

Uppdatering

ADVENTURE BOX TECHNOLOGY AB

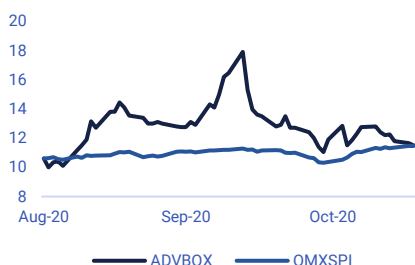
VD: Christopher Kingdon
 SO: Örjan Frid
corp.adventurebox.com

Bloomberg: ADVBOX:SS
 Reuters Eikon: ADVBOX.ST

Lista: Nasdaq First North Growth Market

Aktie, senast: 10,25 kr
 Marknadsvärde: 154 MSEK

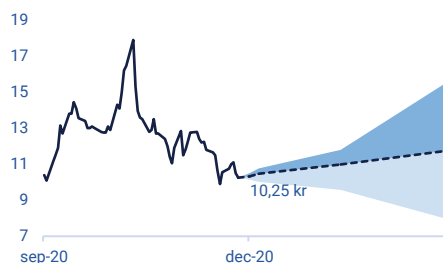
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	88	189	59	-13

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	8,0	11,7	15,4
Upp-/nedsida (%)	-22	14	51

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Richard Ramanius
 Associate Equity Analyst

Viktig finansiering på plats och ökad aktivitet

Adventure Box levererade under Kv3, 2020 en låg nettoomsättning trots att visning av videoreklam har tillkommit. Positivt är dock att andelen återvändande besökare steg i oktober och att denna viktiga KPI är i en stigande trend. Bolaget har samtidigt fullt fokus på att öka antalet spel kreatörer liksom antalet spel på plattformen som ska utgöra grunden för framtida viral spridning. Ny finansiering möjliggör också för nyanställningar som skall bidra till hållbar tillväxt över tid.

Lägre intäkter väntat och nya pengar

Under det tredje kvartalet 2020 redovisade Adventure Box en nettoomsättning på 21 000 kronor. Intäkterna är därmed kvar på låga nivåer och vi hade räknat med en något högre siffra, givet att videoreklam nu finns på plats. Justerat rörelseresultat (nettoomsättning reducerat med totala rörelsekostnader) landade på minus 5,4 miljoner kronor, vilket var bättre än vår förväntan. Avvikelsen är bland annat hänförligt till reducerade marknadsföringsinsatser i spåren av fokus på spel kreatörer och öka antalet spel. Bolaget har också nyanställt i långsammare takt än väntat.

Fokus på användare som skapar spel

Bolaget har tidigare fokuserat på två användartyper: användare från rika länder samt spelare. Nu avser bolaget att endast fokusera på spelskapande användare. På kort sikt kan detta leda till en nedgång i antal användare – men med tanke på affärsmodellen är beslutet logiskt: För att Adventure Box ska vara attraktivt för spelare måste det finnas bra spel på plattformen. Att locka nya spelare genom marknadsföring innan detta är på plats leder rimligtvis till låg andel återkommande användare. När grunden väl är lagd, alltså att många högkvalitativa spel finns på plats, kan framtida marknadsföring därefter ge en högre avkastning. Kort sagt avser Adventure Box investera i plattformen för att skapa mer värde på längre sikt. För att stödja denna strategi avser utöka antalet medarbetare från 13 till 26. Detta görs möjligt genom nyemissionen i oktober som stärkte kassan med 60 miljoner kronor före avdrag för transaktionskostnader.

Motiverat värde

Med fullt fokus på spel kreatörer och fortsatt låga intäkter från videoreklam har vi justerat ned vår intäktsprognos. Parallellt har vi också justerat ned marknadsföringskostnaderna. Samtidigt har sektorn värderats upp, som tillsammans med nya pengar gör att vår värdering i basscenariot höjs till 11,7 kronor (från 11,5) för de kommande sex månaderna. Risken är fortsatt hög. Tecken på ett mer betydande intäktslyft är en trigger.

Finansiella nyckeltal, MSEK

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	0,0	0,2	6,1	54,9	127,8	300,4
Just. EBITDA	-12,3	-16,8	-26,6	-46,1	-59,8	15,2
Just. EBIT	-12,7	-22,0	-32,3	-52,2	-66,3	8,2
Vinst per aktie	-1,96	-1,46	-1,87	-3,11	-3,81	0,60
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt, nettoomsättning	-79%	489%	3333%	805%	133%	135%
Just. EBITDA-marginal	-40843%	-9522%	-439%	-84%	-47%	5%
Just. EBIT-marginal	-42277%	-12439%	-532%	-95%	-52%	3%
EV/Sales (nuvarande)	n.m.	585,5x	17,1x	1,9x	0,8x	0,3x
EV/Just. EBITDA (nuv.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6,8x
P/E (nuv.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	17,2x
P/BV (nuv.)	9,5x	4,8x	2,0x	3,0x	2,8x	1,9x
Nettoskuld/Just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

*16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

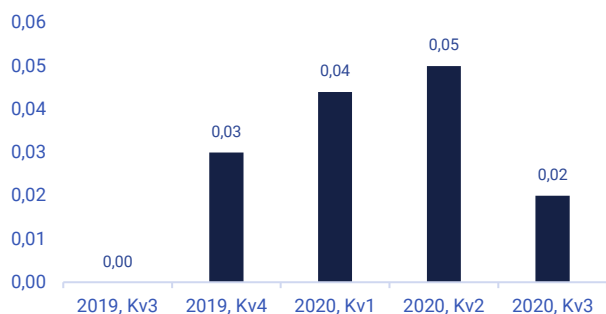
Adventure Box Technology AB (Adventure Box eller bolaget) intäkter är kvar på låga nivåer trots genomförda utvecklingsinitiativ. Med reducerad marknadsföring och ökat fokus på spel kreatörer och tilltro till viral spridning – alltså att befintliga användare "marknadsför" plattformen till nya användare – föll antalet webbesökare under oktober. Samtidigt har aktiviteten bland spel kreatörer ökat; det genomsnittliga antalet spel skapad per spel kreatör har ökat och samma sak gäller antalet publicerade spel liksom spelkomponenter/tillbehör till spel. Positivt är att andelen återvändande besökare steg i oktober och befinner sig i en stigande trend sedan juli 2020. Flera viktiga indikatorer pekar därmed i rätt riktning för att bolaget skall kunna uppnå den virala spridning som eftersträvas. Vidare har Adventure Box också genomfört en riktad emission som medförde att Per Hamberg, styrelseledamot och största ägare i NetEnt, kunnat öka sin andel. Det nya kapitalet möjliggör för bolaget att fortsätta att satsa.

