, en imponerande 600% ökning från september, 2019. Den exponentiella ökningen av hemsidesbesökare är en god signal då det ger en indikation till användartillväxten trots att webbsidebesök inte motsvarar aktiva användare i alla lägen. Ännu viktigare i sammanhanget är återvändande besökare, då de är den tydligare indikator på användarantal. Återvändande besökare som måttstock innebär att man troligtvis lyckas sortera bort användare som endast besöker sidan men inte nyttjar spelplattformen. Även här uppvisar Adventure Box starka siffror, med en ökning med över 900% från 33 723 återkommande besökare i september, 2019, till 359 556 i april, 2020.

## Implementering av intäktmodeller i fokus

I våra prognoser för Adventure Box fortsätta utveckling är ett antal faktorer särskilt värde drivande. Dessa är bibehållen användartillväxt, Implementering av nya intäktmodeller, ökat antal återvändande besökare. Bolaget rapporterade intäkter om totalt 30 000 kronor under det 16 månader långa räkenskapsåret 2018/2019. Detta är att förvänta i ett sådant tidigt skede och vi förväntar oss att intäkter ökar kontinuerligt under kommande år givet faktorerna ovan.

MSEK	2017/18	2018/19	2020P	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning	0	0	1,7	45,2	231,6	277,9
EBITDA	-1	-9	-18,5	-22,6	69,5	86,2
Rörelseresultat	-	-	-18,6	-25,3	55,6	69,5
EV/S	-	-	51x	1,9x	0,4x	0,3x
EV/EBITDA	-	-	-	-	1,3x	1x

Utfall och prognos bas-scenario.

Källa: Bolaget (utfall) Analysguiden (prognos)

Datum: 26 maj 2020  
Analytiker: Johan Hellström, Nils Hellström, Aktiespararna

Företagsnamn: Adventure Box Technology AB  
Lista: NASDAQ FIRST NORTH  
Vd: Christopher Kingdon  
Styrelseordförande: Örjan Frid  
Marknadsvärde: 74,4 MSEK  
Senast: 7:00 (21 maj 2020)  
Kort om bolaget: Adventure Box Technology AB har utvecklat en plattform "Adventure Box" baserad på vår patenterade 3D Voxel-teknologi, som gör det lätt och roligt att göra, dela och spela datorspel online.

Möjligheter och styrkor: Bolaget har uppvisat stark tillväxt med stadigt ökande andel återvändande besökare.

Erbjudandet har global potential och intäktsmöjligheterna är stora.

Streaming-modellen minskar barriärerna för nya spelare.

Risker och svagheter: Bolaget har ännu inte implementerat alla intäktmodeller.

Att konvertera besökare till betalande kunder är en utmaning.

Bolaget är ännu inte lönsamma och behov av mer kapital är troligt.

Värdering      Bear      Bas      Bull  
2,5      13,0      26,2

## Innovativ online-plattform för användarskapade spel



### Om Adventure Box

Adventure Box Technology AB (Adventure Box eller bolaget) är ett teknologiföretag inom spelbranschen som erbjuder en online-plattform för skapande, delande och spelande av 3-D spel. Plattformen är unik i att den skiljer sig från jämförbara plattformar då den är helt strömningsbaserad, vilket innebär att spelaren inte måste installera spelet på sin dator innan utan kan använda plattformen direkt i webbläsaren. Bolaget har även ett mobilt socialt gränssnitt som kommer att lanseras under maj månad.

