Initieringsanalys

ADVERTY AB

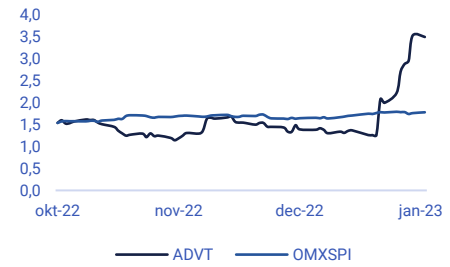
Adverty har utvecklat en lösning för spelutvecklare att generera intäkter från spel genom annonser som är integrerade i spelmiljön – så kallad in-game annonsering.

VD: Jonas Söderqvist
SO: Joachim Roos
www.adverty.com

Lista: NGM Nordic SME
Senast: 3,5 SEK
Marknadsvärde: 111 MSEK
Enterprise value: 103 MSEK

Bloomberg: ADVT:SS
Refinitiv Eikon: ADVT.ST

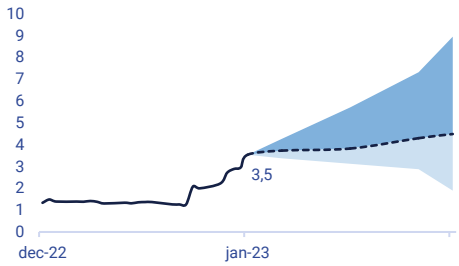
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-16	171	27	154

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	1,9	4,9	8,4
Upp-/nedsida (%)	-47	40	140

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity research

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Dolda värden på väg att exponeras

Adverty har utvecklat en lösning för in-game annonser för spelutvecklare. Med en patenterad metod/teknik för att avgöra annonsers synlighet i 3D-spel är bolaget väl positionerade när efterfrågan väntas lyfta till nästa nivå. Carlsquare Equity Research initierar bevakning av Adverty med ett motiverat värde på 4,9 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

In-game annonser, nästa intäktskälla för spelutvecklare

Annonsering är en av de vanligast förekommande intäktsmodellen för mobilspel. Advertys lösning möjliggör för spelutvecklare att generera intäkter från in-game annonser i spel till i huvudsak mobila plattformar, AR, VR och MR. In-game annonser är integrerade som en del av spelmiljön, exempelvis via annonstavlor i ett sportspel. In-game annonsens anses vara mindre störande för spelupplevelsen, då jämfört med mer traditionella banners och mellansidesannonser. Denna egenskap är fördelaktigt för både annonsörer och spelutvecklare.

Stigande efterfråga på in-game annonsering och ett dolt värde i teknik

Parallellt befinner sig marknaden för in-game annonsering ännu i sin linda men förväntas växa snabbt under de kommande åren, givet den stora publiken som finns i spelvärlden. Det har också gjort att bolagets marknad är hårt konkurrensutsatt. En framstående tillväxtdrivare enligt vår bedömning är de nya riktlinjer för in-game annonser i 3D-spel som har tagits fram av branschorganisationen Interactive Advertising Bureaus (IAB). Dessa bidrar till att tydliggöra annonsformens värde. Det bedömer vi kommer att främja efterfrågan och således driva marknaden liksom bolagets fortsatta tillväxt.

Enligt IAB:s ramverk skall ett antal kriterier uppfyllas för att en annons skall klassificeras som synlig, räknas som en visning och således trigga en betalning från annonsören. Bolagets metod för att bedöma om en in-game annons i 3D-spel är synlig (i linje med IAB:s riktlinjer) är patenterad – och kan således stänga ute konkurrensen. Styrkan i patentet är dock som extern part svårt att bedöma och påvisa men kan skapa förutsättningar för bolaget att ta en ledande position på marknaden.

Lågt värderad givet tillväxt och lönsamhetspotential

Under 2022 dubblades nästan antalet anslutna spel cirka 250 och intäkterna under året väntas öka med 195 procent till 14,1 miljoner kronor. Vi räknar med en fortsatt snabb tillväxttakt även de kommande åren – en CAGR, 2021–2025 på starka 146 procent. Bruttomarginal väntas stiga snabbt med en skalbar plattform för att normaliseras kring 40 procent 2025, samma år som vi räknar med ett positivt EBITDA-resultat. Över tid räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka till 14,4 procent. Kan patentens styrka och värden tydliggöras skapas en betydande uppsida i våra prognoser och värdering.

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 4,9 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 4,6x och en värderingsmultipel på förväntad försäljning justerat för intäktsdelning (50 procent) 2024 på 4,1x. Referensgruppen, bestående av företag inom Adtech handlas i dag till en EV/Sales-multipel 2023 om 3,8x.

Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	0,2	0,7	4,8	14,1	39,6	88,6
Bruttoresultat	0,5	-1,4	-2,9	2,8	12,5	35,2
EBITDA	-10,9	-14,9	-21,8	-20,6	-15,9	-6,4
EBIT	-11,0	-15,1	-22,0	-24,6	-17,6	-8,1
EBT	-12,2	-15,1	-22,0	-24,6	-17,7	-8,1
Vinst per aktie (kr)	-1,01	-0,74	-0,97	-0,77	-0,45	-0,19
Tillväxt, nettooms.	307%	268%	593%	195%	181%	124%
Bruttomarginal	22,9%	-76,0%	-54,1%	19,4%	31,3%	39,5%
EBITDA-marginal	-537%	-833%	-411%	-141%	-39,7%	-7,2%
EBIT-marginal	-544%	-843%	-415%	-168%	-44,0%	-9,1%
EV/Sales	640,1x	405,6x	20,0x	2,8x	1,0x	0,4x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	NM
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Investment case 3

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida 3
Antaganden och prognoser 4
Värdering 5

Risker och utmaningar 6

Aggressiv konkurrens, den största utmaningen 6

Introduktion till bolaget 7

Introduktion till Adverty 7
Annonsering i spel 8
Plattformen, en lösning för spelutvecklare 12
Intäktsmodell och tre huvudsakliga motparter 16
Dolt värde i teknik och patent 20
Ledning, ägare och aktieutveckling 22

Marknader, konkurrens och referensgrupp 24

Föränderlig marknad med höga förväntningar 24
Sektorkollegor och företag i referensgruppen 27

Finansiell historik och Carlsquare prognoser 32

Finansiell historik och prognoser 32

Värdering 36

Motiverat värde inom ett intervall 36

Nyckeltal och räkenskaper 40

Friskrivning 44

Investment case

Adtech-bolaget Adverty har utvecklat en patenterad lösning för in-game annonsering – annonser integrerade i spelmiljöer. Den underliggande marknaden väntas under de kommande åren växa årligen med i genomsnitt höga 11,1 procent. En viktig komponent i bolagets lösning är den patenterade metoden för att i linje med rådande riktlinjer mäta och bedöma annonsens synlighet i 3D-spel. Detta skapar en goda förutsättningar för bolaget att växa betydligt snabbare än marknaden. Under 2022 nästan dubblades antalet anslutna spel till cirka 250. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 4,9 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida

Under 2023 förväntar vi oss en tillväxt på 181 procent, vilket är något under bolagets guidning. Investerares förväntning är dock än lägre, givet rådande marknadspris. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 4,9 kronor per aktie, motsvarande en EV/Sales-multipel 2023 om 4,6x och 4,1x justerad försäljning 2024. Det kan jämföras med referensgruppen som handlas till en EV/Sales 2023 på 3,8x.

Bolaget nettoomsättning motsvarar summan av annonsintäkterna. 50 procent av nettoomsättningen delas med kunderna som en del av affärsmodellen. Justerad försäljning motsvara således bolagets andel av nettoomsättningen.

