

Penser Access | Media | Sverige | 20 oktober 2022

## Acceleration av marknadsföringsinvesteringar höjer försäljningen

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 90 mkr vs våra estimat om 89 mkr. Tillväxten i kvartalet uppgick till 29% y/y. EBITDA uppgick till 37,1 mkr vs våra estimat om 18,6 mkr. Justeras EBITDA för en nedskrivning av tilläggsköpeskilling relaterat till förvärvet av Sventertainment och en goodwillnedskrivning som ej kommer betalas ut uppgick EBITDA till 4,7 mkr. Förklaringen till avvikelserna från våra estimat är att investeringar i marknadsföring uppgick till 43 mkr, en ökning med 188% y/y och väsentligt över våra estimat. De kampanjer som gjorts har lett till inflöde av kunder med hög spenderingsvilja då ARPU steg med 36% och uppgick till 7,3 US Cent.

Baserat på de höga och accelererade investeringarna vi ser i user acquisition (UA) höjer vi våra intäktsestimater med i snitt 25% över prognosperioden. Detta motsvarar en höjning med ca 184 mkr. Då vi bedömer att de accelererade marknadsföringsinvesteringarna kommer att bestå är vi försiktiga med att justera upp EBITDA estimaten. Vi drar ned våra marginalantaganden till 18% ifrån 23% på innevarande år och till 20% ifrån 22% nästkommande år. Detta leder till att vi sänker EBITDA med 10 mkr innevarande år och höjer med 5 mkr nästkommande år. Samtidigt som den långsiktiga intjäningen stärks väsentligt.

Trots att vi bedömer att bolaget kommer se stärkta kassaflöden framöver givet offensiven i marknadsföring bibehåller vi vårt motiverade värde om 30-32 kr. Anledningen är att vi har noterat ett högre riskpremie för mindre noterade bolag. Vägs vår DCF med peers bedömer vi att 30-32 kr är ett rimligt värde för aktien.

Estimatändring (kr)

	22/23e	Δ%	23/24e	Δ%
Totala intäkter	488	20,3	529	25,1
EBITDA, just.	83	-10,2	101	7,2

Kommande händelser

Q1 - rapport	18 januari 2023
--------------	-----------------

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	24
Börsvärde	582
Nettoskuld	-120
EV	462
Free float	73%
Daglig handelsvolym, snitt	33(k)

Analysiker

Rikard Engberg	
rikard.engberg@penser.se	


Prognos (mkr)

	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Totala intäkter	396	488	529	592
Intäktsstillväxt	22%	23%	9%	12%
EBITDA, just.	101	83	101	129
EBIT, just.	11	23	41	69
EPS, just.	0,4	0,7	1,2	2,1
EPS-tillväxt	45%	67%	64%	69%
EK/aktie	13,9	14,7	14,6	15,1
EBIT-marginal	2,9%	4,7%	7,8%	11,7%
ROE, just.	3,3%	5,2%	8,8%	14,0%
ROCE, just.	1,2%	1,5%	2,5%	4,0%
EV/Sales	1,3x	0,9x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	4,9x	5,6x	4,5x	3,4x
EV/EBIT	43,7x	20,3x	11,0x	6,3x
P/E, just.	53,7x	32,2x	19,6x	11,6x
P/EK	1,7x	1,6x	1,7x	1,6x
FCF yield	6%	-4%	10%	14%
Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,5x	-1,8x	-1,5x

Värde och risk

Motiverat värde	30,0 - 32,0 kr
Aktiekurs	24,1 kr
Riskenivå	Låg

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

MAG Interactive utvecklar s.k. casualspel för mobil. Bolaget har en stark ställning inom frågesport och ordspel med höga rankningar på relevanta marknadsplatser. Bolaget har nu accelererat sina investeringar i user acquisition vilket bygger långsiktig tillväxt. Vidare har vi noterat att de spel som nu går in i en global lanseringsfas har visat starka KPIs vilket stödjer vår tes om en accelererande tillväxt. Vi ser ett motiverat värde om 30-32 kr med potentiell uppsida vid nya spelsläpp och starka KPIs ifrån UA investeringar.

## 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 en av bolagets starkaste titlar.

MAG befinner sig för tillfället i ett mycket intressant läge då man kommer genomföra en global lansering av ett nytt spel vid namn Tile Mansion i närtid. Spelsläppet är det största sedan Wordzee! som lanserades i oktober 2019. Lanseringen kommer leda till att bolaget accelererar investeringarna i marknadsföring vilket kommer driva tillväxten kommande kvartal. På kort sikt kan det dock få en negativ inverkan på intjäningen.