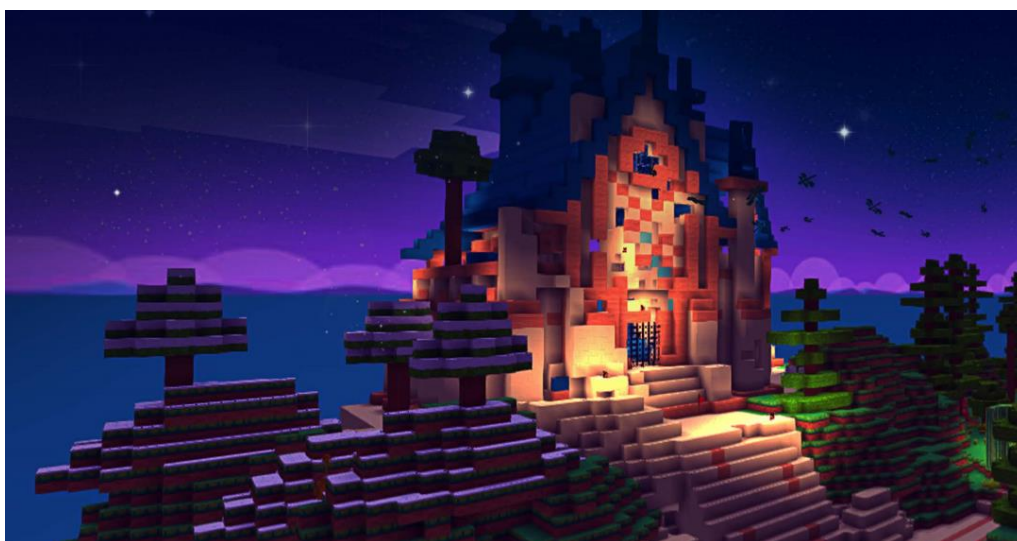
Spelplattformen utgör en digital samlingsplats där användare kan skapa, dela och spela egna voxel-spel. Stort fokus för företaget är att möjliggöra en enkel och rolig skapandeprocess med hjälp av intuitiva verktyg och funktioner. Det stora fokuset på skapande innebär att likheter kan ses med exempelvis Youtube och Soundcloud, som är baserade på delandet av användarskapat video och ljud. Bolagets teknologi möjliggör högeffektiv streaming med låga bandbredds-krav, vilket innebär en konkurrensfördel då jämförbara tjänster kräver högre bandbredds-krav. Bolagets patenterade strömningsbara 3-d teknologi har därtill fler användningsområden, såsom webbutveckling och byggbranschen, och bolaget kommer i framtiden erbjuda konsultering och licensiering inom detta. Adventure Box noterades i december 2019 och har sedan sin start fokuserat kraftigt på att utveckla teknologin och öka användar-antalen. Nettoomsättning under räkenskapsåret som slutade 2019 uppgick till 30 tusen kronor, huvudsakligen hänförligt till reklamintäkter. Under 2020 kommer fyra intäktsmodeller vara på plats och större intäktsökningar förväntas. Vidare nådde bolaget en miljon besökare i februari, 2020, en viktig milstolpe i den framtida utvecklingen.



Spelkaraktär från Adventure Box.  
Källa: Adventure Box

## Vad är Voxel-teknik?

Spelen på bolagets plattform bygger på voxel-3D-modeller. En voxel är en kvadrat i ett tredimensionellt rutnät och kan liknas med en byggsten. Spel baserade på voxel-modeller har ökat i popularitet de senaste åren, med flera etablerade spel som använder sig av tekniken i dagsläget. Minecraft är troligtvis det mest kända exemplet, med 126 miljoner spelare per månad i maj 2020. Det svenskutvecklade spelet såldes till Microsoft 2014 för omkring 2,5 miljarder dollar. Ett annat exempel på liknande plattform är Roblox, en spelplattform med 146 miljoner månatliga spelare per april, 2020. Roblox nyttjar samma voxel-3d-teknik men spelet måste laddas ner för att spelas, något som kan antas öka trösklarna för att börja spela. Andra exempel på spel som nyttjar voxel-3d-teknik är Cube World (Picoroma, Microsoft), Lego Worlds (Traveller's Tales of Warner Bros) och Sector's Edge (Rocket Skeleton och Vercidium).



Voxel-3d-modell värld inuti spelet.  
Källa: Adventure Box

## Marknaden

Enligt en studie av Newzoo, ett bolag som analyserar spelbranschen, omsatte den globala spelbranschen omkring 150 miljarder USD år 2019 och förväntas växa med ungefär mellan 8 och 10 procent per år till ungefär 180 miljarder USD 2021. För att sätta detta i jämförelse omsätter spelbranschen dubbelt så mycket som filmbranschen och åtta gånger så mycket som musikbranschen.