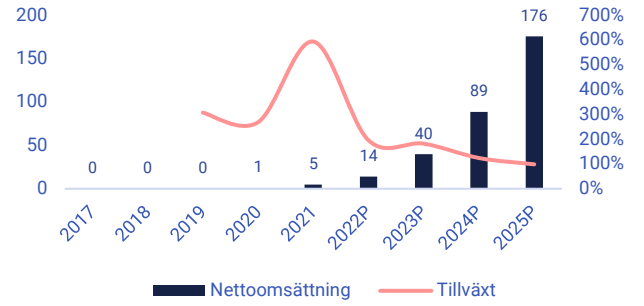
- **Fördelar med in-game annonsering**. In-game annonser avser annonser som är integrerade i spelmiljön, via exempelvis annonstavlor i spelets bakgrund. Som en naturlig del av spelet upplevs inte in-game annonser störa spelupplevelsen i samma utsträckning som mer traditionella mellansidesannonser eller banners. Dock finns det en nackdel med in-game annonser. Det är svårt att mäta dess effektivitet med konverteringsnyckeltal. Därför är varumärkeskännedom och utbildning de främsta syftena med in-game annonsering.
- **Etablering av riktlinjer väntas sätta fart på marknaden.** Marknaden för in-game annonsering kan anses vara i sin linda. Vi bedömer att det till stora delar har sin förklaring i oklarheter kring när en annons kan klassificeras som synlig, klassificeras som en visning och trigga en betalning. Branschorganisationen IAB har nu tagit fram riktlinjer för vad som krävs för att en in-game annonsering i 3D-spel skall klassificeras som synlig och klassificeras som en faktisk visning (och därmed trigga betalning). Detta bedömer vi kunna öka intresset för in-game annonsering och driva på marknadens liksom bolagets tillväxt över de kommande åren.
- **Patenterad metod/teknologi, ett dolt värde.** Bolagets metod för att avgöra om ett objekt i 3D-miljö är synligt i linje med IAB:s ramverk är patenterat. Givet att patentet är starkt nog bör det kunna utgöra en tydlig fördel när marknaden växer med mätbarhet som en av drivarna. Patentet är i dag en svårvärderad tillgång men kan visa sig vara en dold tillgång som tar bolaget till toppen. När tecken (i form av exempelvis en fortsatt stark tillväxt eller ett uppköpsbud) på att ett sådant scenario faktiskt kan bli verklighet skapas tydlig uppsida i både prognoser och värdering.
- **Snabb tillväxt, förbättrad bruttomarginal och skalbarhet.** Även om värdet på patentet fortfarande till största delen är obeprövad räknar vi med en stark tillväxt under de kommande åren. Över prognosperioden, 2022–2032, räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om hela 51,7 procent. Med skalbarhet och förbättrad bruttomarginal, som i vårt scenario stiger upp mot 40 procent, kan bolaget nå lönsamhet 2025. Över tid räknar vi med att EBITDA-marginalen ökar till 14,4 procent fram till 2032.

Antaganden och prognoser

Stark position på marknaden skapar goda tillväxtutsikter

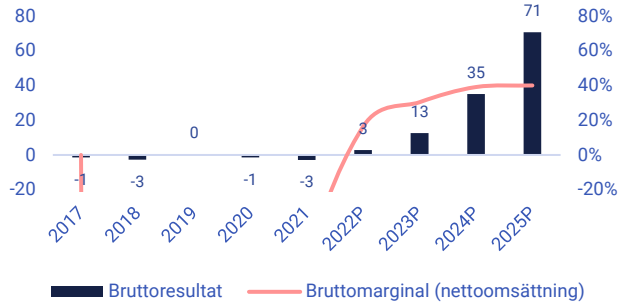
Vi räknar med en CAGR, 2021–2025 om starka 146 procent. Över hela prognosperioden, 2022–2032 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 51,7 procent. Det överstiger marknaden väl som väntas växa med i genomsnitt 11,1 procent över de kommande åren. Den starka förväntade tillväxten för Adverty motiveras av bolagets position på en stor marknad och de relativt låga utgångsvärdena.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



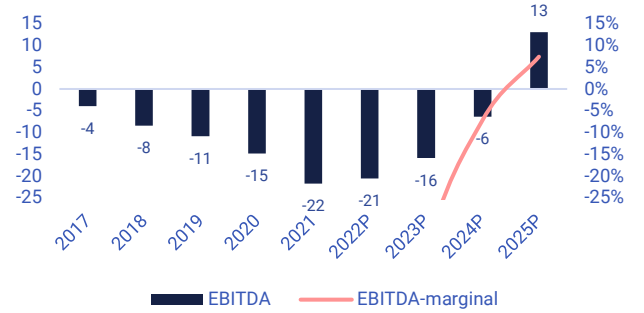
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med råvaror och förnödenheter och intäktsdelning. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Med bra skalbarhet i bolagets annonsserver räknar vi med att bruttomarginalen kan stiga relativt fort upp mot 40 procent. Det är betydligt lägre än traditionella mjukvarubolag som typiskt ligger mellan 60–90 procent. Avvikelsen förklaras av bolagets modell för intäktsdelning (50 procent).

Lönsamhet och underlättat kassaflöde

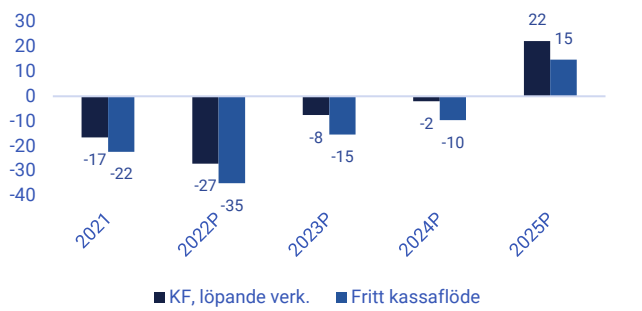
Med en redan i dag förhållandevis stor kostnadsbas räknar vi med att bolaget når ett positivt EBITDA-resultat under 2025 på 13,1 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 7,4 procent. Fram till 2032 räknar vi med att EBITDA-marginalen kan stiga upp mot 14,4 procent. Det kan jämföras med mjukvarubolag som typiskt sett ligger på mellan 20–25 procent. Skillnaden förklaras av en lägre bruttomarginal.

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Annonspengarna flödar via bolaget till kund (intäktsdelning). Det underlättar för bolaget i och med att mindre rörelsekapital binds upp. Vi räknar dock med att bolaget behöver ta in nytt kapital i början av 2023.

Värdering

Uppsida givet tillväxt och marginalexpansion

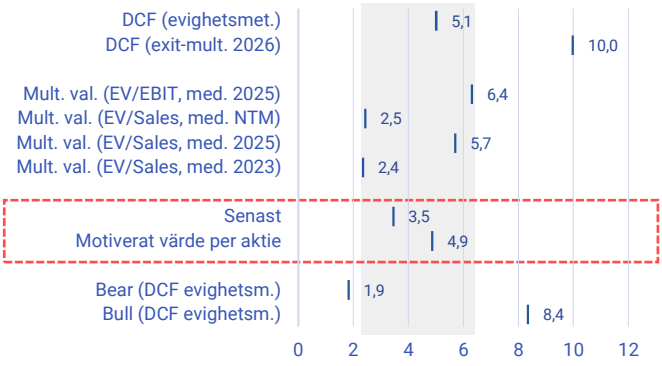
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 4,9 kronor för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Det motsvarar en potentiell uppsida om 40 procent. Värderingen bygger på en stark tillväxt och en snabbt stigande bruttomarginal.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
Mult. val. (EV/Sales, med. NTM)	SEK	2,5
Mult. val. (EV/Sales, med. 2025)	SEK	5,7
Mult. val. (EV/EBIT, med. 2025)	SEK	6,4
DCF-värdering	SEK	5,1
Motiverat värde per aktie	**SEK**	**4,9**
Möjlig upp-/nedsida		40%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	44
Aktievärde	**MSEK**	**216**
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK	9,3
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK	0,6
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	25
EV	**MSEK**	**182**

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023	2024	2025
EV/Sales	4,5x	20,0x	12,9x	4,6x	2,1x	1,0x
EV/just. försäljning*	9,1x	76,2x	25,8x	9,2x	4,1x	2,1x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	13,9x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	16,0x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	19,8x

**Justerad försäljning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: Carlsquare prognoser*

Vår värdering i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel om 4,6x 2023 och en multipel av justerad försäljning 2024 på 4,1x. Det senare kan jämföras med referensgruppen bestående av företag verksamma inom Adtech som handlas till en EV/Sales-multipel 2023 på 3,8x.

