



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Media | Sverige | 19 januari 2023

MAG Interactive

Höga investeringar i kundanskaffning pressar lönsamheten på kort sikt

Kraftig tillväxt till följd av höga investeringar i marknadsföring...

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till 97,3 mkr och motsvarar en tillväxt om 39% y/y och 8% q/q. Tillväxten är driven av en kraftfull ökning av försäljning i spel, en siffra som stiger 75% y/y. Intäkt per dagligt aktiv kund (ARPDau) under kvartalet uppgick till US 7,8 Cent, en ökning med ca 38% y/y. Bolaget visade ett EBITDA resultat i kvartalet som var kring 0. Givet de höga investeringarna i kundanskaffning (UA) under föregående kvartal indikerade våra prognoser att året hade behövt inledas med en starkare tillväxt för att nå våra helårsestimat, både för försäljning och EBITDA.

...som kommer fortsätta under nästkommande kvartal

Den kraftiga tillväxten i UA får en stor inverkan på våra estimat för resterande del av året. Vi har tidigare räknat med att ökade investeringar i UA kommer leda till en kraftig tillväxt i DAU (dagliga aktiva användare), samtidigt som ARPDau fortsätter stiga men i lägre takt än tidigare. Vi bedömer dock efter denna rapport att spelarantalet kommer vara konstant kring nuvarande nivåer, den tillväxt vi ser kommer således ifrån ökade in-game köp. Detta nya angreppssätt leder till att intäktsestimaten sjunker med i snitt 16,5% kommande år. Vi räknar dock med fortsatt höga investeringar i UA vilket gör att vi sänker våra estimat för EBITDA-marginal med 6 procentenheter kommande år. Detta resulterar i att estimaten för EBITDA sjunker med i snitt 46 mkr årligen. Föregående år drog bolaget ned på UA-investeringar, vilket gjorde att EBITDA marginalen steg till över 20% under ett antal kvartal. Vi ser således att man har relativt god kontroll på sin lönsamhet.

Justering av motiverat värde

Givet att MAG står inför kraftiga investeringar i UA som kortsiktigt pressar EBITDA resultatet har vi valt att förlita oss på vår DCF för att bestämma vårt motiverade värde. I vår DCF ser vi att bolaget succesivt rör sig emot sina lönsamhetsmål, vilket resulterar i ett motiverat värde om 24-26 kr mot tidigare 30-32 kr.

Estimatändring (kr)					Historik och prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	Δ%	24e	Δ%		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	24 - 26 kr												
Totala intäkter	433	-11,3	463	-12,6	Totala intäkter	396	433	463	515	Aktiekurs	19,4kr												
EBITDA, just.	39	-52,7	55	-45,4	Intäktstillväxt	22%	9%	7%	11%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-0,6	-180,1	-0,1	-111,6	EBITDA, just.	101	39	55	81	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q2 - rapport29 mars 2023</div>					EBIT, just.	11	-20	-5	21														
					EPS, just.	0,4	-0,6	-0,1	0,6														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier26m</div> <div>Börsvärde514</div> <div>Nettoskuld (årets slut)-73</div> <div>EV441</div> <div>Free float73%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt80k</div> <div>Bloomberg TickerMAGI SS EQUITY</div>					EPS-tillväxt	56%	N.m.	76%	>100%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
					EK/aktie	1,4	1,6	1,6	1,5														
					EBIT-marginal	2,9%	Neg.	Neg.	4,1%														
					ROE, just.	3,3%	Neg.	Neg.	5,1%														
					ROCE, just.	5,0%	Neg.	Neg.	5,8%														
					EV/Sales	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x														
					EV/EBITDA	4,6x	13,1x	9,3x	6,3x														
					EV/EBIT	33,4x	-	-	18,7x														
<div>Analytiker</div> <div>Rikard Engberg</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>					P/EK	1,4x	1,6x	1,6x	1,5x														
					FCF yield	7%	-	2%	7%														
					Nettoskuld/EBITDA	-0,8x	-1,9x	-1,6x	-1,5x														

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 har genomfört en global lansering av ett nytt spel vid namn Tile Mansion. 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 lönsamheten. Samtidigt som detta sker visar Wordzee fortsatt starka KPIs vilket gör att MAG fortsätter att investera i UA för detta spel. Under kvartalet ökade ARPDAU för detta spel med ca 50% vilket styrker vår tes om att framtida tillväxt kommer främst ifrån ökad intjäning per dagligt aktiv användare snarare än fler användare.