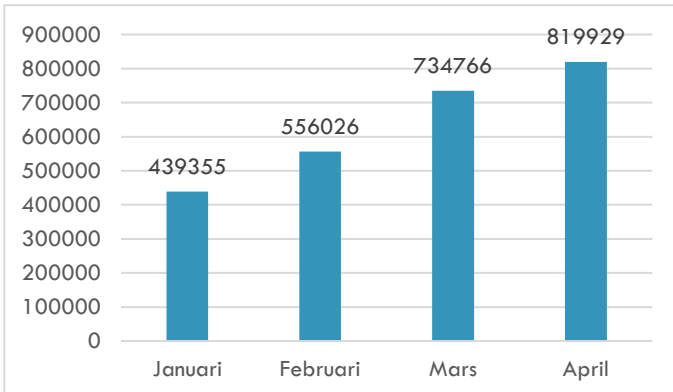
Ett företag där viss jämförelse med Adventure Box går att göra är Roblox, ett spel som först gavs ut 2006. Roblox är likt Adventure

Box i den mån att det rör sig om voxel-3d-modeller, dock behöver Roblox laddas ned till datorn och strömmas därmed inte direkt i webbläsaren. Roblox värderas i dagsläget till 4 miljarder USD och uppvisade under maj månad 146 miljoner dagliga aktiva användare.

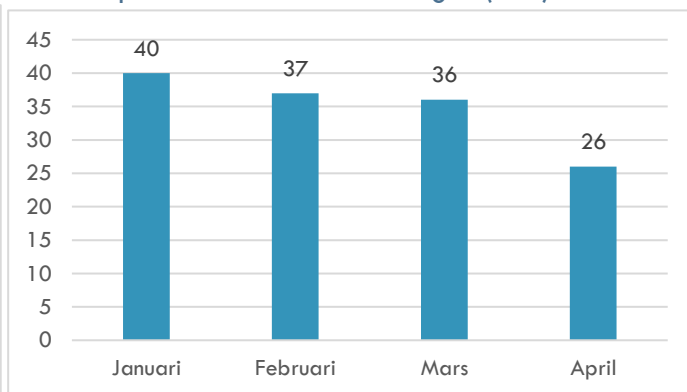
## Intäktsmodeller

Adventure Box har affärsidé grundar sig i fyra huvudsakliga intäktsmodeller varav en av dem är implementerade i dagsläget. Denna är reklam i form av stillbilder, banners, och under maj månad kommer videoreklam att implementeras vilket förväntas öka reklamintäkterna. Adventure Box reklamintäkter per tusental reklamvisningar har varierat från att ha inbringat 106 kr i oktober 2019 till nuvarande nivåer på omkring 26 kronor. Bolaget förväntar sig att i takt med att antalet besökare ökar samtidigt som plattformen förbättras kommer reklamintäkterna öka.

Antal visade reklammeddelanden



Intäkter per tusental reklamvisningar (SEK)

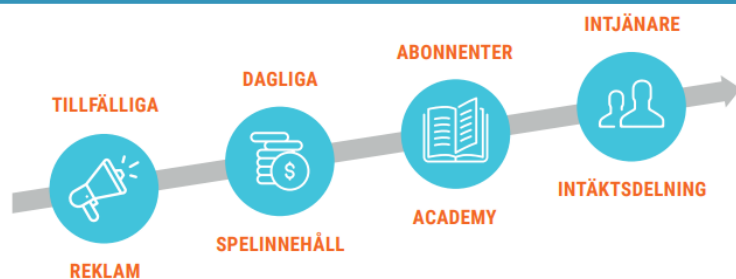


Källa: Adventure Box

Ytterligare en intäktmodell som bolaget förväntas implementera inom kort är betalt innehåll. Detta innebär att spelare kommer kunna köpa föremål i spelet genom att växla pengar mot en spelvaluta. Dessa föremål kan exempelvis vara vapen, kläder, egenskaper och dylikt till sin avatar i spelet. Betalt innehåll i spel är en väletablerad intäktmodell inom spelbranschen och utgör en allt större del av många spelföretags affärsmodeller. Exempelvis inbringade Fortnite, ett dataspel inte direkt jämförbart med Adventure Box men även det med betalt innehåll, intäkter omkring 1,8 miljarder USD 2019 trots att spelet är gratis.

Adventure Box ämnar även att implementera abonnemangsmodeller i form av Adventure Box Pro där spelare kan köpa teckna abonnemang i gengäld för exempelvis bättre verktyg, fler möjligheter till skapande och andra fördelar. Ytterligare ett abonnemang, Adventure Box Academy, kommer innehålla utbildning till spelare för att förbättra deras speldesignfärdigheter. Roblox, det närmast jämförbara bolaget nämnt innan, erbjuder i dagsläget tre abonnemangstyper med en månatlig kostnad om 4,99, 9,99 och 19,99 USD. Målsättningen är att tjänsterna är i bruk under andra kvartalet 2020.