MAG har historiskt lyckats ha en lång livslängd på sina spel vilket leder till att efter en initial fas av marknadsföringsinvesteringar blir lönsamheten på titlarna hög. Vi bedömer således att kassaflödet och vinsten kommer att accelerera kommande år. Ett bevis på att bolaget har långlivade titlar är segmentet live-ops där man samlar ett antal äldre spel. Detta segment stod under Q4'22 för ca 24% av omsättningen. Teamet som leder affärsområdet består av sju personer vilket resulterar i en hög marginal.

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 om 30-32 kr för aktien, triggers i närtid är starka siffror från bolagets senaste spelsläpp. Lyckas de planerade UA-kampanjerna bedömer vi att riskpremien i bolaget kan sjunka vilket skulle resultera i ett högre motiverat värde.

## Kvartalet i detalj

Omsättningen i från in-game försäljning uppgick till 40,1 mkr vilket var en ökning med 59% y/y. Den starka tillväxten går att härleda till att nya kunder som tillkommit i den accelererade marknadsföringen har ett betydligt högre spelarvärde än tidigare. Vi bedömer således att marknadsföringskampanjen har lyckats nå kunder med högt kundvärde.

Annonsintäkterna i kvartalet uppgick till 49,9 mkr vilket är en ökning med 13% y/y. Bolaget ser såldes ingen avmattning i annonsintäkter trots att spelarbasen är mindre. Vi bedömer att detta beror på att de spelare som bolaget nu når är av högre värde för annonsörer.

En intressant aspekt är att bolaget inte har märkt av det försämrade makroläget under kvartalet. Både annonsintäkter och in game köp har vuxit y/y. Vi bedömer dock att ROI på de UA investeringar som gjort under kvartalet har på kort sikt gynnas av en makromiljö med stark dollar och svag SEK och GBP där större delen av bolagets kostnader ligger.

- DAU (Daily Active Users) för perioden var 1,3m, en minskning med 21 % y/y
- MAU (Monthly Active Users) för perioden var 3,8m, en minskning med 30% y/y
- MUP (Monthly Unique Players) för perioden var 52k (53k), en minskning med 10% y/y (Unika spelare som genomfört minst ett köp under perioden)
- ARPDau (Average Revenue Per Daily Active User) uppgick US 7,3 cent, en ökning med 36% y/y

Vi bedömer att det viktigaste nyckeltalet i kvartalet är den kraftigt stigande ARPDau. Detta i kombination med de ökade investeringarna i marknadsföring gör att vi bedömer att tillväxten kan accelerera. Bolaget har valt att fokusera sina marknadsföringsinvesteringar på ROI snarare än antalet användare vilket gör att vi inte oroar oss för det minskade antalet dagliga aktiva användarna.

EBITDA uppgick till 37,1 mkr, justeras EBITDA för en EO-post relaterat till nedskrivning av tillgångsköpeskillning avseende förvärvet av Sventertainment uppgick EBITDA till 4,7 mkr vilket var lägre än våra estimat om 18,6 mkr. Förklaringen till avvikelserna ligger i att UA-investeringarna var högre än våra estimat. Gällande nedskrivningen och justeringen av tillgångsköpeskillningen beror det på att bolaget lägger ned satsningen på en Quizduel Live show.

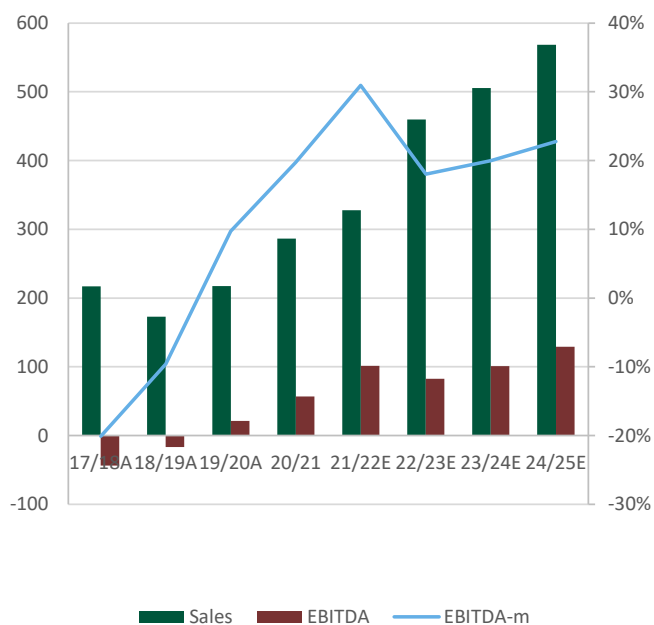
### Genomgång av titlar

**Wordzee:** Under kvartalet har spelet slagit intäktsrekord för en månad vilket är imponerande givet att Q4 historiskt är ett svagt kvartal. Under augusti månad blev spelet ett av de 10 mest populära spelen på den viktiga och lönsamma amerikanska marknaden. Under kvartalet har två s.k. journeys genomförts. Detta är engångsevent där spelare får sju dagar på sig att klara ett antal utmaningar. Dessa tenderar att generera bra intäktsflöden och fler är planerade till Q1.