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 Q1'22/23 för ca 26% 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 24-26 kr för aktien. Triggers i närtid är starka siffror från bolagets senaste spelsläpp. Givet att bolaget i närtid gör stora UA-investeringar, vilket kortsiktigt trycker ned resultatet, använder vi oss av en DCF-värdering där bolaget succesivt rör sig emot en EBIT-marginal strax under sina finansiella mål.

Kvartalet i detalj

Omsättningen ifrån in-game försäljning uppgick till 44,2 mkr vilket är en ökning med ca 74%. Tillväxten är driven av två faktorer, en stark dollar samt en kraftig ökning i ARPDau eller intäkt per dagligt aktiv användare, som uppgick till US 7,8 cent, en ökning med 38% y/y. Tillväxten visar att MAG har lyckats i sina UA investeringar där man fokuserar på att dra till sig kunder med ett högt spelarvärde.

Omsättningen ifrån annonser uppgick till 53,2 mkr, en ökning med ca 19%. Vi ser denna utveckling som stark, givet att bolaget minskar antalet dagliga aktiva spelare, som i kvartalet uppgick till 1,2m, en nedgång med ca 0,1m q/q. Vi ser således att bolaget har lyckats bygga en attraktiv kundbas för annonsörer, givet att de är villiga att betala mer per spelare.

- DAU uppgick till 1,2m vilket motsvarar en nedgång med 19% y/y
- ARPDau uppgick till US 7,8 Cent vilket motsvarar en ökning med 38% y/y

Siffrorna visar att MAG har ändrat fokus i sin kundanförskaffning för att dra till sig spelare med högt spelarvärde. Denna utveckling bekräftas av att antalet unika betalande spelare uppgick till 52 000, vilket är en ökning med ca 10% y/y. Nyckeltalet visar även att en stor del av MAGs spelarbas spelar bolagets spel utan att göra några köp in game.

EBITDA i kvartalet var kring 0. Den främsta förklaringsfaktorn är att UA uppgick till 51,2 mkr vilket motsvarar en ökning med 252% y/y. I våra helårsestimat hade vi räknat med en betydligt högre EBITDA siffra. Vi har dock förtroende för bolagets modeller för UA, och bedömer att dessa investeringar kommer leda till en fortsatt tillväxt och expansion av nyckeltalen framöver. En stor del av investeringarna gjordes i spelet Wordzee där in ARPDau ökade med 50% y/y. Wordzee lanserades i november 2019, och vi har således ett högt förtroende för att MAG fortsätter att investera UA i lönsamma kunder.

Estimatförändringar

Givet kvartalets siffror bedömer vi att vi har gjort ett felaktigt antagande kring MAGs aggressiva UA-investeringar. Vi har tidigare räknat med att kampanjerna ska resultera i ett relativt kraftigt inflöde av nya kunder, samtidigt som spelarvärden skulle fortsätta stiga något. Denna ansats resulterade i ett korrekt estimat föregående kvartal. Som vi beskriver ovan, såg vi inte denna utveckling i kvartalet. Vi ändrar således våra antaganden till att spelarbasen kommer att vara relativt konstant under prognosperioden. Fokus kommer att vara på att ersätta äldre, mindre lönsamma kunder med nya, med ett betydligt högre spelvärde. Detta resulterar i att vi sänker våra omsättningsestimater med i snitt 16% under prognosperioden.

MAGs investeringar i UA har ökat kraftigt, +252% y/y och 18% q/q. Vi hade räknat med en lägre takt q/q. Bolaget har även ändrat sin policy på paybacktid på investeringar i UA, från inom 180 dagar till 75% inom 180 dagar. Dessa två faktorer i kombination med varandra, gör att vi sänker våra EBITDA estimat årligen med i snitt 46 mkr, vilket innebär att våra antaganden för EBITDA-marginal sjunker med i snitt 6 procentenheter. Vi bedömer att bolaget kommer fortsätta den aggressiva UA-satsning man nu påbörjat året ut. Skulle man slå av på investeringstakten skulle EBITDA marginalerna röra sig tillbaka till de nivåer vi såg under förra året, det vill säga strax över 20%. Vi ser dessa två beslut som långsiktigt positiva, då de kommer att medföra en mer lönsam spelarbas, vilket ger större möjlighet till att täcka fasta kostnader, och att vinsten rör sig mot bolagets långsiktiga marginalmål om en EBIT-marginal på 20%.