Intäkter kvar på låga nivåer

Under de gångna två kvartalen har bolaget implementerat flera intressanta utvecklingsinitiativ för framtiden. Däribland har en handelsplattform implementerats där användare kan köpa och sälja speltillbehör. Videoreklam, som typiskt sett har betydligt högre intäkt per visning än "banners" är ytterligare ett viktigt initiativ. Vi trodde att framförallt videoreklam skulle generera kontinuerligt stigande intäkter, om än i små steg. Dock, under tredje kvartalet 2020 redovisade Adventure Box en blygsam nettoomsättning på 21 000 kronor, vilket var lägre än kvartalet innan (50 000 kronor). En rimlig förklaring till de fallande intäkterna är tappet i antalet användare men också att bolaget medvetet håller tillbaka på reklamvisningar för att inte störa den organiska tillväxten.

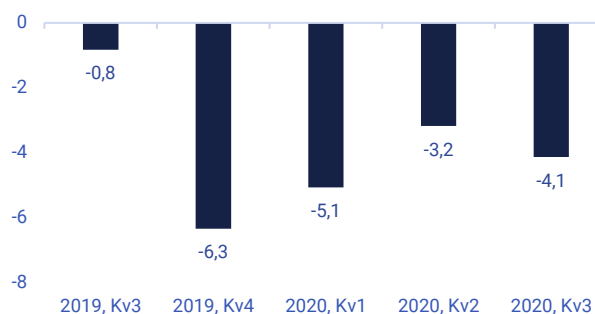
Intäkter kvar på låga nivåer. Med finansiering på plats är det bolagets avsikt att fokusera på organisk tillväxt i antalet användare snarare än att generera intäkter

Nettoomsättning, kvartal (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Rörelseresultat, kvartal (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Nedan visas våra prognoser jämfört med utfall för det tredje kvartalet. Som framgår var EBIT-resultatet mindre negativt än våra förväntningar. Differensen är bland annat hänförlig till lägre marknadsföringskostnader än vad vi räknat med. Dessvärre säredevisar inte bolaget hur mycket som spenderas på marknadsföring, som utöver CPC-modeller även innefattar Youtubers och sponsored articles med mera. Vi uppskattar dock att bolaget nästan halverat sina kostnader relaterade till CPC-modeller sedan första kvartalet.

För helåret 2020 räknar vi med ett EBIT-resultat på minus 17,6 miljoner kronor.

Utfall vs. prognoser, kv2 2020 (MSEK)

	Kv3, 2020A	Kv3, 2020P	Diff.
Nettoomsättning	0,02	0,065	-69%
Totala intäkter	1,25	1,27	-2%
EBIT-resultat	-4,14	-5,06	18%
Just. EBIT-resutlat	-5,37	-6,27	14%
EBT	-4,08	-5,18	21%
Just. EBT	-5,31	-6,39	17%
Res. efter skatt	-4,08	-5,18	21%
Just. res. efter skatt	-5,31	-6,39	17%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ökad andel återvändande användare och aktivitet

Nedan visas utveckling i antalet webbesökare och kostnad per klick (CPC) för marknadsföring med CPC-modeller. Som framgår föll antalet webbesökare tillbaka under oktober. Tapet i oktober är rimligtvis en effekt av medvetet reducerad marknadsföring, i linje med bolagets strategi om att fokusera på innehållproducerande spelkreatörer. Det är också intressant att marknadsföringskostnaderna CPC har fallit tillbaka sedan juli. Det indikerar att bolaget har återgått till att attrahera användare på "billigare" marknader.

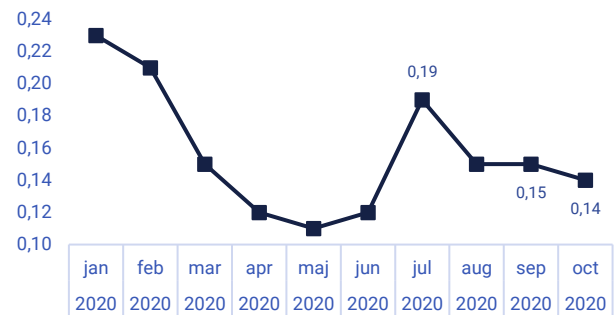
Bolagets ledning har hög tilltro till viral spridning.

Antal webbesökare (miljoner stycken)



källa: Bolagsinformation

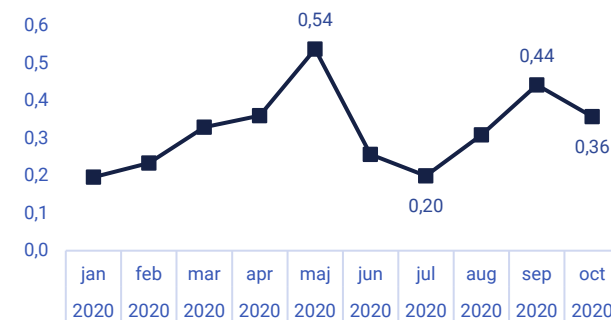
CPC (kronor)



Källa: Bolagsinformation

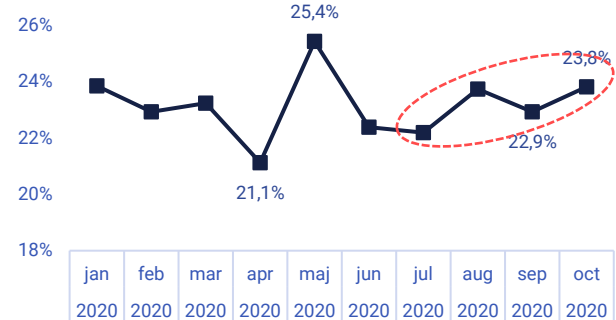
Liksom antalet webbesökare föll också antalet återvändande besökare tillbaka under oktober. Se graf till vänster nedan. Samtidigt steg andelen återvändande besökare. (Se graf nedan till höger). Med lite välvilja kan också en stigande trend synas i denna mycket viktiga KPI sedan juli. Kan denna stigande trend hålla i sig är det en positiv signal. Givet fokus på spelkreatörer är det också en varningssignal om denna hamnar i en fallande trend – om spelskapare inte stannar och skapar innehåll kommer tillväxten dröja.

