



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Spel | Sverige | 07 April 2022

## MAG Interactive

### Imponerande lönsamhet

#### Starkt Q2-resultat

Omsättningen i Q2 uppgick till 76,7 mkr vs vårt estimat om 74,9 mkr. EBITDA var signifikant starkare än våra estimat om 13,4 mkr och uppgick till 21,5 mkr. Den främsta orsaken till avvikelsen var lägre marknadsföringskostnader. Vi bedömer således att bolaget lyckats optimera sin marknadsföring under kvartalet då antalet dagliga aktiva spelare ökar q/q samtidigt som marknadsföringskostnader minskar q/q.

#### Spelsläpp kan leda till betydande estimatförändringar

Baserat på den starka lönsamheten på innevarande år höjer vi våra EBITDA-estimat med i snitt 10% under prognosperioden. På innevarande år stiger EPS med 32 öre, detta är kopplat till FX relaterade EO-poster. Skulle bolagets mjuklansering som presenterades i samband med rapporten leda till en global lansering ser vi en signifikant förändring i våra intäktsestimater.

#### Höjer motiverat värde

Vi höjer vårt motiverade värde till 33-35 kr från 30-32 kr. Vår DCF ger ett värde på ca 28 kr så i vårt motiverade värde är framtida spellanseringar och M&A värderat till ca 6 kr. MAG handlas i dagsläget i paritet med övriga mobilspelssektorn. Vi bedömer att ett premie kan motiveras givet en trogen spelarbas samt potentiell uppsida i estimat givet förvärv och spelsläpp.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	33.0 - 35.0	
EPS, justerad 21/22e	0.8	0.6	45.0%	Omsättning, mkr	287	297	326	346	Aktiekurs	SEK22.4
EPS, justerad 22/23e	1	0.8	23.8%	Tillväxt	32%	4%	10%	6%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 23/24e	1	0.9	15.8%	EBITDA, mkr	57	82	89	91		
				EBIT, mkr	7	27	34	35		
				EPS, justerad	0.3	0.8	1.0	1.0		
				EK/aktie	11.5	12.4	13.3	14.3		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	2.6%	9.2%	10.3%	10.0%		
				ROE (%)	(20.2)%	13.6%	14.7%	14.4%		
				ROCE	1.7%	6.2%	7.1%	6.9%		
				EV/Sales	2.0x	1.9x	1.7x	1.6x		
				EV/EBITDA	10.0x	6.9x	6.3x	6.2x		
				EV/EBIT	76.8x	20.6x	16.9x	16.3x		
				P/E, justerad	84.5x	26.4x	22.2x	22.1x		
				P/EK	1.9x	1.8x	1.7x	1.6x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(8.2)%	6.9%	9.3%	9.6%		
				Nettosk./EBITDA	(1.7)g	(1.6)g	(2.1)g	(2.7)g		

Kommande händelser	
Q3 rapport	29 jun 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	28m
Börsvärde	630
Nettoskuld	(65)
EV	565
Free float	73%
Daglig handelsvolym, snitt	57(k)
Reuters/Bloomberg	MAGI:SS

#### Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
rikard.engberg@penser.se	



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Spel | Sverige | 07 April 2022

## Sammanfattning

### Imponerande lönsamhet

#### Investment Case

MAG Interactive utvecklar s.k. casualspel för mobil. Bolaget har en stark ställning inom frågesport och ordspel med höga rankingar på relevanta marknadsplatser. MAG har under de senaste kvartalen och åren visat en stark tillväxt i spelbidrag (nettoomsättning – kostnader för plattformsavgifter (hänförliga främst till avgifter till Apples App Store och Google Play) – kostnader för avkastningsdriven marknadsföring). Bolaget har p.g.a. starka KPI:s varit det mobilspelsbolag som gått starkast på börsen under 2021 och vi ser ett motiverat värde om 33-35 kr.