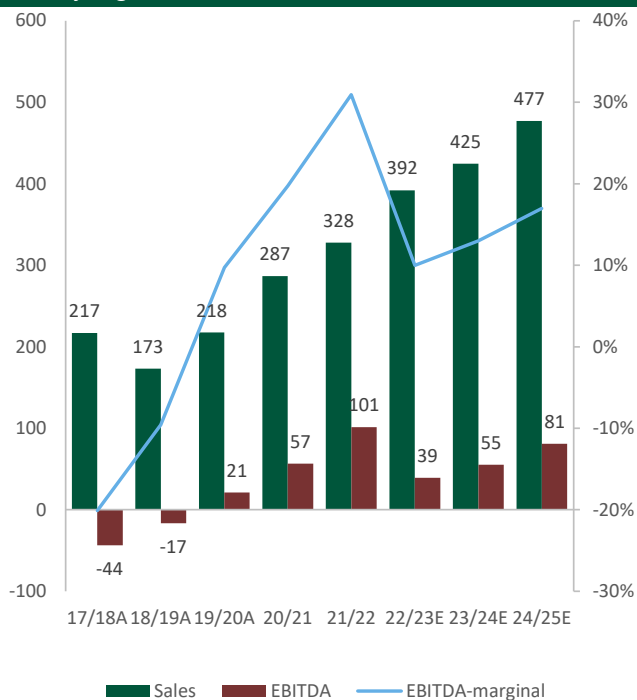
Genomgång av titlar

Wordzee: Spelet har fortsatt att nå nya rekordintäkter vilket är imponerande med tanke på att titeln lanserades 2019. Under kvartalet har man sett ett starkt inflöde av lönsamma kunder vilket gjort att ARPDau har stigit med ca 50% y/y. Under kvartalet har två tematiska event med fokus på Halloween och Thanksgiving bidragit till den starka tillväxten. Vi bedömer att den goda utvecklingen kommer fortsätta kommande kvartal.

Quizkampen: Under kvartalet har MAG fortsatt att utveckla spelets Sololäge, vilket genererat ett nytt intäktsrekord. Vidare har andra delar av spelet optimerats, vilket resulterat i goda kundvärden samt tillväxt i spelarbas. Quizkampen är det ledande trivaspellet i Europa, och under kvartalet har bolaget genomfört investeringar för att kunna växa på den amerikanska marknaden.

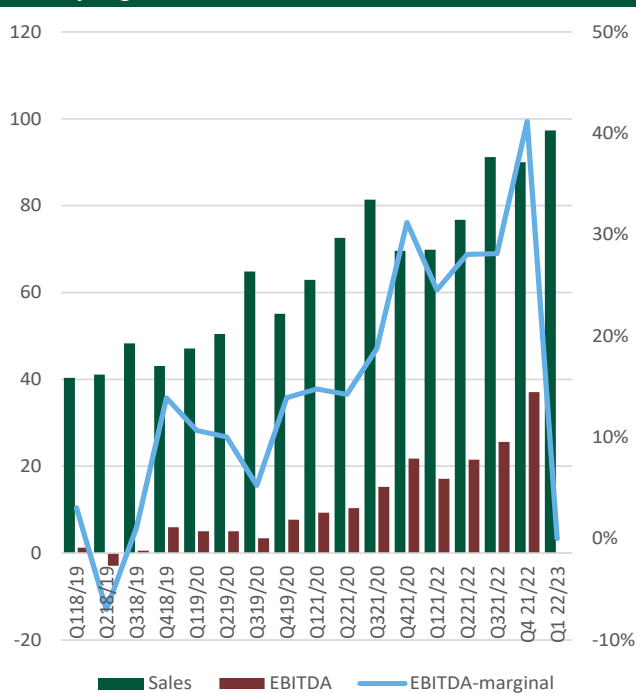
Tile Mansion: Är bolagets senast släppta spel. I dagsläget har spelet släppts på flertalet engelska marknader. Spelet har under kvartalet visat starka nyckeltal för ARPDau. Under kvartalet har spelupplevelsen optimerats, och efter kvartalets slut har spelet släppts på den tyska och franska marknaden. Givet att spelet inte är ett ordspel ser vi goda möjligheter för spelet att växa globalt.