I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi med en CAGR, 2021–2032, på 57,1 procent (bas 51,7 procent) och en EBITDA-marginal 2032 på 16,6 procent (bas 14,4 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 8,4 kronor.

I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2021–2032, på 44,6 procent och en EBITDA-marginal 2032 på 11,6 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 1,9 kronor.

Risker och utmaningar

Som alla företag är Adverty utsatt för risker och utmaningar. Vi bedömer att den största utmaningen för bolaget just nu är att ta andelar på en hårt konkurrensutsatt marknad.

Aggressiv konkurrens, den största utmaningen

Konkurrens

Konkurrensen är betydande, vilket också påvisar marknadspotentialen. Fram till och med det första kvartalet 2022 har bolaget redovisat en negativ bruttomarginal. Det har till största delen sin förklaring i att bolaget betalat kunder (läs spelutvecklare) för att nyttja Advertys lösning. Bolaget har numera som princip att inte längre betala kunder för att nyttja deras lösning, vilket också syns i bruttomarginalen som varit positiv sedan det andra kvartalet 2022. Dock, till vår vetskap fortsätter konkurrensen att betala spelutvecklare för att ta marknadsandelar.

Patenterade lösningar

Bolagets metod för att bedöma om en in-game annons i 3D-spel är synlig är patenterad för alla skärmar. Om patent kan hålla konkurrens ute är patent en dold tillgång som tar bolaget till toppen. Samtidigt har även konkurrensen patenterade lösningar för att avgöra synlighet. Det är svårt att bedöma styrka och värden av patent i denna bransch. Vi räknar således inte med att aktörers patent kommer vara den avgörande faktorn för att ta marknadsandelar.

Marknad under förändring

Annonsörers förutsättningar att rikta digitala annonskampanjer har förändrats. Bland annat med tredjepartscookie och IDFA som är under utfasning. Samtidigt som ny teknik har utvecklats för att upprätthålla effektiviteten för digital marknadsföring kan det medföra pressade marginaler för annonsörerna. Det kan i sin tur hämma utveckling för digital marknadsföring, då inkluderat marknaden för intressebaserad in-game annonsering.

Begränsade finanser och osäkerhet i antaganden

I dag gör bolaget ett negativt resultat. Vi räknar med att bolaget gör ett break-even/ett svagt positivt EBITDA-resultat för första gången under det fjärde kvartalet 2024. Det kan ses som konservativt i förhållande till bolagets egen tro. Per utgången av det tredje kvartalet 2022 hade Adverty en kassa på 9,3 miljoner kronor. Vi räknar med att bolaget behöver ta in nytt kapital under det första kvartalet 2023. Det framtida kapitalbehovet är inte säkrat. Säkrad finansiering till fördelaktiga villkor under 2023 är dock en trigger som reducerar osäkerhet.

Våra antaganden rörande intäkts- och lönsamhetsutveckling är förknippad med hög osäkerhet. Detta är dock nästan alltid fallet för tillväxtbolag. Många tillväxtbolag missar sina målsättningar, vilket vi tagit höjd för i vårt scenario.

Introduktion till bolaget

Adverty erbjuder en lösning för spelutvecklare att generera intäkter från sina spel genom in-game annonsering. Detta annonsformat fyller syftet att skapa varumärkeskännedom och har både för- och nackdelar jämfört med mer etablerade format. Patenterad tekniken bedöms kunna ge Adverty en stark position när marknaden börjar ta fart med hjälp av nya branschriktlinjer.

Introduktion till Adverty

Från VR till mobil- och PC-spel

Adtech-bolaget Adverty grundades 2017 och var tidig med att agera på möjligheter inom in-game annonsering. Sedan grundandet har bolaget utvecklat en teknisk lösning som möjliggör för utvecklare att skapa och fylla annonsutrymmen integrerade i digitala miljöer. Initialt utvecklades plattformen för tekniker som AR/VR och MR. Dessa tekniker har inte fått det genomslag som många vid tillfället hade räknat med. Mot bakgrund av denna utveckling valde Adverty att snabbt ställa om sin verksamhet och lösning för att fokusera på integrerade annonser i spel till mobiltelefonen.

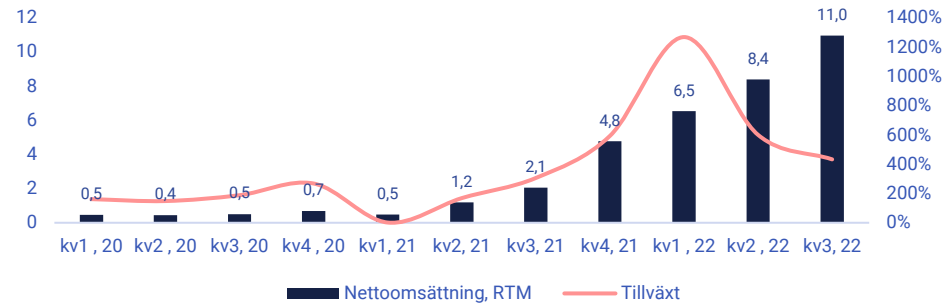
In-game annonsering – ett annonsformat i spel som är integrerad i spelmiljön.

Startblocken har lämnats och framtiden går från klarhet till klarhet

Totalt har cirka 110 miljoner kronor investerats i Adverty. På rullande tolv månader (RTM) uppgick nettoomsättningen till 11,0 miljoner kronor vid utgången av det tredje kvartalet 2022. Under samma period har ett EBITDA-resultat om minus 21,6 miljoner kronor redovisats till ett fritt kassaflöde på minus 30,4 miljoner kronor. Vid utgången av det tredje kvartalet 2022 uppgick kassan till 9,3 miljoner kronor.

Bolagets intäktsmodell innebär att Adverty delar på annonsintäkterna med spelutvecklaren.

Nettoomsättning (MSEK), RTM



RTM = rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

I dag ligger bolagets fokus på affärsutveckling med avsikten att knyta sig an fler spelutvecklare men också annonsörer (varumärken och mediebyråer). Samtidigt befinner sig marknaden för in-game annonsering ännu i sin linda: En in-game annonsör faktureras per faktisk visning. Dock råder oklarheter kring när en in-game annons är synlig och kan klassificeras som en faktisk visning. Detta har hämmat annonsformatets utveckling men ledande branschorganisationer har nu tagit fram riktlinjer för hur, och när, en visning av en in-game annons skall klassificeras som en visning. Detta kommer utgöra en grund för att tydliggöra värdet av annonsformen vilket skapar förutsättningar för en stark tillväxt. Paralllet har bolaget patent för den egenutvecklade tekniken för mätning av visningar i linje med de nya riktlinjerna som kan vara tillgången som tar bolaget till en ledande marknadsposition.

DSP = Demand-side plattform. En hub där efterfrågan på annonsutrymmen online samlas.

Annonsering i spel

Intäktsmodeller för spel och in-game annonser

En vanlig intäktsmodell för spelutvecklare är att låta användaren betala en avgift vid nedladdningstillfället – så kallande premiumspel. En än vanligare intäktsmodell är så kallade Free-to-play spel där intäkter genereras från annonser, ofta i kombination med så kallade ”köp-i-app”. I artikeln ”Ads, IAP and beyond: Supercharge your game” publicerad av Meta Audience Network i augusti 2022 framgår att 93 procent av alla spelutvecklare använder annonser för att generera intäkter.

Vi delar in annonsering i spel (eller annonser i app) i tre format, kategorier eller grupper:

- Banners
- Mellansidesannonser
- In-game annonser

Traditionella banners och mellansidesannonser

En av det mest vanligt förekommande annonsformatet i spel är så kallade banners. En banner täcker en mindre del av spelskärmen under spelets gång och består ofta av en klickbar stillbild med text. Ett annat vanligt förekommande annonsformat i spel är så kallade mellansidesannonser. En mellansidesannons täcker temporärt hela spelskärmen och visas vid utvalda tillfällen (spelpauser). Mellansidesannonser kan också vara frivilliga – spelaren gör ett aktivt val att kolla på en annons mot fördelar i spelet, så som spelets valuta.