#### Bolagsprofil

MAG Interactive utvecklar s.k. casual games som spelas online mellan spelare. Detta gör att spelen får en relativt lång livstid. Många av MAG:s titlar har haft en imponerande lång livslängd och vi bedömer att bolaget kommer ha möjlighet att genom en väl inarbetad utvecklingsprocess fortsätta lansera långlivade spel. Den första versionen av bolagets spel Quizkampen lanserades redan 2012. En uppdaterad version är i dagsläget det spel i bolagets portfölj med högst intjäning.

MAG befinner sig för tillfället i ett mycket intressant läge med ett antal kvartal med röda siffror till följd av ökade investeringar i marknadsföring och spelsläpp. Vi bedömer dock att dessa investeringar har burit frukt i form av ständigt förbättrade nyckeltal vilket kommer leda till en EPS-expansion kommande år. Detta då spelbidraget förväntas öka samtidigt som kostnadsbasen är konstant. Dynamiken inom mobilspel följer nämligen ett mönster där kostnadsbasen når sin topp innan intjäning då marknadsföringsinvesteringar har en payback-tid på 6–9 månader. Vi kallar denna period för skördetid. Skördetiden innebär en period med stigande marginaler och tillväxt. Vi anser att denna period är att vänta kommande 12–24 månader.

Mobilspel är en av de snabbast växande formerna av underhållning. Marknaden är till skillnad ifrån dataspelsmarknaden väldigt fragmenterad. I dagsläget uppgår den adresserbara marknaden för MAG till USD 5,1bn och väntas växa med ca 10% kommande år. Den viktigaste drivkraften i sektorn är ett ökat användande av mobiltelefon som betalmedel i s.k. in app-köp. Här ser vi att MAG:s nya titlar likt Wordzee! har starkare KPI:s (nyckeltal) än tidigare spel.

#### Värdering

Vi ser ett motiverat värde i spannet 33-35 kr. Värderingen utgår från en DCF-analys och en relativvärdering. Vi ser två tydliga triggers som kan driva upp våra estimat och dessa är förvärv och nya spelsläpp. Bolaget har i dagsläget 6 spel i utvecklingspipeline. Vi bedömer att bolagets nuvarande kassa kan addera 5–10 mkr på EBITDA-nivå.

## Kvartalet i detalj

---

Försäljningen i spel uppgick till 29,7 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 3% y/y. Annonsintäkterna uppgick till 47,0 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 7,4% y/y. Spelbidraget dvs nettoomsättningen minus plattformsavgifter och marknadsföring uppgick till 54 mkr, en ökning med 29%. Den främsta orsaken till det starka spelbidraget är att marknadsföringsinvesteringar har varit lyckade och kunder med en hög ARPU har tillkommit samtidigt som få kunder har lämnat nätverket. Nedan följer en genomgång av de mobilspelsrelaterade nyckeltalen.

DAU (Daily Active Users) för perioden var 1,55m, en minskning med 23 % y/y

MAU (Monthly Active Users) för perioden var 4,9m, en minskning med 22% y/y

MUP (Monthly Unique Players) för perioden var 49,8k (59,4k), en minskning med 16% y/y

ARPDau (Average Revenue Per Daily Active User) uppgick US 5,95 cent, en ökning med 23% y/y

Det som sticker ut i siffrorna är att dagliga aktiva användare växer marginellt q/q medans bolagets marknadsföringsinvesteringar minskar med ca 4% q/q vilket tyder på att bolaget har lyckats i sin marknadsföring. Vidare presenterar bolaget att ca 70% av spelare har varit spelare i längre än 1 år vilket är en stark siffra i mobilspelsbranschen som kännetecknas av en hög churn. Den starka tillväxten i ARPDau tyder på att de spelare som tillkommit har haft ett högt spelarvärde.

EBITDA uppgick till 21,5 mkr vs våra estimat om 13,4 mkr. Förklaringen ligger i att marknadsförings-investeringarna var lägre än våra estimat.

## Genomgång av de viktigaste titlarna

---

**Quizkampen:** Är det största triviaspelet i Europa. Under kvartalet har MAG fortsatt att köra event med spelets sololäge. Under februari släpptes det fjärde soloeventet och det visade starka KPIs vilket återspeglas i ARPDau utvecklingen. MAG planerar att göra sololäget en permanent del av spelet givet starka KPIs. Under kvartalet har en stor visuell uppdatering av spelet gjorts. I denna uppdatering ingick en röststyrningsfunktionalitet.