Antal återvändande besökare



källa: Bolagsinformation

Andel återvändande webbesökare



Källa: Bolagsinformation

Adventure Box har också meddelat att aktiviteten på den sociala plattformen har ökat kraftigt (18 gånger) mellan juli och september. Det är positivt och visar att aktiviteten på plattformen rör sig i rätt riktning.

Ökad aktivitet hos skapare

Givet att det är användarna som skapar spelen kan hundratusentals, och över tid, miljontals spel att finnas tillgängliga på bolagets plattform. Att något av dessa kommer locka miljontals användare på återkommande basis är inte otänkbart – men frågan är i så fall när. Sannolikheten att något spel på plattformen blir en riktig succé ökar rimligtvis ju fler högkvalitativa spel som finns tillgängliga.

Med utökad fokus på spelskapare har också antalet spelkomponenter ökat från omkring 1 400 stycken till 4 500. Antalet skapade spel per spelskapande användare har ökat från 1,5 till 2,5 samtidigt som andelen av alla skapade spel som blivit publicerade ökat från 10 procent till över 27 procent. Detta tyder på att satsningen på spelkreatörer hittills givit ett visst resultat.

Ju fler spel det finns på plattformen, desto viktigare blir det att "rätt" spel hamnar tidigt uppe i flödet av spel på landningssidan. "Rätt" spel kan var spel som är populära och

matchar användares preferenser men också spel som användare tenderar att spendera mest pengar i. En parallell kan dras till iGaming (exempelvis, casino online och betting) där speloperatörer spenderar stora utvecklingsresurser på att hitta system som placerar ut spelen på ett effektivt sätt.

Utöver att skapa innehåll tror vi också att aktiva spelskapare direkt kan bidra till den virala spridning som eftersträvas. Det då det rimligtvis är spelskaparna själva som mest naturligt kommer dela sina spel och således bli källan till vidare spridning.

Ökning av antal anställda

I dag har bolaget endast omkring 13 medarbetare. Målet är att dubbla antalet medarbetare inom kort till 26. Hittills har bolaget säkrat 5 nyanställda. Ett fokus bland anställningarna är utvecklingssidan snarare än marknadsföringssidan. Målet är att stödja användarna som utvecklar spel så att de kan utveckla innehåll med bättre kvalitet. För det behövs en bra plattform. Vi bedömer att plattformen fortfarande är i tidig fas och att det finns goda möjligheter att förbättra och utveckla den. Att utöka personalstyrkan är ett måste för att bolaget skall nå sin målsättning och möjliggörs av den genomförda emissionen.

Nödändig finansiering på plats

Bolaget tog in 60 miljoner kronor i en riktad emission, före avdrag för kostnader, och till en högre kurs än vi räknat med. Ägarlistan har ändrats till följd av detta. Den mest påtagliga effekten har varit att flertalet av de tio största ägarna blivit utspädda och att ägandet blivit mindre koncentrerat. De tio största ägarna har nu 32,0 procent av kapitalet och rösterna, jämfört med 37,4 procent per den 30 september 2020. Endast Cloverhill Holdings har mer eller mindre kunnat försvara sin andel.

Ytterligare extern finansiering kan komma att behövas.

Tio största ägare, före och efter riktad nyemissionen

Efter riktad emission	Kapital/Röster	Före riktad emission	Kapital/Röster
Christopher Kingdon	5,88%	Christopher Kingdon	8,33%
Cléo Hayes McCoy	5,56%	Cléo Hayes McCoy	7,89%
Theodor Jeansson	5,30%	Lorang Andreassen	4,61%
Lorang Andreassen	3,25%	Peter Lönnqvist	3,53%
Cloverhill Holdings Ltd	2,71%	Cloverhill Holdings Ltd	2,90%
Peter Lönnqvist	2,51%	Hans Ternbrant	2,77%
Peter Hamberg/Hamberg invest	2,19%	Palmstierna Invest	2,22%
Hans Ternbrant	1,95%	Joachim Odqvist	1,94%
Joachim Odqvist	1,37%	Aske Invest	1,64%
ASKE Invest	1,28%	Blasieholmen Investment	1,60%
Totalt	32,00%	Totalt	37,43%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ny på listan över de tio största ägarna är Peter Hamberg, som över tid har ökat sin andel i Adventure Box från cirka 1,4 procent till 2,2 procent. Peter sitter som styrelseledamot i NetEnt där han också är den största enskilda ägaren. Detta är givetvis positivt. Peter är son till bortgångna Per Hamberg som grundade Cherry-koncernen.

Det är positivt att bolaget kunde göra nyemissionen till en förhållandevis hög kurs (då i relation till vårt motiverade värde i basscenariot i föregående analysuppdatering) om 13,5 kronor och liten rabatt. Dock tog bolaget in ett större belopp än vi räknat med på dessa nivåer. Tidigare hade vi istället räknat med att Adventure Box skulle genomföra mindre emissioner till en kontinuerligt stigande kurs vilket skulle förse bolaget med dess finansieringsbehov – och därmed hålla tillbaka utspädning/antalet nyemitterade aktier. Men givet den genomförda emissionen och dess höga belopp försvinner den positiva effekten (i vår teoretiska modell) från att emissionen gjordes på ett högre pris och netto ökar istället antalet aktier efter att det framtida antagna finansieringsbehovet är mött över den prognostiserade perioden i vår modell, åter jämfört med vår tidigare analysuppdatering.