Banners och mellansidesannonser stör spelupplevelsen. Den bär fördelen av att vara klickbara och effektivitet kan således mätas.

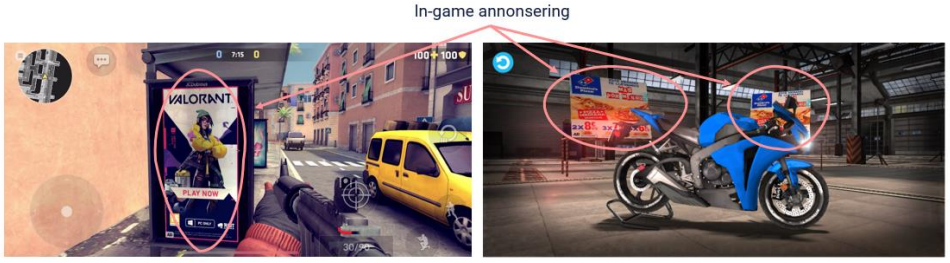
Både banners och mellansidesannonser har fördelar från annonsörens perspektiv. Det då dessa annonskategorier är klickbar för vidaredirigering. Det innebär att annonsens effektivitet är mätbar via KPI:er som CTR (click-through-rate) och CPL (cost per lead). Dock, från en användares perspektiv upplevs både banners och mellansidesannonser som störande moment för spelupplevelsen – något som heller inte är önskvärt från spelutvecklarens perspektiv.

In-game annonser, en del av spelmiljön för att skapa medvetenhet

In-game annonser (intrinsic in-gaming annonsering, eller vad bolaget kallar för In-Play™ advertising) är via spelets kod inkorporerade i spelmiljön som en del av spelupplevelse, snarare än att till delar eller temporärt helt täcka spelet med ett adderat lager av grafik. Således stör inte in-gaming annonsering själva spelupplevelsen. In-gaming annonsering kommer vanligtvis i form av annonstavlor i spelets bakgrund.

In-game annonser är en del av spelmiljön och påverkar således inte spelupplevelsen – möjligen åt de positiva då spel av vissa typer kan uppfattas mer realistiskt. Annonsformen är anpassad för att exempelvis skapa varumärkeskännedom.

Exempel, in-game annonsering med Advertys lösning



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Konkurrenten Anzu har gjort en undersökning som omfattar 1 200 personer. Av studien som genomfördes i början av 2022 framgår bland annat att 70 procent av de tillfrågade var positiva eller neutrala till in-game annonsering. I en annan studie genomförd av Adverty i samarbete med Dentsu kan bland annat nedan utläsas:

- 50 procent av de tillfrågade angav att annonser i spel var ett föredraget forum för annonser. Motsvarande för nyhetssida var 30 procent.
- Cirka två tredjedelar av de tillfrågade angav att in-game annonsen inte störde spelupplevelsen. 17 procent angav att in-game annonsen hade en positiv effekt på spelupplevelsen – det då det adderar en grad av verklighet till spelupplevelsen. Motsvarande andel för den traditionella bannern var 13 procent.

Det finns även nackdelar med in-game annonsering. Då in-game annonser är inkorporerade i spelmiljön via kod är de inte klickbara. Således är det svårt att mäta effektivitet genom olika konverteringsnyckeltal. Från annonsörens perspektiv fyller in-game annonsering i stället funktionen att skapa medvetenhet.

Dynamiska och statiska in-game annonser

Vi delar in annonser i spel i två typer; (i) statiska och (ii) dynamiska in-game annonser. Båda har sina för- samt nackdelar och Advertys plattform hanterar båda typerna.

Statiska in-game annonser innebär att varumärken byggs i spelets upplägg. Det medför att annonserna inte kan förändras. Statisk in-game annonsering kan exempelvis integreras i så kallade skins, så som kläder eller accessoarer till spelarens avatar och kan således jämföras med produktplacering i en film.

Dynamiska in-game annonser kommer oftast i form av annonstavlor integrerade i spelmiljön där annonsen som visas kan förändras och anpassas i realtid. Denna annonstyp är således mer inordnad för så kallad programmatisk annonsering där efterfrågan på annonsutrymmen maskinellt matchas med utbud av digitala annonsutrymmen.

Adverty jobbar med så kallade dynamiska in-game annonser.

Statisk in-game annonsering

Källa: RapidFire och Carlsquare

Dynamisk in-game annonsering

Källa: Adverty och Carlsquare

Prismodeller för in-game annonser

Spelutvecklare får typiskt sett ersättning för annonsering i spel efter en prestationsbaserad modell – ersättningen varierar således med exempelvis antalet visningar, vilket i sin tur är en funktion av spelets popularitet i termer av antalet användare/spelare. Nedan beskrivs några av de vanligast förekommande modellerna för annonser i spel:

- **CPC/PPC (Cost per Click eller Pay per Click)** innebär att annonsören ersätter spelutvecklaren per klick på annonsen. Detta är vanligt för exempelvis banners.
- **CPA (Cost per Action eller Cost per Acquisition)** innebär att annonsören betalar först vid konvertering av någon form. Denna modell är ofta den föredragna bland annonsörer men blir också dyr då publicisten tar på sig en högre risk, då satt i relation till de övriga prismodellerna.
- **CPM (Cost per Mille eller Cost per thousand impressions)** innebär att annonsören betalar per tusen gånger en annons visats. Denna modell är typisk för varumärkesbyggande kampanjer då de tenderar att vara billigare än CPC. Detta är också den modell som är gångbar med in-game annonsering. Det är också denna modell som hanteras av den programmatiska handeln i dag.

Video stärker erbjudandet och breddar marknaden

I ett samarbete med det svenska företaget SeenThis har Adverty lanserat en teknik för att låta fylla in-game annonser med strömmade videor. Enligt pressmeddelandet från juli 2022 är bolaget först på marknaden med denna teknik och funktionalitet.

Enligt information från Wyzowl använder 86 procent av annonsörer video som ett marknadsföringsverktyg. Således bedömer vi att denna funktionalitet kan bli värdefull för bolaget. Det skall också noteras att videoannonser typiskt sett kostar mer för annonsören och genererar således ger mer pengar till spelutvecklaren och därmed bolaget. Dock är det inte orimligt att in-game annonser med video innebär en större risk för att störa spelets prestanda då de kräver ett tyngre nyttjande av teknikens kapacitet.

CTV och streamingtjänster, en ny potentiell marknad för Adverty

I den tredje kvartalsrapporten 2022 framgår att Adverty har en ambition att ta sig in på marknaden för CTV, eller Connected TV. Vi ser denna satsning som klart intressant. Men givet det tidiga skedet för denna satsning ser vi det snarare som en option som adderar till potentialen än ett omgående intäktsbidrag.

CTV innefattat smarta TV-apparater, spelkonsoler och andra videoströmningsenheter som AppleTV, Chromecast och Roku som strömmar video över internet. Olika videoströmningstjänster, som Netflix, Disney+, prime video eller YouTubeTV faller under samlingsnamnet OTT-tjänster, eller Over-the-top streamingtjänster. CTV och streamingtjänster kan ställas i relation till linjär TV som avser traditionell TV som följer en förutsatt tablå och kan nås via exempelvis TV-antenn, kabel eller satellit.

Många av streamingtjänsterna medför en månatlig kostnad. Men det finns också många som är gratis och finansieras via annonsintäkter. Det talas också om att exempelvis Netflix med flera skall erbjuda ett abonnemang som helt eller till delar finansieras via annonser. CTV-annonsering görs likt in-game annonser i störst utsträckning programmatiskt.

Parallellt har hushållens övergång från linjär TV till streamingtjänster inletts – i dag byter hushållen flitigt mellan streamingtjänster och linjär TV. Över tid väntas streamingtjänsterna ta över. Det påvisas bland annat av Tele2 som släppt ett nytt streamingpaket med linjära kanaler.