**Quizkampen:** Är Europas största trivia spel. Under kvartalet slog bolaget nytt rekord för in game köp vilket är imponerande givet att sommarmånaderna tenderar till att vara de säsongsmässigt svagaste månaderna. Under kvartalet har tre större events inom spelt körts. Bolaget har beslutat att stoppa satsningen på Quizduel live då denna inte anses uppnå skala och lönsamhet.

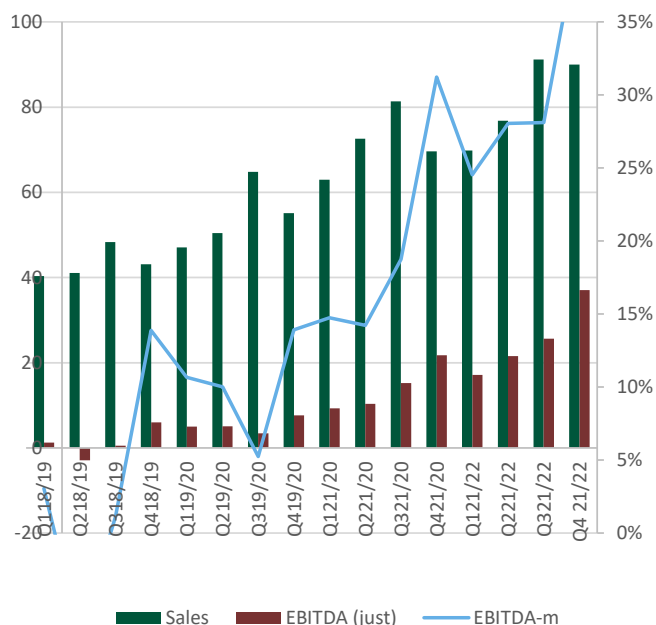
**Tile Mansion:** Är bolagets senast släppta spel. I dagsläget har spelet släppts på flertalet engelska marknader. Spelet genererade ca 5% av bolagets intäkter och visar goda KPIs inför in lansering. Vi bedömer att stora delar av de accelererande UA-investeringarna kommer hamna i detta spel .