Försäljning och EBITDA mkr - år



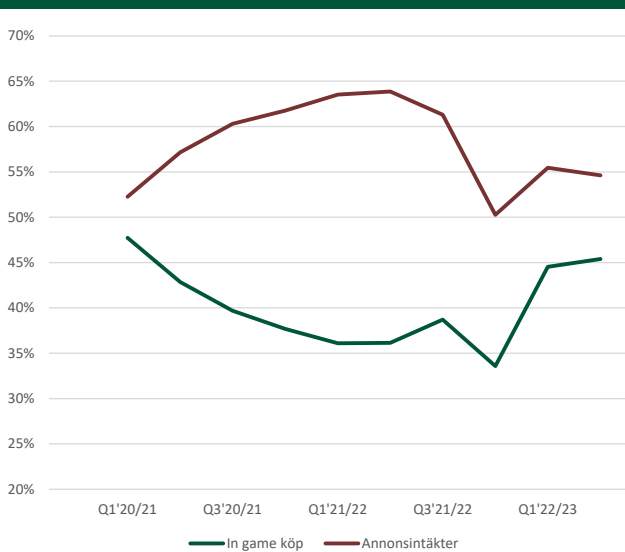
Källa: EPB, Bolaget

Försäljning och EBITDA mkr - kvartal



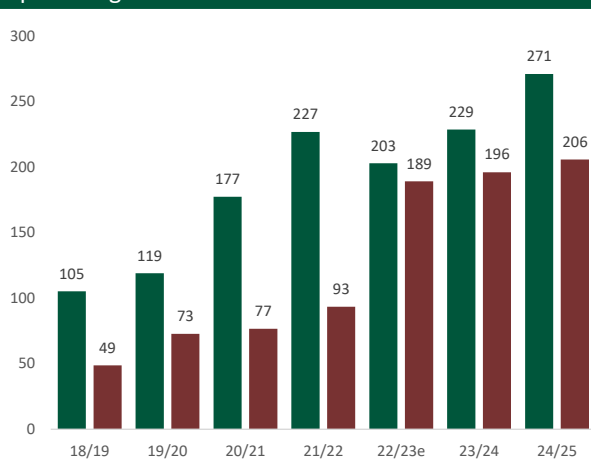
Källa: EPB, Bolaget

Intäktsmix



Källa: MAG

Spelbidrag och UA mkr



Källa: MAG, EPB

DCF

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																														
Sum of PV of FCF (explicit period)			252				2.5%	WACC	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%</

Källa: EPB

Resultaträkning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoomsättning	287	328	392	425	477
Övriga rörelseintäkter	38	68	41	38	38
Totala intäkter	325	396	433	463	515
Kostnad sålda varor	-62	-67	-74	-77	-83
Bruttoresultat	263	329	359	386	432
Totala rörelsekostnader	-207	-228	-320	-331	-351
EBITDA	57	101	39	55	81
EBITDA, justerad	57	101	39	55	81
Totala avskrivningar	-49	-90	-59	-60	-60
EBITA, justerad	57	101	39	55	81
EBIT	7	11	-20	-5	21
EBIT, justerad	7	11	-20	-5	21
Finansnetto	-1	6	-1	0	0
Resultat före skatt	6	17	-21	-5	21
Resultat före skatt, justerad	6	17	-21	-5	21
Total skatt	1	-6	5	1	-4
Nettoresultat	7	11	-16	-4	17
Nettoresultat, justerad	7	11	-16	-4	17

Källa: MAG Interactive, EPB

Kassaflödesanalys

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EBIT	7	11	-20	-5	21
Övriga kassaflödesposter	49	53	60	61	56
Förändringar i rörelsekapital	-6	4	-14	-6	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	50	68	27	50	72
Investeringar	-100	-34	-40	-38	-38
Fritt kassaflöde	-50	34	-13	12	34
Förändringar av lån	-16	-10	0	0	0
Övriga poster	1	0	0	0	0
Kassaflöde	-65	23	-16	12	34
Nettoskuld	-50	-84	-73	-88	-121

Källa: MAG Interactive, EPB

Balansräkning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
TILLGÅNGAR					
Goodwill	161	125	126	126	126
Övriga immateriella tillgångar	108	98	82	60	38
Övriga anläggningstillgångar	8	6	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	332	275	266	243	221
Kundfordringar	33	42	48	54	62
Övriga omsättningstillgångar	9	10	9	9	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	96	126	109	124	158
Summa omsättningstillgångar	144	186	172	193	234
SUMMA TILLGÅNGAR	477	461	438	436	455
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	323	336	321	317	333
Summa eget kapital	323	336	321	317	333
Övriga långfristiga skulder	44	11	11	11	11
Summa långfristiga skulder	102	61	65	65	65
Leverantörsskulder	13	24	19	21	25
Övriga kortfristiga skulder	0	2	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	51	64	53	54	57
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	477	461	438	436	455