Varumärkessäkerhet, en viktig del av verksamheten

I detta sammanhang avser varumärkessäkerhet förmågan att skydda varumärkens rykte vid annonsering online. Ett varumärkes rykte kan exempelvis skadas vid bedrägeri och/eller om annonsering förekommer på icke önskvärda platser online. Bolaget arbetar med ett antal metoder för att säkerställa varumärkessäkerhet:

- Tredjepartsverifiering: Spelutvecklare som bolaget jobbar med publicerar sina spel på etablerade plattformar som Apples App Store, Google Play, Meta Platforms Oculus och Steam. Det medför att spelen redan genomgått grundliga kontroller av väletablerade tredje parter.
- Plattformar ovan följer olika etablerade kategoriseringsstandarder för spel och appar rörande rekommenderad minimiålder och innehåll. Annonsörer kan exkludera de icke önskvärda kategorierna.
- Spelen i bolagets portfölj är alla märkta med spelkategori, som exempelvis sportspel, skjutspel eller pusselspel. Annonsören kan således välja i vilka speltyper som denne vill annonsera.

Certifieringar

Det finns ett antal organisationer som jobbar med varumärkessäkerhet och certifierar bolag likt Adverty. För att erhålla dessa certifieringar krävs det att bolaget bekräftar efterlevnad av processer och rutiner i linje med säkerhetsstandarder och riktlinjer. Bolaget är i dag certifierad enligt IAB Sveriges Gold Standard, TAG Brand Safety och IAB Europe's Transparency and Consent Framework.

Certifieringar för varumärkessäkerhet

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Plattformen, en lösning för spelutvecklare

SDK för Unity

Bolagets verktyg består av ett antal viktiga komponenter som möjliggör för kunderna att integrera annonser i spelkoden och fylla dem med annonser. En första essentiell komponent i annonslösningen är dess SDK (Software development kit).

Bolagets SDK kan ses som ett add-on verktyg som möjliggör för spelutvecklare att med hjälp av färdiga mallar och drag-and-drop funktionalitet enkelt addera annonsutrymmen som en integrerad komponent i spelet. Vidare kan annonsutrymmets förprogrammerade mallar anpassas vad gäller storlek och form. Alternativt till att använda förprogrammerade mallar kan spelutvecklaren skapa egna annonsutrymmen.

I dag kan Advertys SDK integreras som en add-on till Unitys (Unity Software Inc.) spelutvecklingsplattform och spelmotor för spel till mobiltelefoner, PC (inkluderat online-spel), VR, AR och MR.

Adverty i Unity

Källa: Carlsquare

I dag Unity men fler kan bli aktuellt

Unity Software Inc. har utvecklat en av världens mest populära spelmotorer med en spelutvecklingsplattform (Unity). Spelmotorn är en så kallad cross-plattform vilket innebär att spel kan skapas för olika spelplattformar, så som mobiltelefoner, PC, webbplattformar för online-spel (så som Steam) spelkonsoler och VR-plattformar.

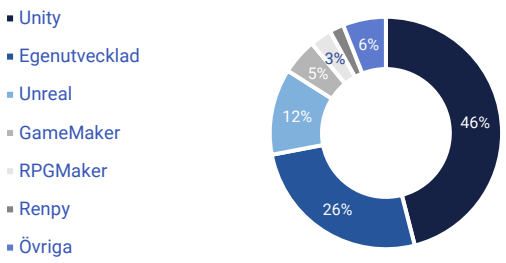
Enligt data från Game Data Crunch (mars 2022) är Unity den största spelmotorn på Steam med en andel om 46 procent. Av de spel som lanserades på Steam under 2021 med pris över 4,99 USD och minst 50 recensioner var 53 procent av dessa byggda på Unity. På en andraplats kommer egenutvecklade spelmotorer följt av Unreal (Epic Games).

Vad gäller mobilspel anger Unitys VD, John Riccitiello, att Unity har en marknadsandel om mellan 60–70 procent.

Mot bakgrund av Unitys position på marknaden kan Unity ge en exponering mot typiskt sett mindre spelutvecklare som i ett initialt skede också är tillräcklig. Det är dock bolagets avsikt att framledes utveckla ett SDK som gångbar med fler av de större spelmotorerna. Den grupp som kan bli svåråtkomlig är den grupp av

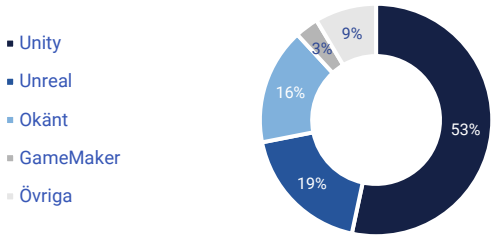
spelutvecklare som har egenutvecklade spelmotorer, vilket i huvudsak är de stora aktörerna.

Marknadsandel spelmotorer på Steam



Andel av alla spel på Steam per mars 2022 Källa: Game Data Crunch och Carlsquare

Marknadsandel spelmotorer på Steam, 2021



Innefattar spel lanserade under 2021 med ett pris över 4,99 USD och minst 50 recensioner. Källa: Game Developer och Carlsquare

Ett annonsnätverk i ett programmatiskt ekosystem

Att skapa och integrera annonsutrymmen i spelkoden med hjälp av bolagets lösning (mer specifikt SDK) är en första komponent i bolagets lösning. En andra komponent är teknik och metoder för att fylla spelutvecklarnas annonsutrymmen med annonser. Likt de flesta annonsnätverken använder Adverty två olika strategier/metoder för att fylla annonsutrymmen:

- Direkta affärer med varumärken och mediebyråer
- Programmatisk annonsering

Vad det gäller direkta affärer med varumärken och mediebyråer är syftet att bygga relationer och sprida kunskap om annonsformen samt bolagets erbjudande, snarare än att fylla annonsutrymmen. Att endast jobba med direkta affärer skulle hämma både tillväxttakt och skalbarhet. Därför är den huvudsakliga metoden för programmatisk annonsering.

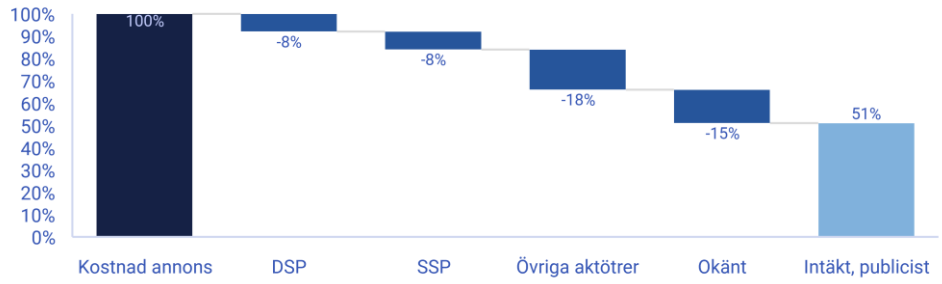
Programmatisk annonsering

Programmatisk annonsering avser automatiserad matchning av efterfrågan på annonsutrymmen med publicisters utbud av annonsutrymmen. Programmatisk annonsering innebär således en tydlig effektivisering jämfört den direkta affären mellan inköpare och annonssäljare. Sammantaget anses programmatisk annonsering förbättra publicistens förutsättningar att öka sina intäkter genom att fylla så många annonsutrymmen som möjligt. Det anses också förbättra annonsörens möjlighet att få mer exponering mot konsument genom att synas på fler relevanta ställen.

Det finns också nackdelar med programmatisk annonsering – med fler mellanhänder i programmatisk annonsering är det inte orimligt att annonsering kostar mer för annonsören. Från publicistens perspektiv blir annonsintäkten sannolikt lägre. Som framgår i graf på nästa sida erhåller spelutvecklaren endast i genomsnitt cirka 51 procent (inom intervallet 49 procent till 67 procent) av det beloppet som annonsören betalar för annonsering. Resterande cirka 49 procent går till andra aktörer i ekosystemet (ISBA programmatic Supply chain transparency study, ISABA, AOP och PwC, 2020).