Det förefaller också som om emissionen i stor utsträckning tecknades av mindre långsiktiga investerare som kan vara en delförklaring till att aktiekursen pressats sedan emissionen.

Investment case, prognoser och värdering

Adventure Box är ett teknik- och spelbolag som tillhandahåller en spelplattform där användare kan skapa, dela och spela voxel-spel. Tydliga paralleller kan dras mellan Adventure Box och Roblox som med sina 150 miljoner+ månatliga användare är ett av världens populäraste spel. Roblox värderades till fyra miljarder USD i början av 2020 med intäkter under 2019 om 500 miljoner USD. Det påvisar potentialen. Roblox har samtidigt etablerat en publik, vilket kan underlätta bolagets tillväxtresa. Genom att nuvärdesberäkna framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell beräknas ett motiverat värde per aktie om 13,2 kronor (11,5) för de kommande sex månaderna. Potentialen är stor men bolaget är i tidig fas och osäkerheten liksom risken är därmed hög, vilket också avspeglas i den höga diskonteringsräntan om 24,3 procent.

Investment case: Hög potential och hög risk

Vi bedömer att Adventure Box har möjlighet att slå stort och att pusselbitarna sakta börjar falla på plats. Potentialen är stor, vilket bland annat påvisas av konkurrenten Roblox som är ett av världens populäraste spel. Potentialen kommer också till en hög risk och osäkerhet, givet den tidiga fas som bolaget faktiskt befinner sig i.

Bolaget bygger förutsättningar för att slå stort.

Flera pusselbitar redan på plats

Adventure Box har utvecklat en spelplattform av freemium-karaktär där miljoner användare samlas för att skapa, dela och spela voxel-spel. Sedan marknadsföringen intensifierades har antalet användare växt snabbt till att överskrida två miljoner i maj 2020. Med detta har bolaget påvisat förmågan att få användarbasen att växa och fokus har nu flyttats till att attrahera värdefulla spelskapande användare och erhålla viral spridning.

Antalet webbesökare och bibehållandegrad pekar åter uppåt.

För att bolaget skall nå sin målsättning, att bli ett av världens populäraste och mest framgångsrika spel, är denna virala spridning vital. Viral spridning kan leda till en brant tillväxtkurva till låga marknadsföringskostnader. Bolaget har sedan grundandet utvecklat sin plattform för att optimera förutsättningarna för att uppnå viral spridning. Det bland annat genom att utveckla en teknik som möjliggör för plattformen och spelen att effektivt strömmas direkt i webbläsaren, på PC eller i mobiltelefon. Det reducerar i sin tur tröskeln för nya användare att ansluta och den virala spridningen att tillta.

Det finns heller ingen strategi eller teknik som garanterar viral spridning. Allt handlar istället om att skapa förutsättningar, vilket vi bedömer att bolaget till delar har gjort. Det bland annat genom strömningsfunktionaliteten i kombination med det nya gränssnittet som gör det ännu enklare att dela innehåll. Nästa steg, som bolaget arbetar på nu, är att låta användare skapa innehåll på sidan för att sedan öka marknadsföring och parallellt växa viralt.

Ett motiv i pusslet kan börja tydas...men långt från helt

Ytterligare en viktig förutsättning för hållbar tillväxt över tid är att spelbyggarmotorn är användarvänlig och tillräckligt omfattande. Rörande användarvänlighet är denna enligt vår bedömning hög. Omfattningen kan öka för att inkludera andra typer av spel. Men som tidigare nämnts befinner sig bolaget i tidig fas och mycket utveckling kvarstår.

Vidare är den av användarna upplevda kvaliteten på Adventure Box plattform en ytterst viktig parameter för att bedöma bolagets framtid. En KPI som indikerar kvalitet är andelen återvändande besökare. Med lite välvilja kan som tidigare nämnts en stigande trend i antalet återvändande webbesökare tydas.

Andra kvantitativa parametrar som hade varit värdefulla för att bedöma kvalitet är antal samtidiga spelare i ett spel eller på plattformen liksom den genomsnittliga speltiden. Dessa siffror har dock inte publicerats.

Intäktstillväxt, nästa trigger?!

I dag genereras intäkter från reklam, vilket är en vanligt förekommande intäktsmodell bland de mest populära freemium-spelen. Reklamintäkterna har hittills varit låga. Men med möjligheten att visa reklam på plattformen i videoformat tror vi fortfarande att dessa kommer växa under de kommande kvartalen. Fokus bör fortsatt ligga på användartillväxt men indikationer på ett intäktslyft kan också vara en trigger som adderar värde till aktien.

Reklamintäkterna är den intäktsmodell där risken bedöms som lägst.

Prognoser

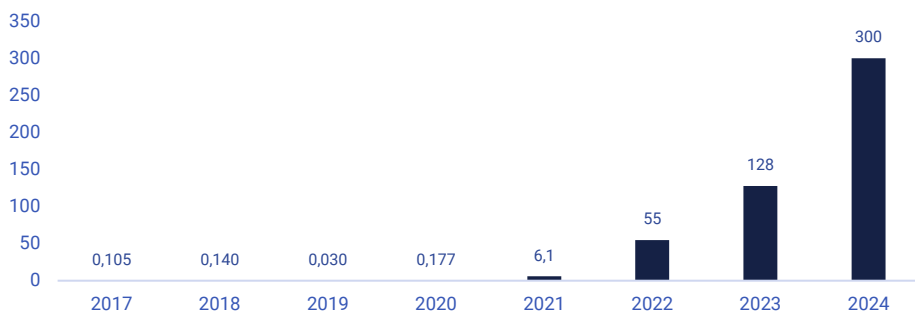
Den korta historiken medför att en begränsad mängd data finns tillgänglig och därför bygger våra intäktsprognoser på marknadsbegrundade antaganden om avgörande parametrar som intäkt per tusentalet reklamvisning, genomsnittlig intäkt från betalt innehåll per betalande användare med mera. Antaganden om tillväxtkurvan i webbesökare och aktiva användare samt dess lutning är också avgörande. Osäkerheten i våra prognoser är givetvis mycket hög.