**Wordzee:** Under kvartalet har Wordzee passerat fem miljoner nedladdningar. Under kvartalet har ett antal tematiska event genomförts. ARPDau är på fortsatt på stabila nivåer.

**Live Ops:** Samtliga Live-ops spel (Ruzzle, Word Domination och WordBrain) fortsätter att vara stabila kassakor för bolaget. Under kvartalet har ett antal uppdateringar gjorts för att bibehålla intjäningen.

**Primetime:** Appen som är en livefrågesport har utvecklats väl under kvartalet och är nu den ledande showen inom livetrika i Norden. Under kvartalet slog showen Quizduel live nytt tittarrekord som har slagits på nytt efter kvartalets utgång. Detta har lett till att nya sponsoravtal har slutits som kommer börja gälla i Q3. Under Q3 kommer även in-game köp att lanseras.

## Utveckling av nya titlar

Under Q2 befinner sig sex spel i olika stadier under utveckling. I samband med kvartalsrapporten annonserade MAG att ett nytt spel kommer lyftas till en s.k. mjuklansering. Spelet heter Tile Mansion och är utvecklat av Apprope som förvärvades under 2020. Spelet har en majong inspirerad metodik och vi bedömer det som sannolikt att det kommer att lanseras om 2-6 månader. Detta skulle få en signifikant påverkan på våra estimat. Bolaget har tidigare guidat för att minst ett globalt spelsläpp ska göras under innevarande år.

## Estimatförändringar

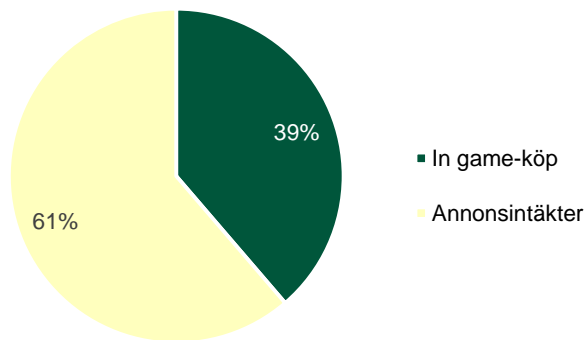
Baserat på stark ARPU och god effektivitet i marknadsföringen höjer vi våra EBITDA-estimat med ca 10% under prognosperioden. På innevarande år stiger EPS kraftigt till följd av EO-poster kopplat till FX.

Estimat försäljningar			
	21/22	22/23	23/24
Δ Försäljning	-1%	-6%	-5%
Δ EBITDA	14%	13%	13%
Δ EPS	45%	24%	16%

## Produktportfölj



## Intäktsfördelning



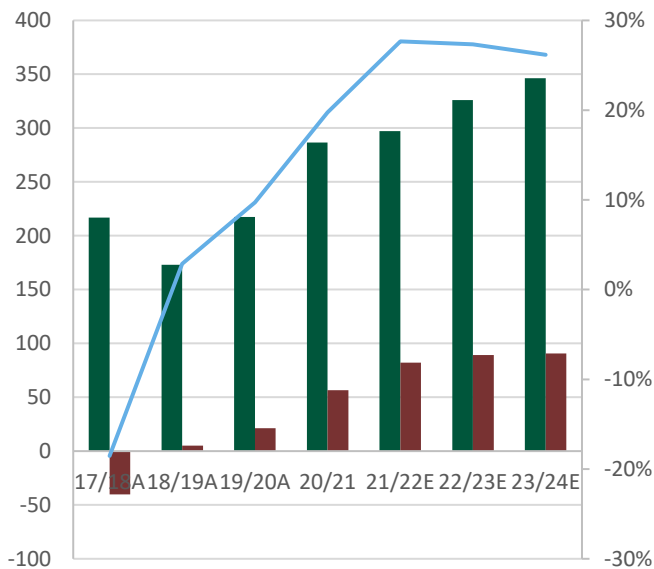
## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Daniel Hasselberg	12,0%	12,0%
Kaj Nygren	11,7%	11,7%
Avanza Pension	11,7%	11,7%
Didner & Gerge	8,5%	8,5%
Övriga	56,1%	56,1%