Bilden nedan illustrerar hur olika aktörer i ekosystemet för programmatisk annonsering tar andelar av annonsörens totala utgift. Övriga aktörer involverar bland annat verifieringsverktyg, serverkostnader och annonsbörsers avgifter. Posten ”Okänt” innefattar andelen som inte kunde härledas till något av de parter som normalt sett anses vara en del av ekosystemet för programmatisk annonsering.

Fördelning av annonsörens totala annonsutgift



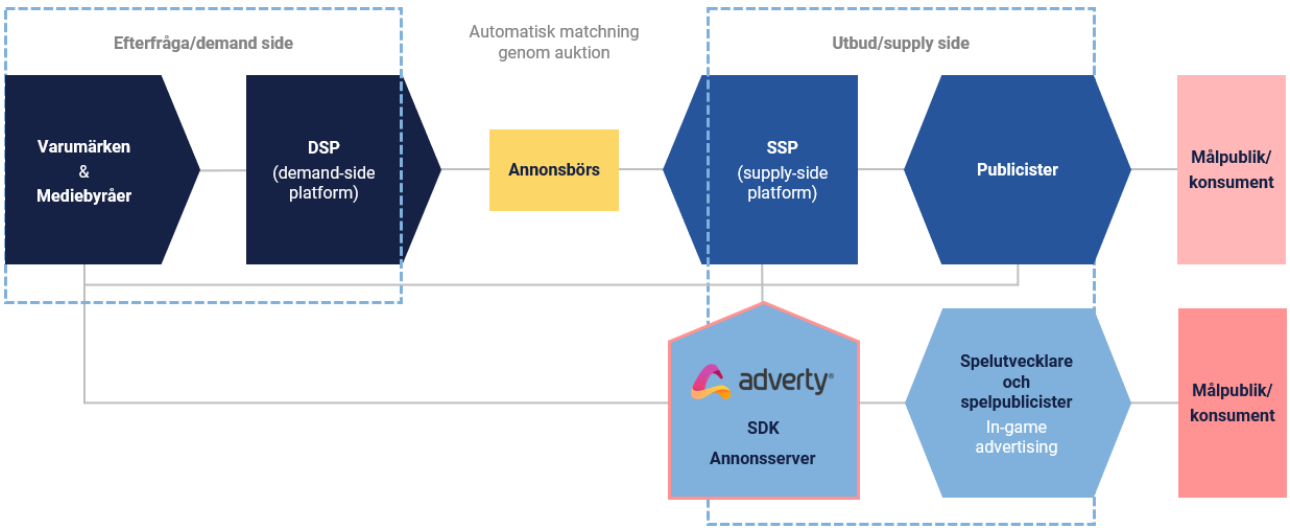
Okänt avser bortfall som inte direkt går att härleda till en specifik del i ekosystemet. Källa: ISBA, AOP, PwC och Carlsquare

Trots nackdelar är programmatisk annonsering den överlägset största kanalen för annonsörer och publicister att mötas i affär. Fördelar i form av effektivitet med mera väger således tyngre än nackdelarna. Enligt data från Statista uppskattas det att cirka 89 procent av digital marknadsföring i USA under 2021 var programmatisk. På global nivå uppskattar Zenith att motsvarande andel var 72 procent. Under 2022 uppskattas att varumärken och media-byråer kommer att spendera mer än 490 miljarder USD på programmatisk annonsering.

SSP och DSP samlar utbud och efterfrågan för auto-matchning

Programmatisk annonsering involverar som ovan nämnt en rad olika aktörer och funktioner som skapar ett ekosystem. Nedan illustreras ekosystemet och hur Adverty som annonsnätverk ansluter till ekosystemet via så kallade SSP:er:

Programmatisk annonsering och Advertys plats i värdekedjan



Källa: Carlsquare

Publicister av olika slag kan koppla upp sig mot så kallade SSP:er (Supply-side platform), direkt eller via annonsnätverk. En SSP kan således betraktas som en data-hubb med innehåll i form av publicisters utbud av tomma annonsutrymmen online med angivna egenskaper. Annonsutrymmenas egenskaper kan exempelvis avse demografi hos publicistens publik, webb eller app, spelkategori med mera. På de större SSP:erna finns tusentals publicister uppkopplade.

På andra sidan finns annonsörernas efterfråga på annonsutrymmen från annonsörer. Efterfrågan/förfrågningar på annonsutrymmen med olika egenskaper samlas på så kallade DSP:er (Demand-side platform). Även på de större DSP:erna kan tusentals annonsörer/varumärken, direkt eller via mediebyråer, vara uppkopplade.

Urval av DSP:er

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Urval av SSP:er

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Om kravspecifikationer rörande annonsutrymmets egenskaper angivna av efterfrågan/annonsör matchar med ett (eller flera) annonsutrymmen sker en affär automatiskt. Affären sker ofta över en så kallad annons-börs. När fler annonsörer efterfrågar matchas med samma annonsutrymme får den annonsören som betalar bäst tillgång till utrymmet. Dock är typiskt sett tomma annonsutrymmen fler till antalet än vad det finns annonsörer och normalt är därför att cirka 30–40 procent av utbudet fylls.

Effektiv annonsserver, viktigt för stigande bruttomarginal

Bolagets annonsserver (applikationen) är den del av plattformen som tar in alla annonsutrymmena och kommunicerar med SSP:erna. Applikationen på annonsservern hanterar stora mänger data i form av annonsytor i spel som uppdateras kontinuerligt. Applikationen ligger på Amazons aws och är byggd med Scala programmeringsspråk. Detta gör att applikationen är kapacitetseffektiv och anpassas kontinuerligt efter aktivitet/flöde av tillgängliga annonsutrymmen. Mot bakgrund av detta bedömer vi att bolagets bruttomarginal kan stiga förhållandevis fort upp mot 40 procent (givet antagen tillväxttakt).

Intäktsmodell och tre huvudsakliga motparter

Intäktsmodell

I dag bygger Advertys intäktsmodell på intäktsdelning, alltså att bolaget erhåller en andel av spelutvecklarens annonsintäkter. Andelen av den totala intäkten som bolaget delar med sin kund är normalt 50 procent. När marknaden för in-game annonsering har mognat är det inte otänkbart att bolaget kan erhålla en fast ersättning, då utöver intäktsdelning. Dock i dag är det snarare tvärt om – att aktörer som erbjuder lösningar för in-game annonsering behöver betala för att spelutvecklare skall börja jobba med verktygen. Detta förklarar också till stora delar bruttoresultatet som varit negativ. Framledes kommer bolaget inte att betala spelutvecklare. Sedan det andra kvartalet 2022 har bruttomarginalen också varit positiv.

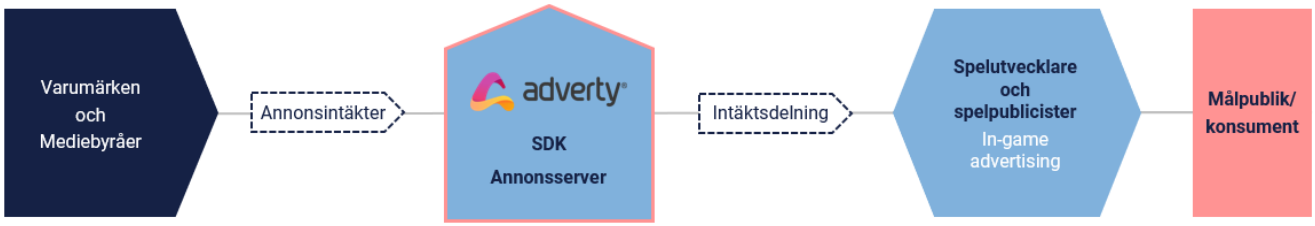
Då bolagets intäktsmodell är prestationsbaserad kopplad till antalet visningar varierar bolagets finansiella utveckling med:

- Antal spel där bolagets lösning används för in-game annonsering
- Spelens popularitet mätt i exempelvis antalet dagliga spelare och genomsnittlig speltid.
- Att integrerade annonsutrymmen fylls med annonser
- Om annonsen kommer i form av stillbild eller video
- Med mera…

Modell för positiva förändringar i rörelsekapitalet

En viktig komponent till bolagets modell är att annonspengar flödar via bolaget till spelutvecklaren, som illustreras i bilden nedan. Bolaget erhåller alltså annonsintäkter och betalar vid ett senare tillfälle ut spelutvecklarens andel. Att bolaget inte binder kapital för att växa är fördelaktigt för kassaflödet och den finansiella positionen.