Intäkterna lyfter mot betydande nivåer under 2022

Nedan visas våra prognoser för nettoomsättningen på helårsbasis under den prognostiserade perioden 2020-2024. Som framgår modellerar vi med att bolaget kommer upp i en total nettoomsättning på helåret 2020 om cirka 180 000 kronor. Vi har justerat ned våra intäktsprognoser förhållandevis kraftigt. Det dels då bolaget just nu fokuserar på skapare och innehåll och dels då det som extern part inte går att tyda några direkta tecken på att videoreklam omgående kommer lyfta intäkterna i den utsträckning som vi tidigare räknat med. Vidare är intäktsmodellen abonnemang försenat.

Vi modellerar med en exponentiell tillväxtkurva i linje med viral spridning.

Nettoomsättning, basscenario (MSEK)



källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Den antagna tillväxtkurvan är beroende av att användarbasen fortsätter öka, vilket successivt ger ett tydligt uppställ i reklamintäkterna, då givet att antalet påbörjade spelsessioner ökar med antalet användare. Under 2021 börjar andra intäktsmodeller som betalt innehåll och abonnemang öka sina andelar av den totala nettoomsättningen. Risken med intäktsmodellerna betalt innehåll och abonnemang bedöms som klart mycket högre än risken i reklamintäkterna.

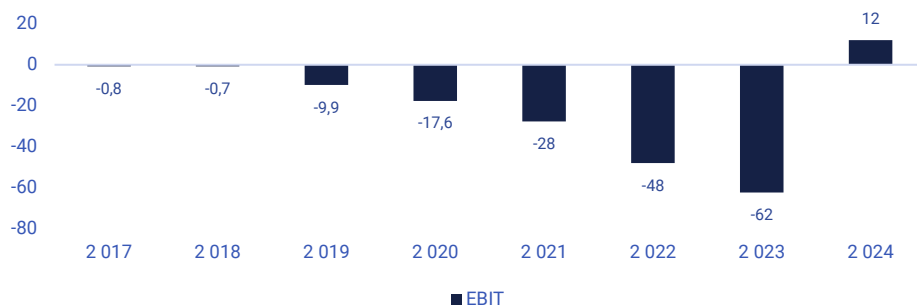
Under 2022 modellerar vi med att användarbasen växer kraftigt, vilket driver på intäkterna från de tre intäktsmodellerna. Vid utgången av 2024 modellerar vi med att bolaget har strax över 19 miljoner månatliga aktiva användare (MAU), vilket motsvarar knappt 12 procent av Roblox. Den relativt snabba tillväxten motiveras av att Roblox med flera andra aktörer redan etablerat en marknad som bolaget kan dra nytta av men också att Adventure Box har goda förutsättningar till viral spridning.

Tillväxtkurvan är alltså delvis beroende av att satsningen på betalt innehåll och abonnemang lyckas. Genomsnittlig intäkt per användare och månad (ARPU) vid utgången av 2024 är antagen till knappt fyra kronor. Roblox har en ARPU på 0,42 USD/månad. Den relativt snabba tillväxten i ARPU motiveras av att bolaget har reklamintäkter, vilket Roblox saknar.

Sänkta marknadsföringskostnader och stigande personalkostnader

Överst på nästa sida visas de antagna justerade EBIT-resultaten över den prognostiserade perioden, 2020-2024. Som framgår prognostiserar vi ett negativt EBIT-resultat om minus cirka 18 miljoner kronor för helåret 2020. Med avsikten att dubbla personalstyrkan och vårt antagande om tilltagande marknadsföring (om än sänkt från föregående analysuppdatering) modellerar vi med att EBIT-resultatet under 2021 kommer landa på cirka minus 28 miljoner kronor.

Historik och antagna EBIT-resultat i vårt basscenario (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår modellerar vi också med ett tilltagande negativt EBIT-resultat under 2022 och 2023, då bolaget vidare utökar marknadsföringen och proaktivt bygger organisation för att upprätthålla en snabb takt på vidareutveckling och anpassning av erbjudandet. Men som tidigare nämnts, har vi justerat ned antagandet om marknadsföringskostnader över hela den prognostiserade perioden och bolaget gör ett positivt EBIT-resultat under 2024 i vårt basscenario.

Med målsättningen 300+ miljoner användare kan lönsamhet dröja

Nedan visas utdrag från den historiska och antagna resultaträkningen. Bolaget blir i det antagna scenariot lönsamt på sista raden under 2024. Givet bolagets ambition att bli världens största spel/spelplattform med runt 300 miljoner användare men också att organisationen på riktigt arbetar för att komma dit kan bolaget sannolikt inte göra vinst innan dess.

Historisk och prognostiserad resultaträkning (MSEK)

	2018/19*	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoomsättning	0,0	0,2	6,1	54,9	127,8	300,4
Tillväxt	-79%	489%	3333%	805%	133%	135%
Totala intäkter	2,8	4,5	10,7	59,2	131,8	304,1
Tillväxt	71%	62%	136%	454%	122%	131%
EBITDA	-9,5	-12,5	-22,0	-41,9	-55,8	18,9
Just. EBITDA	-12,3	-16,8	-26,6	-46,1	-59,8	15,2
Just. EBITDA-marginal	-40843%	-9522%	-439%	-84%	-47%	5%
EBIT	-9,9	-17,6	-27,6	-48,0	-62,3	11,9
Just. EBIT	-12,7	-22,0	-32,3	-52,2	-66,3	8,2
Just. EBIT-marginal	-42277%	-12439%	-532%	-95%	-52%	3%
EBT	-10,1	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
Just. EBT	-12,9	-22,1	-32,7	-52,8	-67,1	6,5
Just. EBT-marginal	-43043%	-12490%	-539%	-96%	-53%	2%
Resultat efter skatt	-10,1	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
Just. resultat efter skatt	-12,9	-22,1	-32,7	-52,8	-67,1	6,5
Just. nettomarginal	-43043%	-12490%	-539%	-96%	-53%	2%
EPS kr	-1,96	-1,46	-1,87	-3,11	-3,81	0,60
EPS (just.) (kr)	-2,50	-1,82	-2,17	-3,38	-4,05	0,38

*16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde om 11,7 kronor i basscenariot

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 24,3 procent, inkluderat ett bolagsspecifikt risktillägg om 9,6 procent. Nuvärdet av det förväntade kassaflödet under denna period är negativt.