Källa: MAG Interactive, EPB

Tillväxt och marginaler					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Intäktstillväxt	31%	22%	9%	7%	11%
EBITDA-tillväxt, justerad	>100%	79%	N.m.	41%	47%
EBIT-tillväxt, justerad	>100%	55%	N.m.	76%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	>100%	56%	N.m.	76%	>100%
Bruttomarginal	81,0%	83,2%	82,9%	83,5%	83,9%
EBITDA-marginal	17,4%	25,6%	9,0%	11,9%	15,7%
EBITDA-marginal, justerad	17,4%	25,6%	9,0%	11,9%	15,7%
EBIT-marginal	2,3%	2,9%	Neg.	Neg.	4,1%
EBIT-marginal, justerad	2,3%	2,9%	Neg.	Neg.	4,1%
Vinst-marginal, justerad	3,4%	2,7%	Neg.	Neg.	3,2%

Källa: MAG Interactive, EPB

Avkastning					
	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
ROE, justerad	2%	3%	Neg.	Neg.	5%
ROCE, justerad	2%	5%	Neg.	Neg.	6%
ROIC, justerad	3%	4%	Neg.	Neg.	9%

Källa: MAG Interactive, EPB

Kapitaleffektivitet

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Kundfordringar / totala intäkter	10%	11%	11%	12%	12%
Leverantörsskulder / KSV	20%	36%	26%	28%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	28%	17%	16%	16%
Rörelsekapital / totala intäkter	2%	2%	5%	5%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,0x	1,2x	1,3x	1,4x

Källa: MAG Interactive, EPB

Finansiell ställning

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
Nettoskuld	-50	-84	-73	-88	-121
Soliditet	68%	73%	73%	73%	73%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	-0,9x	-0,8x	-1,9x	-1,6x	-1,5x

Källa: MAG Interactive, EPB

Aktiedata

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
EPS	0,29	0,45	-0,60	-0,14	0,63
EPS, justerad	0,29	0,45	-0,60	-0,14	0,63
FCF per aktie	-2,09	1,39	-0,50	0,46	1,28
Eget kapital per aktie	13,4	13,9	12,1	12,0	12,6
Antal aktier vid årets slut, m	24,1	24,1	26,5	26,5	26,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,1	24,1	26,5	26,5	26,5

Källa: MAG Interactive, EPB

Värdering

	20/21	21/22	22/23e	23/24e	24/25e
P/E, justerad	42,9x	Neg.	Neg.	Neg.	30,9x
P/EK	2,4x	1,4x	1,6x	1,6x	1,5x
P/FCF	Neg.	0,0x	Neg.	0,0x	0,0x
FCF-yield	Neg.	7%	Neg.	2%	7%
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	2,4x	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	13,6x	4,6x	13,1x	9,3x	6,3x
EV/EBIT, justerad	98,0x	33,4x	Neg.	Neg.	18,7x
EV	721	381	441	426	393
Aktiekurs	32,0	19,2	19,4	19,4	19,4