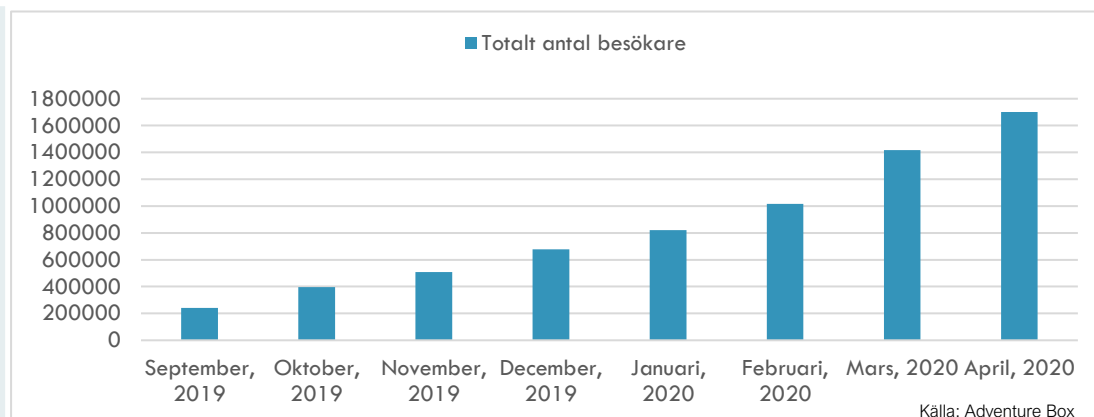
Slutligen kommer bolaget implementera ett intäktsdelningssystem under andra delen av 2020. Intäktsdelning innebär att bolaget kommer dela de intäkter som exempelvis ett spel inbringar med kreatören av spelet. Detta kan innebära exempelvis intäkter från betalt innehåll eller reklam. Denna modell ger viktiga incitament till kreatörer att skapa spel i Adventure Box plattform och ökar därmed både värdet i spelplattformen men även spelarantalen. Detta är en väl beprövad modell som bland annat Roblox och Youtube använder aktivt idag. Roblox förväntas ha betalat ut omkring 100 miljoner USD till kreatörer under 2019.



Intäktsmodeller.  
Källa: Adventure Box

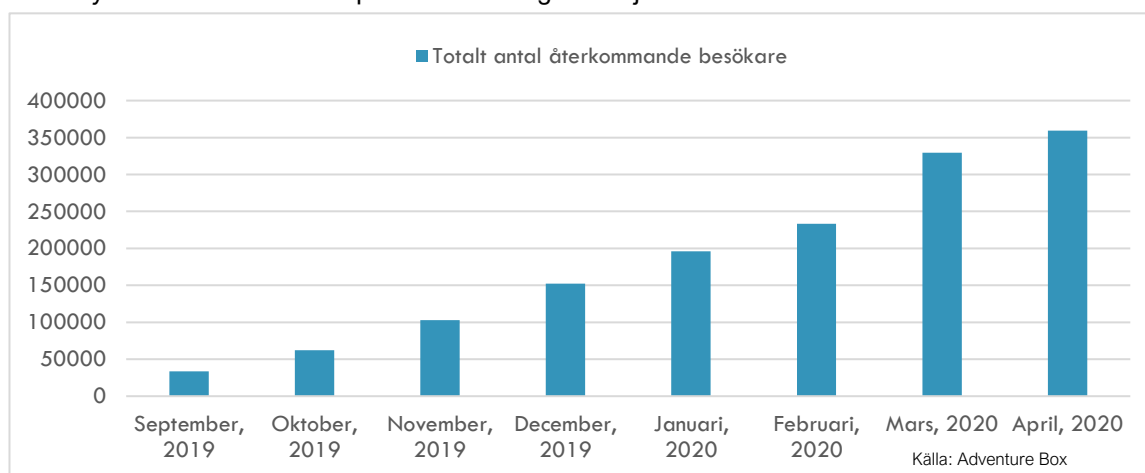
## Besökarantal

Bolaget lägger stort fokus på att öka antalet besökare till sidan i takt med att kommersialiseringprocessen tar fart, parallellt med att plattformen utvecklas. Adventure Box passerade 1 miljon användare i februari 2020 och 1,7 miljoner i april, en imponerande 600% ökning från september, 2019. Den exponentiella ökningen av hemsidesbesökare är en god signal då det ger en indikation till användartillväxten, trots att webbsidesbesök inte motsvarar aktiva användare i alla lägen.