## Försäljning och EBIT y/y



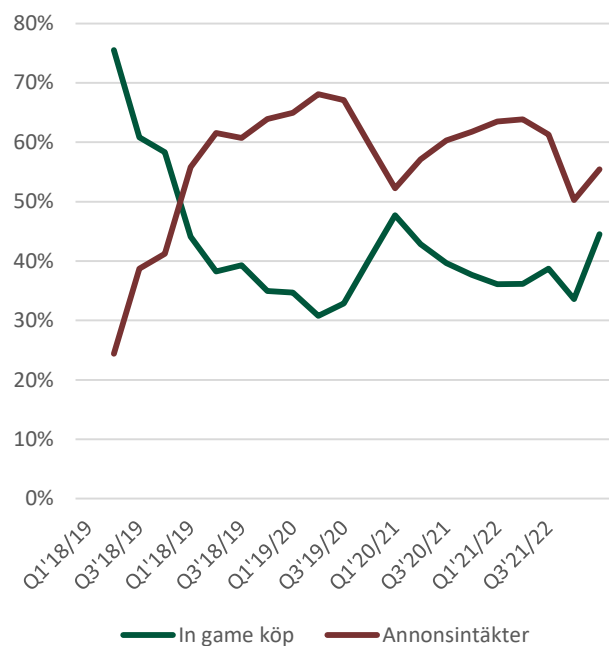
Källa: EPB, Bolaget

## Försäljning och EBIT q/q



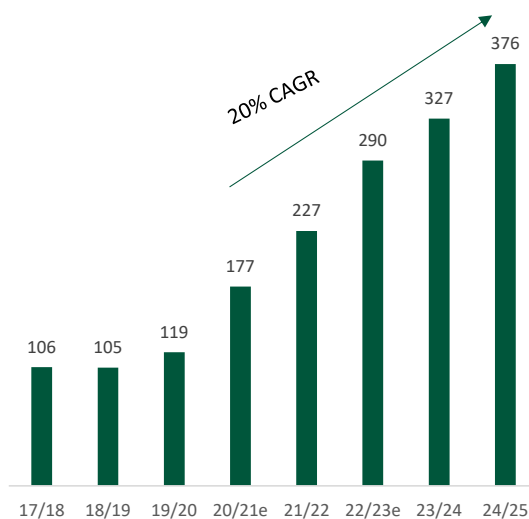
Källa: EPB, Bolaget

## Intäktsmix



Källa: MAG

## Spelbidrag mkr



Källa: MAG, EPB

## 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	145	126	1,10x	1,18x	1,19x	4,4x	6,3x	6,2x	4,9x	7,1x	7,1x	7,4x	7,3x	7,8x
Stillfront Grp	1 261	1 582	2,79x	2,42x	2,21x	9,0x	6,7x	5,8x	16,5x	8,3x	7,4x	21,3x	9,6x	8,5x
G5 Entertainment	150	119	1,02x	0,97x	0,91x	6,1x	4,5x	3,3x	7,7x	8,3x	5,3x	10,7x	11,1x	7,3x
Rovio Entertainment Oyj	476	248	0,84x	0,83x	0,82x	4,5x	5,0x	4,5x	6,1x	6,7x	5,8x	13,2x	13,6x	12,3x
Modern Times Group MT	864	142	1,30x	0,40x	0,37x	1,9x	1,7x	1,6x	4,6x	3,7x	2,8x	(7,4x)	20,8x	13,2x
MAG	52	43	1,26	0,95	0,86	4,9	5,6	4,5	43,7	20,3	11,0	53,7	32,2	19,6
<b>Vs MAG</b>			<b>-12%</b>	<b>-30%</b>	<b>-33%</b>	<b>-18%</b>	<b>0%</b>	<b>-10%</b>	<b>397%</b>	<b>166%</b>	<b>72%</b>	<b>n.m</b>	<b>210%</b>	<b>118%</b>
<b>Mean</b>			<b>1,44x</b>	<b>1,35x</b>	<b>1,28x</b>	<b>6,0x</b>	<b>5,6x</b>	<b>5,0x</b>	<b>8,8x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,4x</b>	<b>13,1x</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,0x</b>
<b>Median</b>			<b>1,06x</b>	<b>1,07x</b>	<b>1,05x</b>	<b>5,3x</b>	<b>5,6x</b>	<b>5,2x</b>	<b>6,9x</b>	<b>7,7x</b>	<b>6,5x</b>	<b>11,9x</b>	<b>10,3x</b>	<b>8,1x</b>

Margins		Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
	FactSet Industry												
Ten Square Games	Packaged Software	89%	-	-	25%	19%	19%	23%	17%	17%	17%	14%	15%
Stillfront Grp	Packaged Software	23%	77%	77%	31%	36%	38%	17%	29%	30%	9%	9%	12%
G5 Entertainment	Packaged Software	62%	68%	71%	17%	22%	27%	13%	12%	17%	11%	10%	15%
Rovio Entertainment Oyj	Packaged Software	53%	100%	96%	19%	17%	18%	14%	12%	14%	11%	10%	11%
Modern Times Group MT	Financial Conglomerates	54%	71%	74%	20%	24%	24%	8%	11%	13%	-7%	108%	7%
MAG		83%	81%	81%	26%	17%	19%	3%	5%	8%	3%	4%	6%
<b>Mean</b>		<b>56,5%</b>	<b>81,5%</b>	<b>81,3%</b>	<b>22,8%</b>	<b>23,3%</b>	<b>25,7%</b>	<b>16,6%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>10,7%</b>	<b>13,3%</b>
<b>Median</b>		<b>57,3%</b>	<b>76,6%</b>	<b>77,4%</b>	<b>21,8%</b>	<b>20,2%</b>	<b>23,4%</b>	<b>15,3%</b>	<b>14,5%</b>	<b>16,9%</b>	<b>11,0%</b>	<b>9,7%</b>	<b>13,4%</b>

Growth		Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Ten Square Games		-13%	-16%	-1%	-19%	-43%	2%	-24%	-47%	0%	-33%	-46%	2%
Stillfront Grp		30%	32%	10%	9%	23%	14%	-7%	16%	13%	-4%	10%	48%
G5 Entertainment		0%	6%	6%	-5%	-14%	34%	-19%	-25%	56%	-20%	-31%	64%
Rovio Entertainment Oyj		15%	11%	1%	16%	-3%	10%	29%	-9%	14%	23%	1%	16%
Modern Times Group MTG AB Class B		39%	5%	9%	73%	50%	8%	82%	60%	31%	898%	nm	nm
MAG		22%	23%	9%	79%	N.M	22%	nm	nm	nm	nm	nm	nm
<b>Mean</b>		<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>	<b>-9%</b>	<b>15%</b>	<b>-5%</b>	<b>-16%</b>	<b>21%</b>	<b>-9%</b>	<b>-17%</b>	<b>32%</b>
<b>Median</b>		<b>8%</b>	<b>9%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>-8%</b>	<b>12%</b>	<b>-13%</b>	<b>-17%</b>	<b>13%</b>	<b>-12%</b>	<b>-15%</b>	<b>32%</b>