Annonspengar flödar genom Adverty



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Tre huvudsakliga parter och två team

För att presentera ett attraktivt erbjudande mot spelutvecklare och publicister måste bolaget kunna erbjuda lämpliga annonsörer. Det i termer av både varumärke, innehåll och avkastning. Å andra sidan, för att kunna attrahera bra annonsörer måste bolaget ha bra spel av olika karaktär som matchar de egenskaper som eftersökes.

Bolaget har ett dedikerat team som jobbar med affärsutveckling/sälj genom att bearbeta spelutvecklare och publicister liksom efterfrågan på annonsutrymmen i form av varumärken och mediebyråer.

Tre huvudsakliga motparter

Källa: Carlsquare

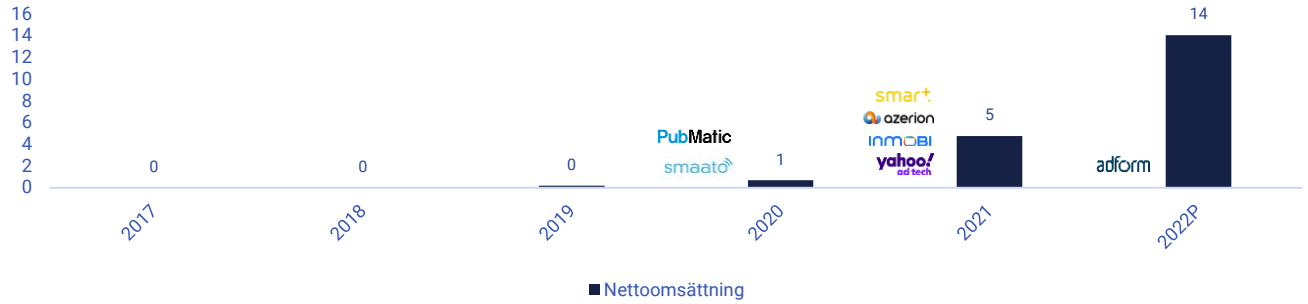
Bearbetning av efterfrågan

Ett team inom affärsutveckling har som uppgift att teckna direkta affärer med varumärket och mediebyråer. Deras uppgift är också att sprida kunskap om bolagets verktyg liksom in-game annonsering i sig, som inte är en självklarhet för både varumärken och mediebyråer. I dag jobbar bolaget även med flertalet partners, som kanadensiska Apex Mobile Media, Yazle Marketing Management med huvudkontor i Förenade Arabemiraten och Adsmovil i USA och Latinamerika.

Bearbetning av utbudet

Det andra teamet jobbar med utbudet, alltså spelutvecklare och publicister. Denna grupp arbetar också med att ansluta bolagets lösning till olika SSP:er. Under 2020 kopplades bolagets lösning upp mot den första SSP:en. I dag är bolaget anslutna till sju SSP:er, varav Adform har tillkommit under innevarande år. De sju SSP:erna är i sin tur anslutna till en rad olika DSP:er till vilka över 200 000 varumärken och mediebyråer är anslutna. Även om det är bolagets avsikt att fortsätta utöka antalet SSP:er till vilka lösningen är ansluten utgör det en bra bas som bolaget kan fortsätta växa med.

Anslutna SSP:er



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Samarbetspartners för starkare global räckvidd och nischer

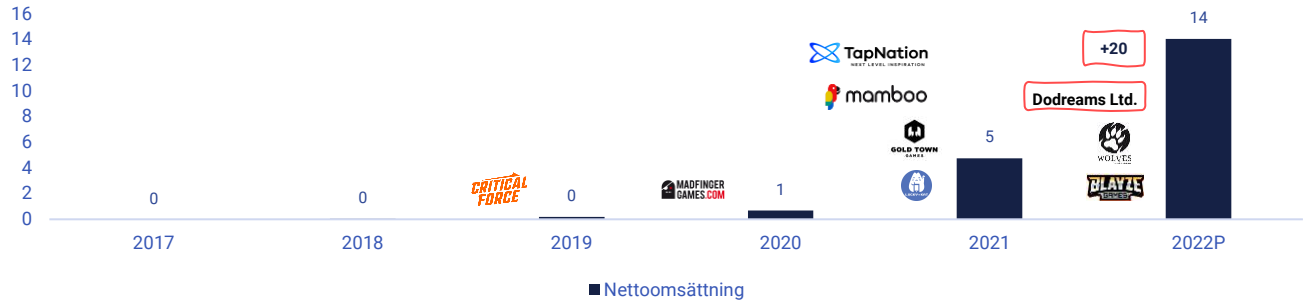
Bolaget arbetar också med samarbetspartners: Sedan årsskiftet 2021/22 är Livewire, ett spelmarknadsförings- och spelteknikföretag med huvudmarknader i Asien och Stillahavsregionen med exklusiva rättigheter i Australien, Vietnam och Japan, en sådan samarbetspartner.

Samarbeten med spelutvecklare

Hur många spelutvecklare eller spelpublicister som bolaget i dag samarbetar med är för oss okänt. Det då bolaget aktivt valt att vara restriktiva i sin kommunikation kring denna ändå viktiga värdedrivare. Dock, fram till slutet av 2021 har pressmeddelanden skickats ut om totalt sex samarbeten. Den 29 januari 2023 meddelade bolaget ingått totalt 23 samarbeten (156 spel) kopplats upp mot plattformen under 2022.

Ett känt samarbete är det med Critical Force inleddes under 2019 för spelet Critical Ops, ett FPS-spel (first-person shooter). Detta är än i dag bolagets viktigaste FPS-spel. Under 2021 tillkom ytterligare ett antal spelutvecklare och/eller publicister varav TapNation har en portfölj på totalt 22 spel. Av dessa har de tre största spelen laddats ned 100+ miljoner gånger på Apple Play. Vilka samarbeten och spel som i termer av intäkter är de mest framstående från bolagets perspektiv är dock för oss okänt.

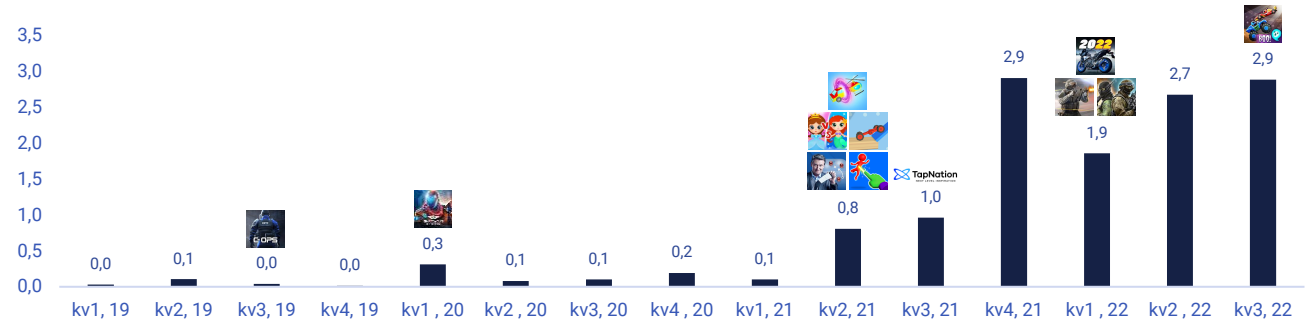
Spelutvecklare



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Nedan följer en genomgång av de spel som bolaget kommunicerat använder bolagets lösning för in-game annonsering. Notera att antalet nedladdningar endast inkluderar Google Play. Vissa titlar är också uppdaterade eller lanserade i senare versioner.