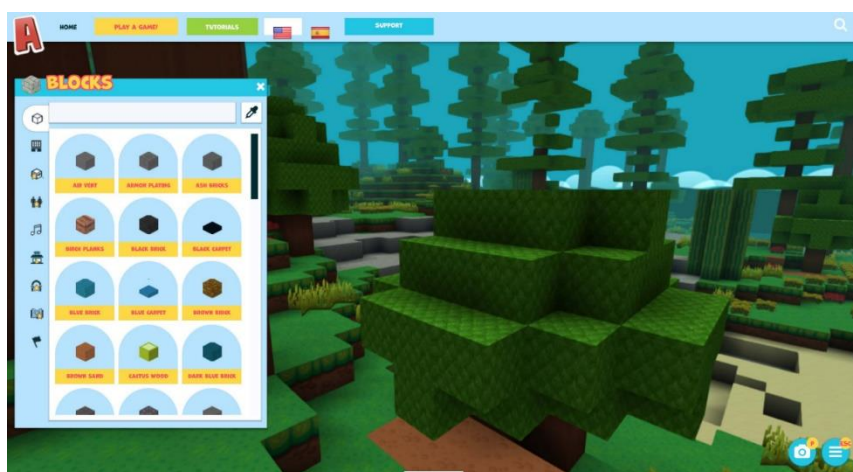
Ännu viktigare i sammanhanget är återvändande besökare, då det är en tydligare indikator på användarantal. Återvändande besökare som måttstock innebär att man troligtvis lyckas sortera bort användare som endast besöker sidan men inte nyttjar spelplattformen. Även här uppvisar Adventure Box starka siffror, med en ökning med över 900% från 33 723 återkommande besökare i september, 2019, till 359 556 i april, 2020.

Vi ser det kraftigt ökande antalet återkommande besökare som en stor styrka och en indikation på värdet i bolagets erbjudande.



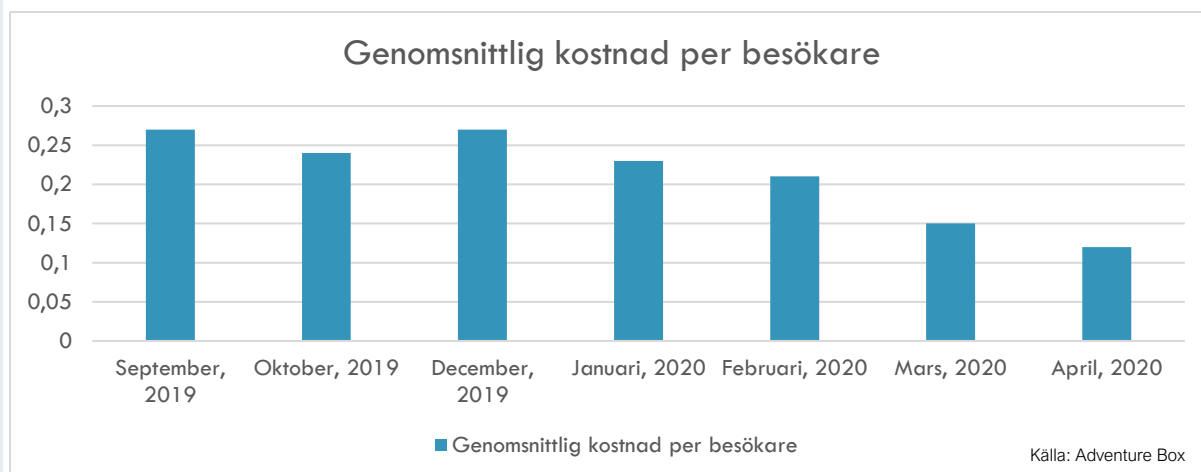
Räknat som andel av totalt antal besökare utgör 21 procent av det totala antalet besökare återvändande besökare, en siffra som varierat mellan 14 och 24 procent sedan september 2019. Genomsnittligt för perioden utgör 20 procent av alla besökare återvändande besökare. Bolaget nyttjar flera olika marknadsföringskanaler för att attrahera nya besökare till sidan. Detta gör delvis genom Google Ads, annonser som visas på olika lämpliga sidor där publiken bedöms finnas.