Källa: FACTSET

## Känslighetstabell multipelvärdering

Aktiepris X, EBITDA marginal 2023 Y, EV/EBITDA 2023					
	20%	23%	25%	28%	30%
6,5	15,6	18,4	21,2	24,0	26,8
7	17,3	20,3	23,4	26,4	29,4
8	20,8	24,2	27,7	31,2	34,6
8,5	22,5	26,2	29,9	33,6	37,2
9	24,2	28,1	32,0	35,9	39,8

Källa: EPB

# DCF

## DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions			
Sum of PV of FCF (explicit period)			562	Risk free nominal rate			2.5%
PV of terminal value (perpetuity formula)			430	Risk premium			5.5%
<b>Enterprise value</b>			<b>992</b>	Extra risk premium			5.0%
Latest net debt			-185	Beta			1.0
Minority interests & other			0	Cost of equity			13.0%
<b>Equity value</b>			<b>1 177</b>	Cost of debt (pre-tax)			3.0%
No. of shares outstanding (millions)			25	Tax rate			22%
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>44.4</b>	Target debt/(debt + equity)			0%
				WACC			13.0%
Profit multipl.				Terminal value assumptions			
2021	2022	2023		Long term growth rate			2.0%
EV/Sales	3.5	3.0	2.2	Long term EBIT margin			15.0%
EV/EBITDA	17.5	9.8	12.0	Depreciation (% of sales)			3.0%
EV/EBIT	134.8	87.0	-109.3	Capex(% of sales)			6.0%
EV/NOPLAT	122.1	186.5	-137.7	Working cap. (% of sales)			4.0%
P/E				Tax rate			22%
ROIC/WACC							
Current Share price			24				

Sensitivity analysis						
WACC	Long-term growth rate					
	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
	12.0%	46.2	47.6	49.1	50.8	52.7
	12.5%	44.1	45.3	46.7	48.1	49.8
	13.0%	42.1	43.2	44.4	45.7	47.2
WACC	Long-term EBIT margin					
	7.0%	9.5%	12.0%	14.5%	17.0%	
	14.0%	24.8	29.7	34.6	39.6	44.5
	14.5%	24.2	28.7	33.3	37.9	42.5
	15.0%	23.5	27.8	32.1	36.4	40.7
WACC	15.5%	23.0	27.0	31.0	35.1	39.1
	16.0%	22.5	26.2	30.0	33.8	37.6

DCF (SEKm)	2022-10-19	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	328	460	505	568	738	932	1 145	1 367	1 584	1 781	1 940	2 046	2 087	
EBITDA	-17	21	57	101	83	101	129	133	168	206	246	285	321	349	368	376	
- Depreciation	-24	-38	-49	-90	-92	-93	-95	-113	-129	-140	-146	-145	-136	-118	-93	-63	
= EBIT	-41	-17	7	11	-9	-2	6	20	39	66	100	140	185	231	275	313	
- Tax on EBIT	4	5	1	-6	2	0	-1	-4	-8	-14	-21	-29	-38	-48	-57	-64	
= NOPLAT	-37	-11	8	5	-7	-2	5	16	31	52	79	111	147	184	219	249	
+ Depreciation	24	38	49	90	92	93	95	113	129	140	146	145	136	118	93	63	
= Gross cash flow	-13	26	57	95	85	91	100	129	160	193	226	256	283	302	312	311	
- Capex	-26	-36	-100	-34	-28	-24	-24	-45	-56	-69	-83	-96	-107	-117	-123	-125	
= Increase (+/decrease) in WC	-2	6	-6	4	-14	-3	-5	-9	-8	-9	-9	-9	-8	-6	-4	-2	
= Free cash flow from operations	-41	-3	-49	65	43	64	71	75	95	115	134	152	167	179	184	184	
PV of cash flow		-55	64	38	49	48	48	46	51	54	56	56	55	52	47	430	
% of Enterprise value		-6%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	5%	5%	43%	
Accumulated % of Enterprise value		-6%	1%	5%	10%	15%	19%	24%	30%	35%	41%	47%	52%	57%	100%		

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth	25.7%	31.8%	14.4%	40.2%	36.7%	33.3%	29.8%	26.3%	22.8%	19.4%	15.9%	12.4%	8.9%	5.5%	2.0%	
EBITDA margin	10%	20%	31%	18%	20.0%	22.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	
EBITDA growth	-227%	168%	79%	-18%	22.1%	27.9%	2.7%	26.3%	22.8%	19.4%	15.9%	12.4%	8.9%	5.5%	2.0%	
EBIT margin	-8%	2%	3%	-2%	-0.4%	1.1%	2.7%	4.2%	5.7%	7.3%	8.8%	10.4%	11.9%	13.5%	15.0%	
Depreciation (% of sales)	17.4%	17.2%	27.4%	20.0%	18.4%	16.9%	15.3%	13.8%	12.3%	10.7%	9.2%	7.6%	6.1%	4.5%	3.0%	
Capex (% of sales)	16.5%	35.1%	10.5%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	
Capex (% of depreciation)	95%	204%	38%	30%	26%	25%	40%	44%	49%	56%	66%	79%	99%	132%	200%	
Working capital (% of sales)		-1%	2%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	
Tax rate	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	