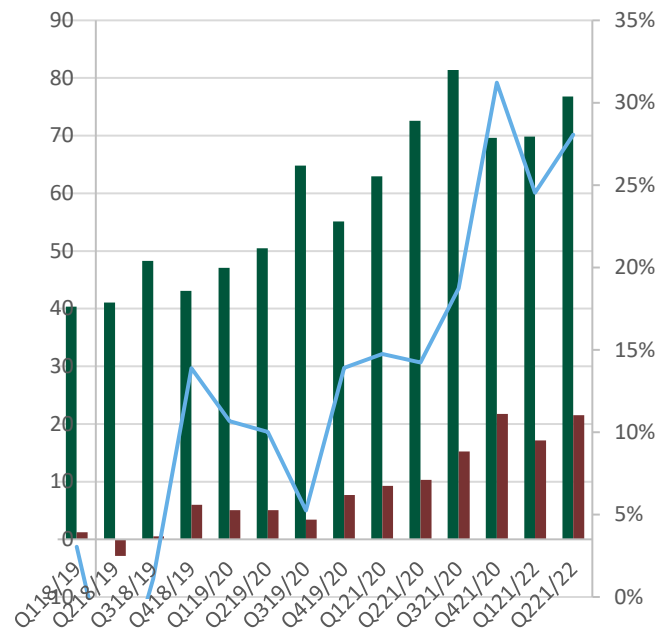
Ordförande	Jonas Eriksson
Verkställande direktör	Daniel Hasselberg
Finansdirektör	Magnus Wiklander
Investerarkontakt	Magnus Wiklander
Hemsida	<a href="http://www.maginteractive.com">www.maginteractive.com</a>

## Försäljning och EBITDA y/y



■ Sales ■ EBITDA — EBITDA-m

## Försäljning och EBITDA q/q



■ Sales ■ EBITDA (just) — EBITDA-m

# Peers

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
			Ten Square Games	338	313	2,10x	1,81x	1,57x	-	7,5x	6,7x	7,8x	7,1x	5,7x
Stillfront Grp	1 510	1 889	3,23x	2,62x	2,41x	9,6x	6,9x	6,2x	15,9x	8,1x	7,4x	19,6x	8,3x	7,6x
Zynga	10 407	10 587	3,78x	3,40x	3,10x	21,9x	14,4x	12,5x	47,3x	15,3x	13,5x	(97,0x)	22,4x	18,8x
G5 Entertainment	212	186	1,33x	1,26x	1,18x	4,9x	4,3x	3,9x	7,9x	6,7x	6,1x	9,6x	8,0x	7,4x
Rovio Entertainment Oyj	696	457	1,48x	1,31x	1,31x	7,9x	8,4x	7,4x	9,9x	11,3x	8,8x	19,1x	20,4x	15,7x
MAG (Konsensus)	66	60	1,92x	1,87x	1,63x	16,8x	7,8x	7,1x	53,0x	28,2x	20,9x	56,5x	40,2x	28,8x
			-19%	-10%	-15%	51%	-6%	-3%	198%	191%	152%	n.m	n.m	n.m
			2,38x	2,08x	1,91x	11,1x	8,3x	7,3x	17,8x	9,7x	8,3x	(7,7x)	14,0x	11,9x
			2,10x	1,81x	1,57x	8,7x	7,5x	6,7x	9,9x	8,1x	7,4x	10,1x	10,7x	10,2x