Vidare anlitar bolaget olika "Youtubers", vilket är personer som spelar spel på Adventure Box plattform och delar detta på Youtube. Bolaget har riktat in sig på Minecraft Youtubers, vilket är olika profiler som inriktat sig på Minecraft vilket har stora likheter med bolaget spelplattform. Under kvartalet har bland annat JonesGotGame, Beautiful O.B och The Frustrated Gamer använts till detta, som sammanlagt har nära 2 miljoner prenumeranter på Youtube.



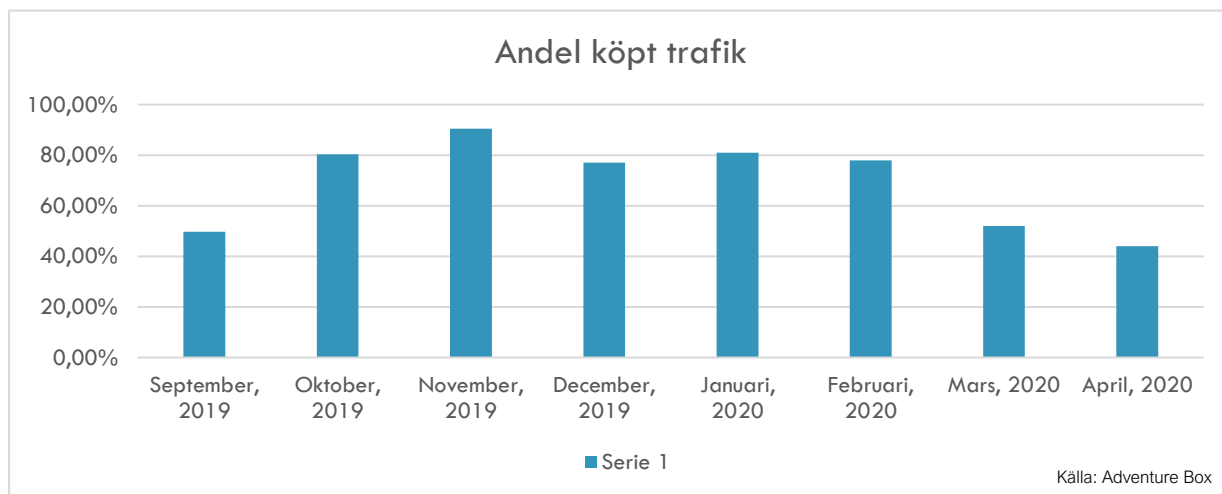
Spelvyn i Adventure Box.  
Källa: Adventure Box

Den genomsnittliga kostnaden per besökare har kontinuerligt minskat över perioden, till att i april uppgå till 12 öre per besökare. Då en betydande del av trafiken fortfarande utgörs av köpt trafik är detta ett stort styrkebesked och 0,12 kr per kund är på branschnivå väldigt lågt. För installationer av mobilappar är kostnaden omkring 20–30 kr per installation och trots att detta inte är direkt jämförbart så är det en tydligt indikation på att förvärvskostnader per kund är mycket låga.





Andelen köpt trafik till har minskat under perioden, från omkring 80 procent i januari till strax över 40 procent i april. Det är rimligt att anta att andelen köpt trafik kommer fortsätta vara hög under tillväxtfasen för att successivt minska. Givet anskaffningskostnaden per besökare och den nära förestående implementeringen av fler intäktskällor så ser affären god ut i den köpta trafiken.