Källa: MAG Interactive, EPB

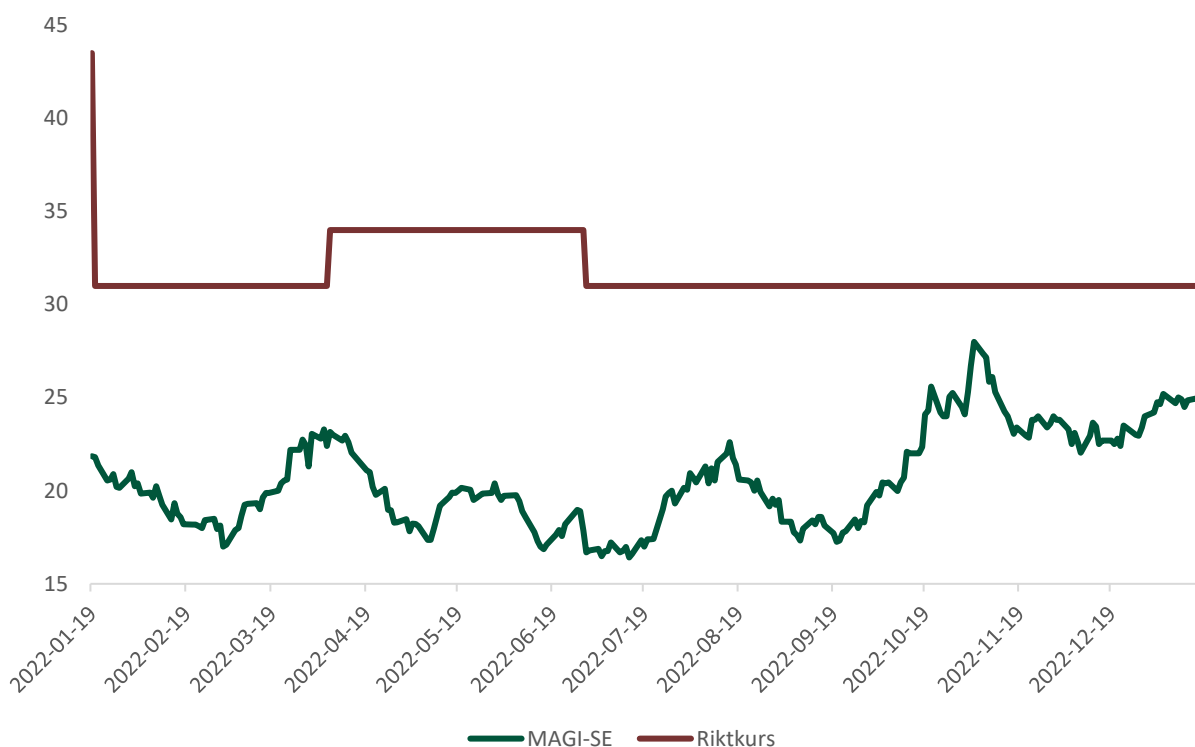
Kvartalsvis data

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	Q122/23
Nettomomsättning	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	97,3
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	11,1
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	1,1
Summa intäkter	46,0	47,6	55,6	49,4	54,4	57,3	73,3	62,7	73,9	81,3	91,8	78,0	80,9	85,3	100,5	129,4	109,5
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	-21,3
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	-51,2
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	-26,9
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	-10,1
Rörelseresultat (EBITDA)	1,2	-2,9	0,5	6,0	5,0	5,1	3,4	7,7	9,3	10,3	15,3	21,7	17,1	21,5	25,6	37,1	0,0
Avisknningar	-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	-13,8
Goodwillnedskrivningar																	
Resultat (EBIT)	-4,6	-8,8	-5,7	-0,4	-3,0	-4,6	-6,8	-2,2	-2,2	-1,8	2,6	8,8	4,0	7,9	11,9	-12,4	-13,8
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	-14,7
Justerat Resultat (EBIT)	-4,6	-8,8	-5,7	-0,4	-3,0	-4,6	-6,8	-2,2	-2,2	-1,8	2,6	8,8	4,0	7,9	11,9	-12,4	-13,8
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	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	-0,5
Resultat före skatt	-4,9	-8,2	-4,5	0,3	-4,6	-5,1	-8,2	-4,8	-2,5	-2,3	1,7	9,3	5,8	10,0	12,6	-11,8	-13,2
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	3,4
Minoritetsintressen																	
Nettoreultat Rapporterat	-3,7	-6,5	-3,6	-0,1	-2,9	-4,3	-6,5	-3,7	-0,2	-2,0	1,3	7,9	3,7	7,8	10,0	-10,9	-9,8
Nettoreultat (just)	-3,7	-6,5	-3,6	-0,1	-2,9	-4,3	-6,5	-3,7	-0,2	-2,0	1,3	7,9	4,0	8,1	-1,5	-22,4	-21,2

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	Q122/23
Omsättningsstillväxt	-21%	-30%	-6%	-20%	17%	23%	34%	28%	34%	44%	26%	26%	11%	6%	12%	29%	39%
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.	n.m.
Bruttomarginal	78%	78%	80%	79%	81%	81%	79%	77%	81%	82%	82%	82%	81%	83%	85%	81%	81%
EBITDA-marginal	3%	-6%	1%	12%	9%	9%	5%	12%	13%	13%	17%	28%	21%	25%	25%	29%	0%
EBIT-marginal	-11%	-21%	-12%	-1%	-6%	-9%	-10%	-4%	-3%	-3%	3%	13%	6%	10%	13%	-14%	-14%

Källa: Bolaget

Motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Disclosure

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 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 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