Margins	FactSet Industry	Gross income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
		Ten Square Games	Packaged Software	-	75,1%	68,8%	-	24,0%	23,5%	-	25,6%	27,4%	22,3%
Stillfront Grp	Packaged Software	25,2%	79,5%	79,0%	33,6%	37,8%	38,8%	20,3%	32,2%	32,8%	10,8%	13,5%	15,9%
Zynga	Internet Software/Services	63,8%	73,0%	72,4%	17,2%	23,7%	24,8%	8,1%	22,3%	23,0%	-3,7%	16,0%	17,1%
G5 Entertainment	Packaged Software	58,0%	66,2%	68,2%	20,4%	29,5%	30,0%	16,8%	18,7%	19,5%	15,1%	17,0%	17,4%
Rovio Entertainment Oyj	Packaged Software	50,9%	75,9%	79,4%	18,1%	15,6%	17,7%	13,5%	11,7%	14,8%	10,5%	8,9%	11,4%
MAG (Konsensus)		13%	-	-	11%	24%	23%	4%	7%	8%	4%	5%	7%
		49,5%	73,9%	73,5%	22,3%	26,1%	27,0%	14,7%	22,1%	23,5%	11,0%	15,6%	17,3%
		54,5%	75,1%	72,4%	19,2%	24,0%	24,8%	15,2%	22,3%	23,0%	10,8%	16,0%	17,1%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
	Ten Square Games	9,6%	0,2%	15,2%	-	-6,6%	12,9%	-11,2%	-21,5%	23,6%	-16,4%	-23,4%
Stillfront Grp	36,7%	23,4%	8,6%	6,2%	26,0%	11,4%	-10,4%	20,1%	10,6%	-9,4%	53,4%	27,6%
Zynga	41,8%	10,2%	9,6%	169,9%	15,0%	14,7%	-1258,8%	6,1%	13,4%	-70,1%	8,5%	17,0%
G5 Entertainment	-3,0%	5,8%	6,2%	45,9%	17,6%	7,8%	-2,5%	20,3%	11,0%	5,7%	19,2%	9,3%
Rovio Entertainment Oyj	5,1%	12,9%	0,3%	-4,0%	-7,8%	13,9%	8,2%	-13,9%	27,5%	-1,8%	-4,5%	28,7%
MAG (Konsensus)	25,7%	5,0%	15,3%	nm	26,3%	9,7%	nm	nm	35,0%	-188,0%	128,6%	43,8%
	18,1%	10,5%	8,0%	54,5%	8,9%	12,1%	-254,9%	2,2%	17,2%	-18,4%	10,6%	21,4%
	9,6%	10,2%	8,6%	26,1%	15,0%	12,9%	-10,4%	6,1%	13,4%	-9,4%	8,5%	24,2%

# DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																			
<b>Valuation output</b>			<b>WACC assumptions</b>			<b>Sensitivity analysis</b>													
Sum of PV of FCF (explicit period)	424		Risk free nominal rate			0,4%													
PV of terminal value (perpetuity formula)	297		Risk premium			7,0%													
<b>Enterprise value</b>	<b>722</b>		Extra risk premium			1,5%													
Latest net debt	-85		Beta			1,0													
Minority interests & other	0		Cost of equity			8,3%													
<b>Equity value</b>	<b>787</b>		Cost of debt (pre-tax)			3,0%													
No. of shares outstanding (millions)	28		Tax rate			22%													
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>28.0</b>		Target debt/(debt + equity)			0%													
			WACC			8,3%													
<b>Implicit multipl.</b>			<b>Terminal value assumptions</b>																
EV/Sales	2021	2022	2023	Long term growth rate			3,0%												
EV/EBITDA	12,7	8,8	8,1	Long term EBIT margin			15,0%												
EV/EBIT	98,1	26,3	21,5	Depreciation (% of sales)			3,0%												
EV/NOPLAT	66,8	36,3	27,1	Capex (% of sales)			2,5%												
P/E				Working cap. (% of sales)			2,0%												
EV/FCF				Tax rate			22%												
Current Share price	24																		
DCF (SEK.m)																			
	2022-04-07	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33	Terminal		
Sales	173	218	287	297	326	348	376	405	435	463	491	518	543	568	587	604	604		
EBITDA	5	21	57	62	69	91	96	100	104	107	109	111	112	112	112	111	109		
- Depreciation	-24	-38	-49	-55	-56	-56	-54	-54	-52	-49	-46	-42	-37	-31	-25	-18	-18		
+ EBIT	-19	-17	7	27	34	37	42	47	52	58	63	69	74	80	85	91	91		
- Tax on EBIT	4	5	1	-8	-7	-8	-9	-10	-11	-12	-13	-14	-15	-16	-18	-19	-19		
+ NOPLAT	-16	-11	8	20	27	29	33	37	41	46	50	55	59	64	68	72	72		
- Depreciation	24	38	49	55	56	56	54	54	52	49	46	42	37	31	25	18	18		
+ Gross cash flow	8	26	57	75	82	88	88	91	93	96	98	97	96	96	93	90	90		
- Capex	-28	-38	-100	-37	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-24	-23	-22	-21	-19	-17	-15		
+ Increase (-decrease) in WC	-2	6	-6	-1	-3	-1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	-28		
+ Free cash flow from operations	-20	-3	-49	39	55	60	64	67	70	72	74	74	76	76	76	76	47		
PV of cash flow				-51	37	48	48	47	45	43	41	38	36	33	31	28	297		
% of Enterprise value				-7%	5%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	41%		
Accumulated % of Enterprise value				-7%	-2%	5%	15%	18%	24%	30%	36%	41%	46%	51%	55%	59%	100%		
Key figures																			
Sales growth	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034			
EBITDA margin																			
EBITDA growth																			
EBIT margin																			
Depreciation (% of sales)																			
Capex (% of sales)																			
Capex (% of depreciation)																			
Working capital (% of sales)																			
Tax rate																			