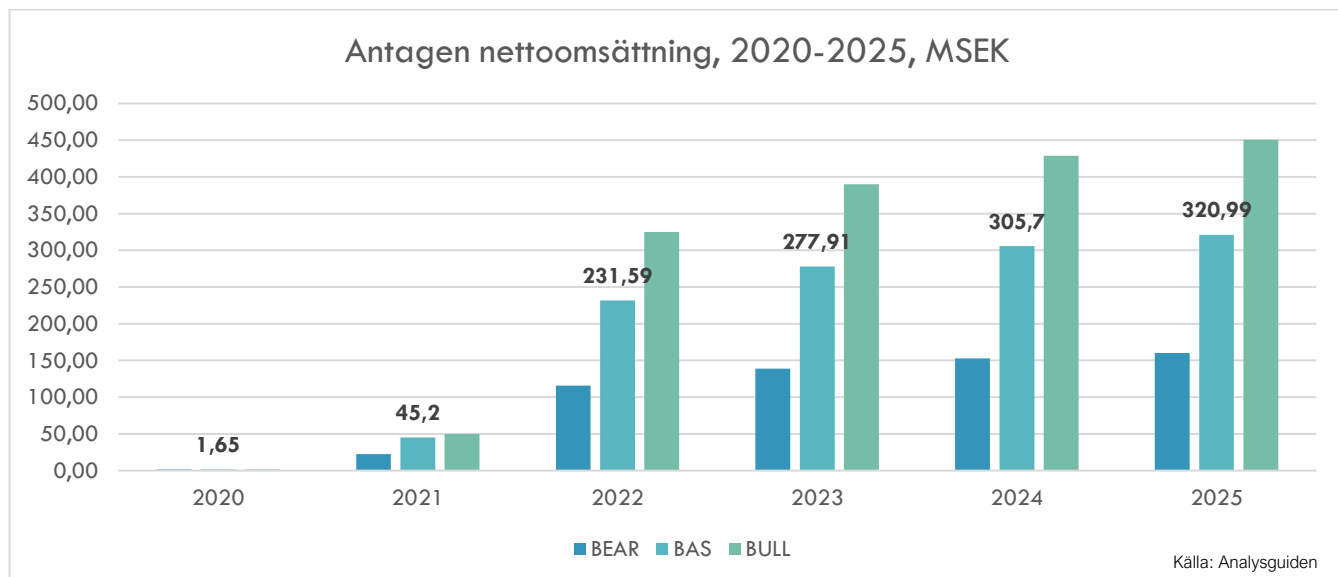
## Prognoser

I våra prognoser för Adventure Box fortsatta utveckling är ett antal faktorer särskilt värdedrivande. Dessa är:

1. Bibehållen användartillväxt
2. Implementering av nya intäktsmodeller
3. Ökat antal återvändande besökare.

Bolaget rapporterade intäkter om totalt 30 000 kronor under det 16 månader långa räkenskapsåret 2018/2019. Detta är att förvänta i ett sådant tidigt skede och vi förväntar oss att intäkter ökar kontinuerligt under kommande år givet att faktorerna ovan. Prognostiserade intäkter utgår från att samtliga intäktsmodeller börjar implementeras under 2020. Vi förväntar oss därefter att den stora påverkan på intäkterna kommer ske under 2021, där intäkterna bör kunna öka markant.

I vårt bas-scenario antar vi intäkter om 1,65 miljoner kronor under innevarande år, huvudsakligen hänförligt till reklamintäkter. 2021 antar vi intäkter om 45,2 miljoner kronor, där köpt innehåll och abonnemangstjänsterna kommer vara starkt drivande i intäktsökningen.