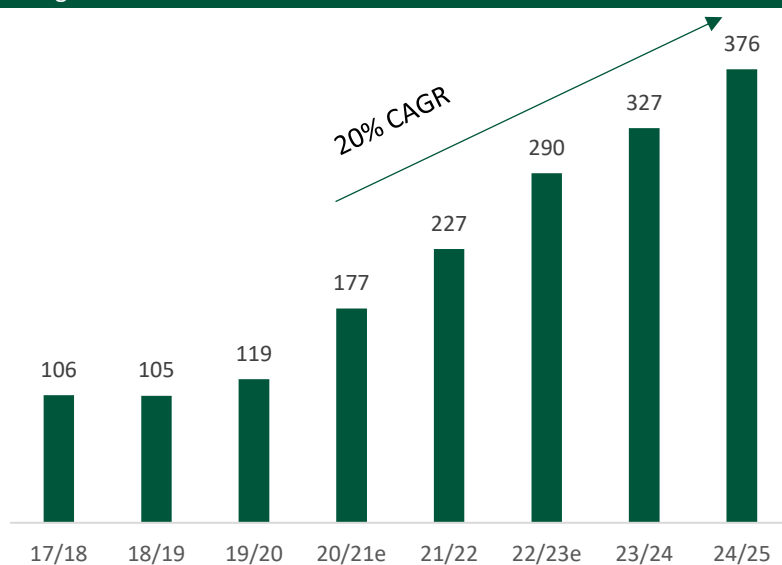
Källa: EPB

## Resultaträkning

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>287</b>	<b>328</b>	<b>460</b>	<b>505</b>	<b>568</b>
Övriga rörelseintäkter	3	38	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>325</b>	<b>396</b>	<b>488</b>	<b>529</b>	<b>592</b>
Kostnad sålda varor	-62	-67	-93	-101	-110
<b>Bruttovinst</b>	<b>263</b>	<b>329</b>	<b>395</b>	<b>429</b>	<b>482</b>
Övriga rörelsekostnader	-34	-32	-34	-37	-41
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>57</b>	<b>101</b>	<b>83</b>	<b>101</b>	<b>129</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
Finansiella poster	-1	6	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>7</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
Skatter	1	-6	-5	-8	-14
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>55</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>55</b>

Källa: EPB

## Ua investeringar



Källa:

## Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>41</b>	<b>69</b>
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	-37	-5	-8	-10
Förändringar i rörelsekapital	-6	4	-7	-3	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>115</b>
Investeringar	-100	0	-63	0	0
Övriga poster	0	-4	-2	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-50</b>	<b>34</b>	<b>-22</b>	<b>65</b>	<b>91</b>
Förändringar av lån	-16	-11	0	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-65</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>65</b>	<b>91</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-50</b>	<b>-84</b>	<b>-120</b>	<b>-185</b>	<b>-199</b>

Källa: EPB

Balansräkning					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Goodwill	161	125	125	125	125
Övriga immateriella tillgångar	108	98	66	30	21
Övriga anläggningstillgångar	8	6	6	6	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>332</b>	<b>275</b>	<b>244</b>	<b>207</b>	<b>198</b>
Kundfordringar	33	42	52	58	73
Övriga omsättningstillgångar	9	10	10	10	10
Likvida medel och kortfristiga placeringar	96	126	162	227	241
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>144</b>	<b>186</b>	<b>233</b>	<b>304</b>	<b>331</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>477</b>	<b>461</b>	<b>477</b>	<b>511</b>	<b>529</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	323	336	354	387	400
<b>Summa eget kapital</b>	<b>323</b>	<b>336</b>	<b>354</b>	<b>387</b>	<b>400</b>
Övriga långfristiga skulder	44	11	11	11	11
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>102</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>61</b>
Leverantörsskulder	13	24	21	23	29
Övriga kortfristiga skulder	0	2	2	2	2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>69</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>477</b>	<b>461</b>	<b>477</b>	<b>511</b>	<b>529</b>