## Resultaträkning

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
Nettoomsättning	260	217	173	216	287	297	326	346
Övriga intäkter	3	3	24	2	3	2	1	0
Aktiverat arbete	20	20	2	28	35	33	30	28
<b>Totala intäkter</b>	<b>283</b>	<b>240</b>	<b>199</b>	<b>248</b>	<b>325</b>	<b>333</b>	<b>357</b>	<b>374</b>
Försäljningskostnader	-79	-62	-42	-51	-62	-58	-58	-55
User acquisition	-111	-72	-49	-73	-77	-58	-59	-61
Övriga externa kostnader	0	-77	-38	-29	-34	-31	-30	-30
Personalkostnader	-43	-69	-65	-74	-96	-104	-106	-107
Övriga kostnader	-24	0	0					
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>27</b>	<b>-40</b>	<b>5</b>	<b>21</b>	<b>57</b>	<b>82</b>	<b>89</b>	<b>91</b>
Avskrivningar	-23	-27	-24	-38	-49	-55	-56	-56
Goodwillnedskrivningar								
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>4</b>	<b>-67</b>	<b>-19</b>	<b>-17</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>35</b>
Extraordinära Poster								
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>				<b>-17</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>35</b>
Finansiella intäkter	0	3	4	0	0	7	2	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-6	-1	-3	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4</b>	<b>-65</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	<b>6</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>35</b>
Skatter	-3	5	4	5	1	-8	-7	-6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>								
<b>Årets resultat</b>	<b>1</b>	<b>-60</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>7</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>29</b>
Poster som senare kan återföras i resultaträkningen:								
Valutakursdifferenser		2	0	-1	0	0	0	0
<b>Summa totalresultat för året</b>		<b>-58</b>	<b>-13</b>	<b>-18</b>	<b>7</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>29</b>

## Kassaflödesanalys

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
Nettoresultat Rapporterat	1	-60	-14	-17	7	24	28	29
Icke kassaflödespåverkande poster	9	46	12	49	49	54	55	56
Förändringar i rörelsekapital	9	11	-2	6	-6	1	-3	-1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>9</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>79</b>	<b>81</b>	<b>83</b>
Investeringar	-6	-113	-26	-36	-100	-37	-24	-24
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>-115</b>	<b>-30</b>	<b>2</b>	<b>-50</b>	<b>42</b>	<b>57</b>	<b>59</b>
Utdelningar	-15	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	1	272	0	1	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar		31	-16	-22	-15	5	-2	-1
<b>Kassaflöde</b>	<b>-11</b>	<b>188</b>	<b>-45</b>	<b>-20</b>	<b>-65</b>	<b>48</b>	<b>55</b>	<b>58</b>
Icke kassaflödespåverkande poster								
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-217</b>	<b>-228</b>	<b>-185</b>	<b>-161</b>	<b>-96</b>	<b>-133</b>	<b>-189</b>	<b>-247</b>