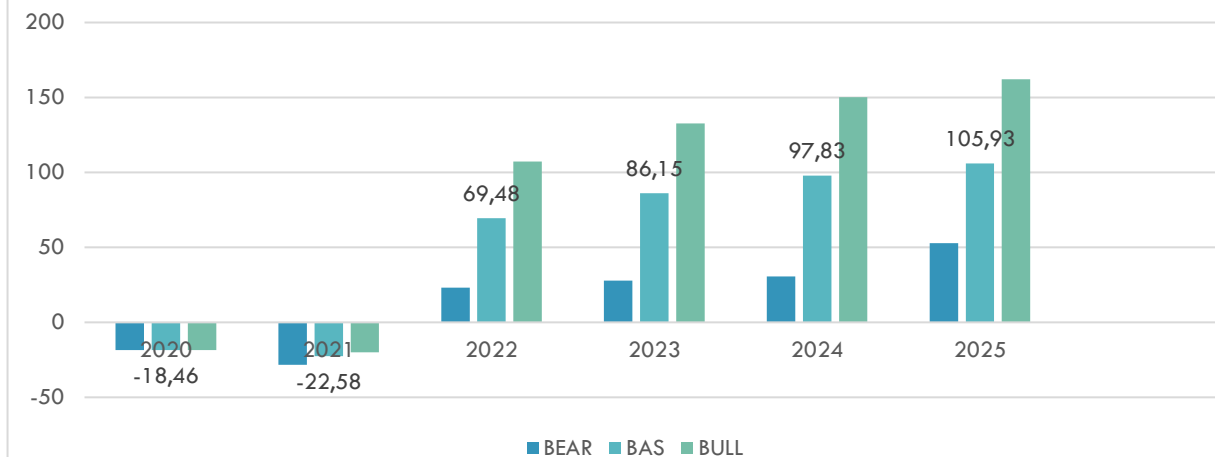


Intäktsprognoserna utgår i att antalet användare vid slutet av 2022 passerar 20 miljoner, vilket innebär över 10 miljoner återkommande användare. Givet den exponentiella tillväxten hittills, det mogna och beprövade konceptet och sjunkande förvärvskostnader bör detta inte ses som orimligt.

Prognoserna baserar sig på att annonsintäkterna återhämtar sig till följd av introduktionen av videoannonser. Vidare antar vi, enligt tidigare, långsiktigt att 2 procent av återvändande användare kommer teckna abonnemang. Detta baseras på siffror från Roblox, som i augusti 2019 rapporterade 2 miljoner spelkreatörer vilket motsvara omkring 2 procent av den totala spelarbasen. Vi antar att abonnemangen långsiktigt kommer nå en kostnad av 90 kronor, vilket ligger i linje med Roblox abonnemangsformen på mellan 50 och 200 kronor per månad.

Köp av innehåll i spelet förväntas inbringa 20–25 kronor per köp, och vi antar att långsiktigt kommer 2,8 procent av återvändande användare köpa innehåll. Vi baserar detta på statistik från Appsflyer om in-game köp av spelare, där omkring 5 procent av användare spenderar pengar i spel med en snittkostnad på cirka 100 kr i månaden. Dessa tal nedjusteras för att mer korrekt representera den relativt unga spelarbasen på Adventure Box, vilket kan antas ligga i linje med Roblox som har användare huvudsakligen mellan 9–15 år.

Antagen EBITDA-utveckling, 2020-2025



Källa: Analysguiden

I stort ligger tidigare EBITDA prognoser kvar, där positivt resultat förväntas nås först 2022. Resultaten har uppjusterats något, främst till följd av lägre anskaffningskostnad för nya kunder samt ökad användartillväxt. Vi tar här hänsyn till merkostnader från en utökning av organisationen som kan förväntas, då bolaget idag består av endast 11 heltidsanställda och ett antal konsulter. Vidare antas den köpa trafiken successivt minska över tid.

## DCF-värdering

Med grund i prognoserna ovan värderar vi därefter Adventure Box över tidsperioden 2020–2025 genom att diskontera förväntade fria kassaflöden. Bolaget har nyligen genomfört en nyemission som stärkte kassan, men vi förväntar oss vidare emissioner kommande år innan bolaget blir lönsamt. Utestående aktier är efter emissionen 10,6 miljoner och likvida medel per rapportdatum uppgår till 13 miljoner kronor.

	BEAR	BAS	BULL
Diskonteringsränta	18%	18%	18%
Långsiktig EBITDA-marginal	27%	33%	36%
Långsiktig tillväxt	3%	3%	3%
Rörelsevärde	13	125	266
Kassa	13	13	13
Aktievärde	26	138	279
Antal aktier, miljoner	10,63	10,63	10,63
<b>Värde per aktie, SEK</b>	<b>2,5</b>	<b>13,0</b>	<b>26,2</b>
Upp/nedsida rel. Senast betalt (7:00)	-64,3%	85,7%	274,3%

Källa: Analysguiden

## Slutsatser

Sammantaget ser vi fortfarande att Adventure Box kommande värde inte är fullt diskonterat i nuvarande pris och det finns stor potential till tillväxt. Investeringen är förenad med stor risk då bolaget ännu inte uppvisat större intäktssiffror, men givet implementeringen av nya intäktssmodeller och bibehållen användartillväxt är det fullt möjligt att uppnås. Ytterligare en styrka i bolaget är den erfarenhet styrelsen och ledningen besitter, med flera personer med stor erfarenhet bland annat inom tillväxtbolag, samt den nyligen instiftade rådgivande styrelsen med bland annat personer meriterade från Paradox och Spotify.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Johan Hellström och Nils Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

**Ansvarig analytiker: Johan Hellström, Nils Hellström**