För att beräkna evighetsvärdet/restvärdet har vi applicerat en "exit-multipel", vilken motsvarar en jämförelsegrupps (Mobil- och PC-spel) viktade medianvärde för EV/Sales-multipeln om 2,6x. Denna multipel är upp från 2,3x i den senaste analysen. Restvärdet har sedan nuvärdesberäknats med en diskonteringsränta om 26,3 procent. Genom denna metod beräknas rörelsevärdet (EV) till cirka 151 miljoner kronor. Till rörelsevärdet har vi adderat en uppskattad nettokassa per den 31 december 2020 om cirka 51 miljoner kronor. Aktievärdet hänförligt till aktieägare i moderbolaget beräknas därmed till cirka 202 miljoner kronor.

Efter den riktade emissionen beräknas antalet utestående aktier till knappt cirka 15,1 miljoner stycken. Genom att dividera det totala aktievärdet med antalet utestående aktier efter tillkommande aktier (2,2 miljoner) från antagna framtida nyemissioner beräknas ett värde per aktie om 11,7 kronor för de kommande sex månaderna. Det är en uppjustering från tidigare 11,5 kronor per aktie och är en nettoeffekt av nedjusterade intäkter, nedjusterade marknadsföringskostnader, en höjd exitmultipel, nya pengar i kassan och förändrad antagen utspädning från det framtida och antagna kapitalbehovet.

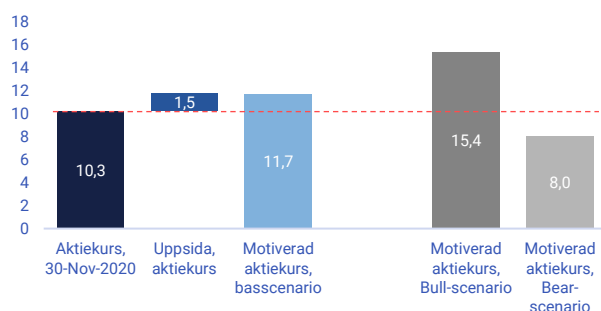
I vår DCF-modell beräknar vi ett motiverat värde om 11,7 kronor per aktie i ett basscenario. I ett Bull-scenario beräknas det motiverade värdet till 15,4 kronor och i Bear-scenariot till 8,0 kronor för de kommande sex månaderna.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-149	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,0%	CAGR, 2019-2025	531,1%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	300	Marknadsriskpremie	7,7%	Just. EBITDA-marginal, 2025	5,0%
Rörelsevärde (EV)	151	Småbolagspremie	4,6%	Just. EBIT-marginal, 2025	2,7%
		Beta	1,2x	Exit Sales-multipel (TV)	2,6x
Kassa	54	Avkastningskrav, EK	14,7%	Skattesats	20,6%
Räntebärande skuld	-3			Bolagsspec. tillägg	65% av Re
Aktievärde	202	Skattejust. Kreditränta	5,5%	Disk.ränta TV	26,3%
		Belåningsgrad	0,0%		
Befintligt antal aktier	15,1			Implicita värderingsmult.	
Nya akter efter emissioner	2,2	WACC	14,7%	EV/sales, 2021P	24,8x
Antalet aktier	17,3	Bolagsspec. Tillägg	9,6%	EV/EBITDA, 2021P	n.m.
				P/S, 2021P	33,2x
Värde per aktie, basscenario	11,7	Disk.ränta	24,3%	P/E, 2021P	n.m.

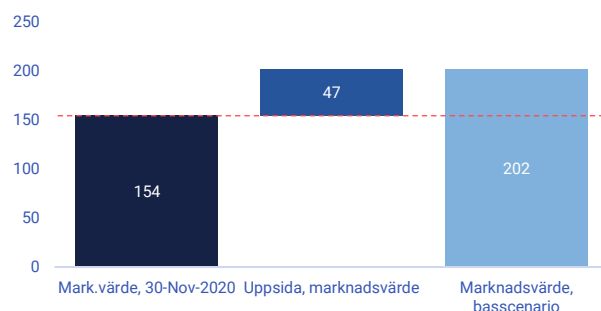
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Vår värdering i basscenariot motsvarar en implicit EV/Sales-multipel om 33,2x prognostiserad försäljning 2021 och 3,7x förväntad försäljning 2022. Mogna mobilspels-företag handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljning 2020 om 2,3x och en EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljning 2021 om 1,8x. Mogna data-spelsföretag handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljningen 2020 om 7,5x och en EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljningen 2021 om 5,8x.

Bull och Bear

För att landa i ett motiverat värde i ett Bull-scenario har vi applicerat en exit-multipel om 3,1x på den antagna försäljningen 2024. Vi har också justerat upp de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på 7,7 procent år 2024. I detta scenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 15,4 kronor.

I Bear-scenariot har vi applicerat en exit-multipel om 2,1x på den antagna försäljningen 2024. Vi har också justerat ned de justerade EBIT-marginalerna över den prognostiserade perioden för att landa på minus 2,3 procent år 2024. Givet detta scenario landar det motiverade värdet på 8,0 kronor per aktie.

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

	1,6x	2,1x	2,6x	3,1x	3,6x
12,7%	5,7	9,0	12,4	15,7	19,1
7,7%	5,3	8,7	12,0	15,4	18,7
2,7%	5,0	8,3	11,7	15,0	18,4
-2,3%	4,6	8,0	11,3	14,7	18,0
-7,3%	4,3	7,6	11,0	14,3	17,6

Källa: Carlsquare prognoser

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

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 av användare till mycket högre nivåer för att kunna generera betydande intäkter och tjäna pengar. Att bolaget lyckas komma upp i det användarantal som krävs är inte något som är givet. 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.