## Balansräkning

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	8	77	78	77	161	161	161	161
Övriga immateriella tillgångar	31	63	64	65	108	93	61	29
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>39</b>	<b>140</b>	<b>141</b>	<b>142</b>	<b>269</b>	<b>255</b>	<b>223</b>	<b>191</b>
Inventarier, verktyg och installationer	3	3	6	61	51	51	52	51
<b>Summa materiella anläggningstillgångar</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>61</b>	<b>51</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>51</b>
Andra långsiktiga fordringar	2	4	2	4	4	4	4	4
Uppskjuten skattefordran	1	2	1	6	8	4	4	4
<b>Summa finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
Kundfordringar	14	10	20	23	33	35	39	42
Aktuella skattefordringar	1	6	11	1	9	10	10	10
Övriga kortfristiga fordringar	1	4	8	1	1	1	1	1
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	20	21	4	13	6	7	7	7
Andra kortfristiga värdepapper	19	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	41	228	185	161	96	133	189	247
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>96</b>	<b>269</b>	<b>228</b>	<b>199</b>	<b>145</b>	<b>186</b>	<b>246</b>	<b>307</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>140</b>	<b>418</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>477</b>	<b>500</b>	<b>530</b>	<b>557</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>99</b>	<b>344</b>	<b>331</b>	<b>314</b>	<b>323</b>	<b>349</b>	<b>375</b>	<b>403</b>
Uppskjutna skatteskulder	15	18	13	13	22	23	23	23
Övriga långfristiga skulder	0	16	0	45	80	73	73	73
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>15</b>	<b>33</b>	<b>13</b>	<b>59</b>	<b>102</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>96</b>
Leverantörsskulder	13	5	7	12	13	14	16	17
Skatteskulder	0	1	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	2	19	19	13	22	30	30	30
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	11	16	8	15	17	11	12	11
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>58</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>140</b>	<b>418</b>	<b>377</b>	<b>412</b>	<b>477</b>	<b>500</b>	<b>530</b>	<b>557</b>

## Nyckeltal

<b>Aktiedata</b>	<b>17/18A</b>	<b>18/19A</b>	<b>19/20A</b>	<b>20/21</b>	<b>21/22E</b>	<b>22/23E</b>	<b>23/24E</b>
EPS, rapporterad	-2,39	-0,49	-0,65	0,27	0,85	1,01	1,01
EPS Justerad	-2,39	-0,49	-0,65	0,27	0,85	1,01	1,01
FCF/aktie	-4,78	-1,09	0,07	-1,79	1,50	2,02	2,09
Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie	14,26	12,11	11,29	11,50	12,40	13,34	14,32
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	24,14	27,32	27,81	28,14	28,14	28,14	28,14
<b>Värdering</b>							
P/E, justerat	-11,6	-56,6	-42,9	104,9	32,8	27,6	27,4
P/EK	1,9	2,3	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9
P/FCF	-5,8	-25,6	386,5	-15,5	18,5	13,8	13,3
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	2,5	3,2	2,5	1,9	1,8	1,7	1,6
EV/EBITDA	n.m	85,8	21,3	9,1	5,8	4,7	4,0
EV/EBIT	n.m	n.m	n.m	70,2	17,4	12,6	10,6
EV, årets slut	383,8	426,8	451,3	516,4	478,7	423,3	365,3
<b>Tillväxt och marginaler</b>							
Omsättningstillväxt	-17%	-20%	26%	32%	4%	10%	6%
EBIT, tillväxt				n.m	274%	22%	3%
EPS just, tillväxt				-141%	220%	19%	1%
EBITDA-marginal	-19%	3%	10%	20%	28%	27%	26%
EBIT-marginal	-31%	-11%	-8%	3%	9%	10%	10%
<b>Lönsamhet</b>							
ROE	-1%	-17%	-4%	2%	7%	8%	7%
ROCE	2%	0%	-4%	2%	6%	7%	7%