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Intäktstillväxt	-	22%	23%	9%	12%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	79%	N.m.	22%	28%
EBIT-tillväxt, justerad	-	55%	100%	80%	69%
EPS-tillväxt, justerad	-	45%	67%	64%	69%
Bruttomarginal	81,0%	83,2%	81,0%	80,9%	81,4%
EBITDA-marginal	17,4%	25,6%	17,0%	19,1%	21,8%
EBITDA-marginal, justerad	17,4%	25,6%	17,0%	19,1%	21,8%
EBIT-marginal	2,3%	2,9%	4,7%	7,8%	11,7%
EBIT-marginal, justerad	2,3%	2,9%	4,7%	7,8%	11,7%
Vinst-marginal, justerad	2,3%	2,8%	3,7%	6,2%	9,3%

Källa: EPB

Avkastning					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	-	3%	5%	9%	14%
ROCE, justerad	-	1%	1%	2%	4%
ROIC, justerad	-	4%	9%	19%	34%

Källa: EPB



## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Kundfordringar / totala intäkter	10%	11%	11%	11%	12%
Leverantörsskulder / KSV	20%	36%	23%	23%	26%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	28%	20%	19%	19%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	-1%	2%	3%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,0x	1,2x	1,2x	1,3x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	-50	-84	-120	-185	-199
Soliditet	68%	73%	74%	76%	76%
Nettoskultsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,5x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	-0,9x	-0,8x	-1,5x	-1,8x	-1,5x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
EPS	0,31	0,45	0,75	1,23	2,08
EPS, justerad	0,31	0,45	0,75	1,23	2,08
FCF per aktie	-1,78	1,40	-0,91	2,46	3,43
Eget kapital per aktie	13,4	13,9	14,7	14,6	15,1
Antal aktier vid årets slut, m	24,1	24,1	24,1	26,5	26,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,1	24,1	24,1	26,5	26,5

Källa: EPB

## Värdering

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
P/E, justerad	103,4x	53,7x	32,2x	19,6x	11,6x
P/EK	2,4x	1,7x	1,6x	1,7x	1,6x
P/FCF	-17,9x	17,3x	-26,6x	9,8x	7,0x
FCF-yield	-6%	6%	-4%	10%	14%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,2x	1,3x	0,9x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	12,7x	4,9x	5,6x	4,5x	3,4x
EV/EBIT, justerad	98,0x	43,7x	20,3x	11,0x	6,3x
EV	721	498	462	453	440
Aktiekurs	32,0	24,1	24,1	24,1	24,1

Källa: EPB

## 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	Q321/22	Q421/22
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	91,2	90,0
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	7,9	5,3
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	1,5	34,1
<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>	<b>100,5</b>	<b>129,4</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	-16,8	-19,0
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	-21,6	-43,3
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	-28,2	-21,7
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	-8,3	-8,4
<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>	<b>25,6</b>	<b>37,1</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	-13,7	-49,5
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>	<b>11,9</b>	<b>-12,4</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	-14,7	-14,7
<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>	<b>-2,8</b>	<b>-27,1</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	1,2	1,2
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	-0,5	-0,5
<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>	<b>12,6</b>	<b>-11,8</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	-2,6	0,9
Minoritetsintressen																
<b>Nettoreultat 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>10,0</b>	<b>-10,9</b>
<b>Nettoreultat (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>	<b>-1,5</b>	<b>-22,4</b>

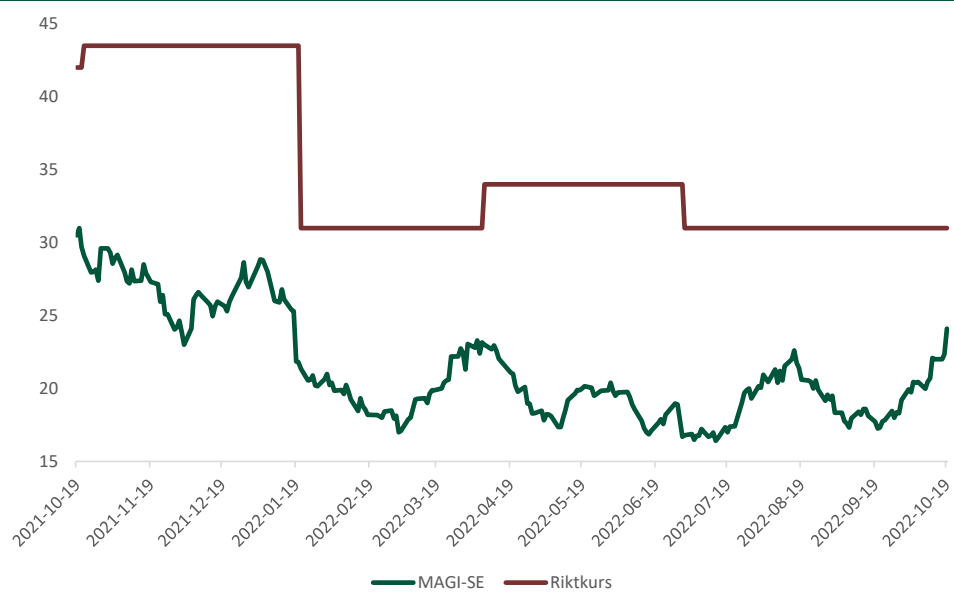
Tillväxt och marginaler	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20	Q319/20	Q419/20	Q120/21	Q220/21	Q320/21	Q420/21	Q121/22	Q221/22	Q321/22	Q421/22
Omsättningsstillväxt	-21%	-30%	-6%	-20%	17%	23%	34%	28%	34%	44%	26%	26%	11%	6%	12%	29%
EBIT, tillväxt	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Bruttomarginal	78%	78%	80%	79%	81%	81%	79%	77%	79%	81%	82%	82%	82%	81%	83%	85%
EBITDA-marginal	3%	-6%	1%	12%	9%	9%	5%	12%	13%	17%	28%	21%	25%	25%	29%	
EBIT-marginal	-11%	-21%	-12%	-1%	-6%	-9%	-10%	-4%	-3%	-3%	3%	13%	6%	10%	13%	-14%