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

Reklaminnehåll styrs i dag av en 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.

Det är som bekant också vår bedömning att bolaget kommer att behöva vidareutveckla plattformen och implementera ny funktionalitet. Förseningar är vanligt förekommande i branschen. Samma sak gäller nya intäktsmodeller 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.

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).

För att agera i linje med ambitioner behöver bolaget växa organisationen markant. Per den 31 december 2020 uppskattar vi att bolaget kommer ha cirka 54 miljoner kronor i likvida medel. Fler nyemissioner blir aktuellt i våra scenarion för att finansiera tillväxtplanerna. Framtida kapitalbehov är inte garanterade.

Bolaget ser ett behov av att utöka personalstyrkan. Att hitta rätt kompetens är inte alltid så lätt och kan ta tid. Vidare gäller det också att kunna behålla nyckelpersonal.

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 18 procent.

Mogna mobilspelsutvecklare/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	12 271	3 835	3 983	28%	27%	1,9x	1,8x	1,2x	7,3x	6,8x	4,4x
G5 Entertainment	SE	2 994	1 233	1 406	14%	22%	2,1x	2,8x	2,3x	10,9x	12,8x	10,8x
Glu Mobile Inc	US	13 864	4 057	4 813	10%	13%	2,6x	1,7x	1,4x	85,2x	13,3x	8,2x
Rovio Entertainment	FI	3 939	3 027	2 799	15%	23%	1,0x	1,3x	1,0x	5,3x	5,6x	5,9x
Stillfront Group AB	SE	30 797	1 967	4 155	38%	39%	9,3x	7,9x	5,8x	15,6x	20,4x	13,7x
Zynga Inc	US	73 605	14 990	19 418	21%	24%	4,8x	4,2x	3,4x	NULL	17,8x	14,4x
MAG Interactive AB	SE	581	218	NULL	NaN	NaN	2,2x	NaN	NaN	22,6x	NaN	NaN
Median		12 271	3 027	4 069	18%	23%	2,2x	2,3x	1,8x	13,3x	13,0x	9,5x
Average		19 722	4 189	6 096	21%	24%	3,4x	3,3x	2,5x	24,5x	12,8x	9,6x
Max		73 605	14 990	19 418	38%	39%	9,3x	7,9x	5,8x	85,2x	20,4x	14,4x
Min		581	218	1 406	10%	13%	1,0x	1,3x	1,0x	5,3x	5,6x	4,4x

Källa: Thomson Reuters Eikon

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 35 procent.

Mogna mobilspelsutvecklare/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	501 705	61 466	70 298	34%	43%	7,2x	6,3x	5,8x	17,7x	14,6x	13,6x
Electronic Arts	US	299 059	51 263	51 694	35%	35%	5,4x	5,0x	4,5x	19,5x	14,2x	12,9x
Take-Two Interac.	US	169 789	28 648	28 143	25%	25%	5,2x	5,1x	4,6x	23,3x	20,4x	18,5x
Ubisoft Ent.	FR	95 906	16 247	24 100	43%	38%	6,0x	4,1x	3,7x	17,2x	10,6x	9,4x
CD Projekt	PL	79 181	1 257	6 254	42%	64%	51,3x	13,4x	12,6x	105,1x	21,1x	18,1x
Embracer Group	SE	61 682	5 249	8 678	35%	43%	8,0x	7,5x	5,8x	20,2x	17,4x	13,1x
Paradox Interact.	SE	25 744	1 289	1 887	57%	58%	14,6x	15,8x	13,2x	24,8x	27,2x	22,0x
Frontier Develop.	GB	10 385	865	1 069	41%	40%	11,8x	10,0x	6,4x	28,4x	25,4x	16,6x
Remedy Ent.	FI	3 629	333	421	23%	32%	10,0x	8,0x	7,1x	37,8x	25,1x	20,1x
Funcom SE	NO	1 334	252	NULL	46%	NULL	NULL	NaN	NaN	NULL	NaN	NaN
Median		95 906	16 247	24 100	35%	43%	7,2x	6,3x	5,8x	20,2x	17,4x	13,6x
Average		176 152	23 631	27 294	39%	44%	14,0x	8,2x	7,2x	32,5x	17,9x	15,4x
Max		501 705	61 466	70 298	57%	64%	51,3x	15,8x	13,2x	105,1x	27,2x	22,0x
Min		25 744	1 257	1 887	25%	25%	5,2x	4,1x	3,7x	17,2x	10,6x	9,4x

Källa: Thomson Reuters Eikon

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	0,1	0,0	0,2	6,1	54,9	127,8	300,4
Aktiverat arbete	1,4	2,4	3,9	4,4	4,0	3,7	3,4
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Totala intäkter	1,6	2,8	4,5	10,7	59,2	131,8	304,1
Övriga externa kostnader	-0,4	-5,1	-7,4	-13,7	-54,5	-95,6	-151,2
Personalkostnader	-2,0	-7,2	-9,6	-19,0	-46,6	-91,9	-134,0
Av- och nedskrivningar	0,0	-0,4	-5,2	-5,6	-6,1	-6,5	-6,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,7	-9,9	-17,6	-27,6	-48,0	-62,3	11,9
Just. EBIT	-2,2	-12,7	-22,0	-32,3	-52,2	-66,3	8,2
EBITDA	-0,7	-9,5	-12,5	-22,0	-41,9	-55,8	18,9
Just. EBITDA	-2,2	-12,3	-16,8	-26,6	-46,1	-59,8	15,2
Finansnetto	0,0	-0,2	-0,1	-0,5	-0,5	-0,9	-1,7
EBT	-0,8	-10,1	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
Just. EBT	-2,3	-12,9	-22,1	-32,7	-52,8	-67,1	6,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	-0,8	-10,1	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
Just. resultat efter skatt	-2,3	-12,9	-22,1	-32,7	-52,8	-67,1	6,5
Hänförligt till moderbolaget	-0,8	-10,1	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
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%	489%	3333%	805%	133%	135%
Totala intäkter	-10%	71%	62%	136%	454%	122%	131%
EBITDA	9%	-1231%	-32%	-76%	-90%	-33%	134%
Just. EBITDA	11%	-453%	-37%	-58%	-73%	-30%	125%
EBIT	9%	-1287%	-78%	-57%	-73%	-30%	119%
Just. EBIT	11%	-472%	-73%	-47%	-62%	-27%	112%
EBT	4%	-1246%	-75%	-59%	-72%	-30%	116%
Just. EBT	10%	-472%	-71%	-48%	-61%	-27%	110%
Resultat efter skatt	4%	-1246%	-75%	-59%	-72%	-30%	116%
Just. resultat efter skatt	10%	-472%	-71%	-48%	-61%	-27%	110%