## Kvartalsdata

Resultaträkning														
	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20	Q319/20	Q419/20	Q120/21	Q220/21	Q320/21	Q420/21	Q121/22	Q221/22
Nettoomsättning	40,4	41,1	48,3	43,1	47,1	50,5	64,8	55,1	62,9	72,6	81,4	69,6	69,8	76,8
Aktiverat Arbete	5,5	6,0	6,8	5,3	7,5	6,4	7,4	6,8	10,1	8,1	9,2	7,6	9,6	7,7
Övriga intäkter	0,2	0,5	0,5	1,0	-0,2	0,5	1,1	0,8	0,8	0,7	-1,1	0,7	-1,4	0,8
<b>Summa intäkter</b>	<b>46,0</b>	<b>47,6</b>	<b>55,6</b>	<b>49,4</b>	<b>54,4</b>	<b>57,3</b>	<b>73,3</b>	<b>62,7</b>	<b>73,9</b>	<b>81,3</b>	<b>91,8</b>	<b>78,0</b>	<b>80,9</b>	<b>85,3</b>
Försäljningskostnader	-10,1	-10,5	-11,1	-10,2	-10,3	-11,1	-15,0	-14,7	-15,3	-15,5	-16,8	-14,1	-14,8	-16,1
User acquisition	-9,9	-14,0	-15,8	-9,1	-11,4	-13,6	-26,3	-21,6	-16,4	-22,0	-23,3	-15,0	-14,5	-14,0
Personalkostnader	-16,1	-16,3	-17,6	-15,2	-19,7	-21,3	-22,0	-10,8	-24,4	-25,5	-26,6	-19,3	-25,9	-26,5
Övriga kostnader	-8,8	-9,7	-10,6	-8,9	-7,9	-6,2	-6,6	-8,0	-8,5	-8,1	-9,8	-7,8	-8,5	-7,2
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>1,2</b>	<b>-2,9</b>	<b>0,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>3,4</b>	<b>7,7</b>	<b>9,3</b>	<b>10,3</b>	<b>15,3</b>	<b>21,7</b>	<b>17,1</b>	<b>21,5</b>
Avskrivningar	-5,9	-5,9	-6,2	-6,4	-8,1	-9,6	-10,2	-9,9	-11,5	-12,2	-12,7	-12,9	-13,1	-13,6
Goodwillnedskrivningar														
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>8,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,9</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>8,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,9</b>
Finansiella intäkter	0,0	0,6	1,6	1,7	-0,9	-0,2	0,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,2	0,0	-0,5	-1,0	-0,7	-0,3	-1,5	-4,2	-0,3	-0,5	-0,8	0,3	1,8	2,1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-4,9</b>	<b>-8,2</b>	<b>-4,5</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>9,3</b>	<b>5,8</b>	<b>10,0</b>
Skatter	1,2	1,7	1,0	-0,4	1,7	0,9	1,6	1,1	2,3	0,3	-0,4	-1,5	-2,1	-2,2
Minoritetsintressen														
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>7,9</b>	<b>3,7</b>	<b>7,8</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-3,7</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,3</b>	<b>-6,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>7,9</b>	<b>4,0</b>	<b>8,1</b>

Tillväxt och marginaler														
	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20	Q319/20	Q419/20	Q120/21	Q220/21	Q320/21	Q420/21	Q121/22	Q221/22
Omsättningstillväxt	-21%	-30%	-6%	-20%	17%	23%	34%	28%	34%	44%	28%	26%	11%	8%
EBIT, tillväxt	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Bruttomarginal	78%	78%	80%	79%	81%	81%	79%	77%	79%	81%	82%	82%	82%	81%
EBITDA-marginal	3%	-6%	1%	12%	9%	9%	5%	12%	13%	13%	17%	28%	21%	25%
EBIT-marginal	-11%	-21%	-12%	-1%	-6%	-9%	-10%	-4%	-3%	-3%	3%	13%	6%	10%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)