Källa: MAG Interactive

Estimatförändringar							
	Annual						
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25
Nettoomsättning	172,9	217,5	286,6	327,8	459,6	505,4	568,4
Övriga intäkter	2,1	2,1	3,4	37,8	0,0	0,0	0,0
Aktiverat arbete	23,7	28,1	35,0	30,5	28,0	24,0	24,0
<b>Totalta intäkter</b>	<b>198,7</b>	<b>247,7</b>	<b>325,0</b>	<b>396,1</b>	<b>487,6</b>	<b>529,4</b>	<b>592,4</b>
Försäljningskostnader	-41,9	-51,1	-61,7	-66,7	-92,9	-100,9	-110,0
User acquisition	-48,7	-72,8	-76,7	-93,4	-170,0	-178,5	-192,8
Övriga externa kostnader	-38,0	-28,8	-34,2	-32,3	-34,1	-37,1	-41,5
Personalkostnader	-65,2	-73,9	-95,8	-102,2	-107,8	-111,9	-118,9
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>4,9</b>	<b>21,2</b>	<b>56,6</b>	<b>101,4</b>	<b>82,8</b>	<b>101,1</b>	<b>129,3</b>
Avskrivningar	-24,3	-37,8	-49,3	-90,0	-60,0	-60,0	-60,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-19,5</b>	<b>-16,6</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>22,8</b>	<b>41,1</b>	<b>69,3</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-19,5</b>	<b>-16,6</b>	<b>7,4</b>	<b>11,4</b>	<b>22,8</b>	<b>41,1</b>	<b>69,3</b>
Finansisella intäkter	3,8	0,1	0,2	7,1	0,0	0,0	0,0
Finansniella kostnader	-1,7	-6,1	-1,3	-1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-17,3</b>	<b>-22,6</b>	<b>6,3</b>	<b>17,4</b>	<b>22,8</b>	<b>41,1</b>	<b>69,3</b>
Skatter	3,5	5,3	0,8	-6,1	-4,7	-8,5	-14,3
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-13,8</b>	<b>-17,4</b>	<b>7,0</b>	<b>11,3</b>	<b>18,1</b>	<b>32,6</b>	<b>55,0</b>
FX	0,3	-0,5	0,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Årets resultat</b>	<b>-13,5</b>	<b>-17,8</b>	<b>7,5</b>	<b>10,8</b>	<b>18,1</b>	<b>32,6</b>	<b>55,0</b>
Δ % estimat							
Nettoomsättning	0%	0%	0%	0%	21%	27%	0%
Övriga intäkter	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Aktiverat arbete	0%	0%	0%	0%	17%	0%	0%
<b>Totalta intäkter</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>20%</b>	<b>25%</b>	<b>0%</b>
Försäljningskostnader	0%	0%	0%	0%	32%	36%	0%
User acquisition	0%	0%	0%	0%	67%	62%	0%
Övriga externa kostnader	0%	0%	0%	0%	9%	13%	0%
Personalkostnader	0%	0%	0%	0%	-2%	0%	0%
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-10%</b>	<b>7%</b>	<b>0%</b>
<b>Avskrivningar</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Resultat (EBIT)	0%	0%	0%	0%	-29%	20%	0%
<b>Extraordinära Poster</b>							
Justerat Resultat (EBIT)	0%	0%	0%	0%	-29%	20%	0%
<b>Finansisella intäkter</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
Finansniella kostnader	0%	0%	0%	0%			0%
Resultat före skatt	0%	0%	0%	0%	-29%	20%	0%
<b>Skatter</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-29%</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>
Nettoresultat Rapporterat	0%	0%	0%	0%	-29%	20%	0%
<b>FX</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>
<b>Årets resultat</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>-29%</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>

Källa:

## Motiverat värde



Källa: Factset

## Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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)