Marginaler	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	-43%	-338%	-275%	-206%	-71%	-42%	6%
Just. EBITDA-marginal	-1587%	-40843%	-9522%	-439%	-84%	-47%	5%
EBIT-marginal	-43%	-353%	-389%	-259%	-81%	-47%	4%
Just. EBIT-marginal	-1588%	-42277%	-12439%	-532%	-95%	-52%	3%
EBT-marginal	-46%	-361%	-391%	-263%	-82%	-48%	3%
Just. EBT-marginal	-1616%	-43043%	-12490%	-539%	-96%	-53%	2%
Vinstmarginal	-46%	-361%	-391%	-263%	-82%	-48%	3%
Just. Vinstmarginal	-1616%	-43043%	-12490%	-539%	-96%	-53%	2%

Källa: Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Anläggningstillgångar							
Immateriella anläggningstillgångar	19,0	25,0	31,2	36,9	41,2	44,4	46,4
Materiella anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3
Summa anläggningstillgångar	19,1	25,0	31,2	36,9	41,4	44,6	46,7
Omsättningstillgångar							
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar & andra fordringar	0,1	0,8	0,2	4,1	22,8	48,8	123,1
Kassa och bank	0,2	10,7	54,0	17,3	0,5	0,8	2,1
Summa omsättningstillgångar	0,3	11,5	54,2	21,3	23,4	49,6	125,2
Summa tillgångar	19,5	36,4	85,4	58,3	64,8	94,2	171,9
Eget kapital							
Aktiekapital	0,1	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,7
Övrigt eget kapital	8,9	15,0	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2
Övrigt tillskjutet kapital	18,8	43,9	107,1	107,1	160,1	248,2	296,8
Balanserat resultat	-11,5	-27,7	-52,7	-80,8	-129,3	-192,5	-182,2
Eget kapital hänf. till moderbol	16,3	32,1	79,2	51,0	55,6	80,7	139,5
Långfristiga skulder							
Långfristiga skulder	1,9	0,7	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Summa långfristiga skulder	1,9	0,7	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Kortfristiga skulder							
Kortfristiga skulder	1,3	3,7	3,2	4,2	6,1	10,5	29,4
Summa kortfristiga skulder	1,3	3,7	3,2	4,2	6,1	10,5	29,4
Summa skulder	3,2	4,4	6,3	7,2	9,1	13,5	32,4
Summa eget kapital och skulder	19,5	36,4	85,4	58,3	64,8	94,2	171,9
Aktivitet							
Rörelsekapital (inkl. kassa)	-0,9	7,7	51,0	17,1	17,2	39,1	95,8
Rörelsekapital, rörelsen	-1,2	-3,0	-3,0	-0,1	16,7	38,3	93,7
Rörelsekap./Nettoomsätt.	-676%	25813%	28866%	282%	31%	31%	32%
Likviditet							
Current ratio	0,0	3,1	17,0	5,1	3,8	4,7	4,3
Quick ratio	0,3	3,1	17,0	5,1	3,8	4,7	4,3
Cash ratio	0,2	2,9	16,9	4,1	0,1	0,1	0,1
Soliditet							
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-1,7	10,1	50,9	14,3	-2,5	-2,2	-0,9
Nettoskuld/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0,0x
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0,1x
Nettoskuld/EK	10%	n.m.	n.m.	n.m.	4%	3%	1%
Skuld/EK	20%	14%	8%	14%	16%	17%	23%
Soliditet	84%	88%	93%	88%	86%	86%	81%
Lönsamhetsmått							
ROA	-4%	-27%	-21%	-47%	-74%	-66%	7%
ROE	-5%	-32%	-22%	-55%	-87%	-78%	7%
ROIC	-4%	-38%	-56%	-67%	-75%	-67%	7%

Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten							
Periodens resultat	-0,7	-9,9	-17,7	-28,1	-48,5	-63,2	10,2
Av- och nedskrivningar	0,0	0,4	5,2	5,6	6,1	6,5	6,9
Övriga ej kassaflödespåverkande poster	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fördring rörelsekapital							
Delta Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Delta rörelsefordringar	0,0	-0,7	0,2	-3,9	-18,8	-25,9	-74,3
Delta rörelseskulder	0,2	2,5	-0,2	1,0	1,9	4,3	18,9
Kassaflöde från den löp. verksam., inkl. Delta rörelsekap.	-0,5	-7,9	-12,5	-25,3	-59,2	-78,2	-38,3
Investeringsverksamheten							
Investeringar i imm. anläggningstillg.	-4,1	-6,3	-10,2	-11,3	-10,4	-9,6	-8,9
Investeringar i mat. anläggningstillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1
Andra investeringar	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från invest.verksam.	-4,2	-6,3	-10,2	-11,3	-10,6	-9,7	-9,0
Finansieringsverksamheten							
Nyemission, nettolikvid	5,4	25,9	63,6	0,0	53,1	88,2	48,6
Nettoförändring lån & krediter	-0,5	-1,3	2,4	-0,1	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	66,1	-0,1	53,1	88,2	48,6
Periodens kassaflöde	0,2	10,5	43,3	-36,8	-16,7	0,3	1,3
Likvida medel, periodens börj.	0,0	0,2	10,7	54,0	17,3	0,5	0,8
Likvida medel, periodens slut	0,2	10,7	54,0	17,3	0,5	0,8	2,1
Nyckeltal							
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 Ramanius äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.