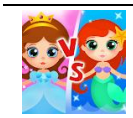
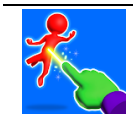
Intäktsutveckling och spel



Källa: Bolagsinformation, Google Play och Carlsquare

Nedan är en genomgång av de spel i vilka bolagets lösning för in-game annonsering används eller har använts. Som framgår finns bolagets lösning i en rad både små och stora titlar av olika kategorier. Över tid bedömer vi att det största potentialen finns i sportspel men också mer lättsamma pusselspel samt actionspel av samma karaktär som exempelvis Grand Theft Auto.

Speltitlar och publicister i bolagets kända portfölj

	Drive Ahead! (Dodreams) finns i bolagets spelportfölj sedan juli 2022. Racingspelet Drive AHead! är free-to-play med köp-i-spel och har 50+ miljoner nedladdningar, 4,3 i betyg och 1,6 miljoner recensioner på Google Play
	MotorBike: Drag Racing Game (Wolves Interactive) finns i portföljen sedan januari 2022. Racingspelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 10+ miljoner nedladdningar, ett betyg på 3,1 och ca. 34 000 recensioner på Google Play.
	Bullet Force (Blayze Games) finns i portföljen sedan januari 2022. Skjutspelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 10+ miljoner nedladdningar, ett betyg på 3,9 stjärnor och 0,8 miljoner recensioner på Google Play.
	Forward Assault (Blayze Games) finns i spelportföljen sedan januari 2022. Skjutspelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 10+ miljoner nedladdningar, ett betyg på 4,3 stjärnor och 0,4 miljoner recensioner på Google Play.
TapNation	**TopNation** har en portfölj om 22 titlar, varav Giant Rush!, Thief Puzzle: to pass a level och Ice Cream Inc. samtliga laddats ned 100+ milj. gånger på Google Play. Samarbetet initierades i juli 2021.
	Shift Race (Mamboo Games) finns i portföljen sedan juni 2021. Racingspelet som är free-to play med köp-i-spel samt annonser och har 10+ miljoner nedladdningar, ett betyg på 4,1 stjärnor och 0,1 miljoner recensioner på Google Play.
	**Shift Princess (Mamboo Games)** finns i portföljen sedan juni 2021. Racingspelet som är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 5+ miljoner nedladdningar på Google Play, ett betyg på 3,9 stjärnor och cirka 43 000 recensioner.
	Folding Car Puzzle (Mamboo Games) finns i portföljen sedan juni 2021. Pusselspelet som är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 1+ miljoner nedladdningar på Google Play, ett betyg på 3,6 stjärnor och cirka 4 400 recensioner.
	World Hockey Manager (Gold Town Games) finns i portföljen sedan H1 2021. Sportspelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 1+ miljoner nedladdningar på Google Play, ett betyg på 3,6 och cirka 12 000 recensioner.
	**Magic Finger 3D (Lucky Kat Studios)** finns i portföljen sedan H1 2021. Action-spelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 10+ miljoner nedladdningar på Google Play, ett betyg på 4,2 och cirka 0,2 miljoner recensioner.
	Critical Ops: Multiplayer FPS (Critical Force) finns i portföljen sedan augusti 2019. Skjutspelet är free-to-play med köp-i-spel samt annonser och har 50+ miljoner nedladdningar på Google Play, betyg på 4,3 och ca. 2,4 miljoner recensioner.

Källa: Google Play, bolagsinformation och Carlsquare

Dolt värde i teknik och patent

Nya riktlinjer för att mäta en visning

IAB släppte redan 2009 en första uppsättning riktlinjer för visning och mätning av annonser i spel. Ett utkast till en uppdaterad version presenterades av IAB i samarbete med IAB Tech Lab och Media Rating Council under sommaren 2022 och de stora förändringarna är inkluderandet av in-game annonsering i 3D-spel, då inkluderat video. I riktlinjerna berörs annonsers synlighet, mätning, inaktivitet och bedrägeri etcetera med hänsyn till olika tekniska faktorer som skärmstorlek, upplösning, vinkel och belysning. Nedan följer sammanställda utdrag från av avsnittet ”Viewability” i ”Intrinsic In-Game Advertising Measurement Guidelines 2.0”, uppdaterad i augusti 2022:

- Annonsen storlek i förhållande till skärmen (>1,5 procent) och antalet pixlar av annonsen (>50 procent).
- Vinklar annonser är synlig i förhållande till skärmen (≤55 grader från någon av koordinaterna X, Y eller Z. Noll grader = annonsen visas direkt mot skärmen, 90 grader = snett mot skärmen, 180 grader = annonsen visas i motsatt riktning av skärmen)
- Video- och dynamisk in-game annons synlighet i tid (≥två sekunder i rad utan avbrott)

I riktlinjerna framgår även att mätverktyg (så som inkluderat i Advertys lösning) skall ta hänsyn till andra faktorer som påverkar synlighet, så som svag belysning, kontrast mot bakgrund eller andra föremål, skuggning och effekten av rörliga föremål som till delar kan täcka annonsen. Riktlinjerna sätter även krav på rapportering rörande antalet visningar men också antalet icke-visningar och antalet visningar med okänd visningsstatus. Vidare uppmanas leverantörer att rapportera: (i) Total tid som annonser var synliga och (ii) median tiden som annonser var synliga.

Med nya och aktuella riktlinjer för synlighet och mätning skapas enhetlighet – då i stället för att leverantörer likt Adverty har sina egna regler för sina mätningar. Det bör ge ett utökat förtroende för annonsformen bland både publicister och annonsköpare. Det är det ökade förtroendet som i sin tur är det som skall ta marknaden till nästa nivå.

Patenterade BrainImpression™, ett dolt värde

Genom sitt SDK tar Adverty löpande emot data. Med denna data kan bolaget avgöra synlighet med hänsyn till olika kriterier som specificeras i IAB:s riktlinjer. Den egenutvecklade tekniken för att mäta synlighet av in-game annonser i 3D-spel kallas för BrainImpression™. Som tidigare nämnts är CPM (Cost per Mille eller Cost per thousand impressions) den typiska intäktsmodellen för in-game annonsering. Det gör att mät-funktionalitet av synlighet är avgörande för att marknaden för in-gaming annonsering skall fungera.

BrainImpression™ är patenterad för alla skärmar

Bolagets teknik eller metod för att mäta om ett digitalt objekt är synligt i ett spel på en skärm av något slag är patenterade i USA. Bolagets ledning menar att patentet gör det omöjligt för konkurrensen att med egenutvecklad kod mäta om digitala

objekt är synliga i spel utan att inkräkta på Advertys patent. Nedan följer ett utdrag av bolagets patentportfölj:

Patentdokument, patentportfölj

#	Patent Publication ID (6)	Patent Title	Status	First Filing Date	Publication Date	Most Re... Legal St...	Expiration Date	Current Assignee Name
1	US-11256091-B2	Dynamic objects in virtual reality environments	Active	31-Mar-2017	22-Feb-2022	13-Sep-2022	29-Mar-2038	Adverty AB
2	US-20210048672-A1	Dynamic objects in virtual reality environments	Active	31-Mar-2017	18-Feb-2021	13-Sep-2022		Adverty AB
3	US-20200110262-A1	Dynamic objects in virtual reality environments	Active	31-Mar-2017	09-Apr-2020	14-Jun-2022		Adverty AB
4	US-10859829-B2	Dynamic objects in virtual reality environments	Active	31-Mar-2017	08-Dec-2020	14-Jun-2022	29-Mar-2038	Adverty AB
5	US-20200105049-A1	Methods for detecting if an object is visible	Active	27-Sep-2018	02-Apr-2020	10-Mar-2021		Adverty AB
6	US-10964096-B2	Methods for detecting if an object is visible	Active	27-Sep-2018	30-Mar-2021	10-Mar-2021	26-Sep-2039	Adverty AB

8 december 2022 Källa: PitchBook

Patent är således en dold tillgång som kan ta bolaget till toppen. Som extern part är det dock svårt att bedöma styrkan och således värdet av patenten. Med riktlinjer på plats kan marknaden för in-gaming annonsering ta fart och det sanna värdet av bolagets teknik och patent kommer då att synliggöras.

Ledning, ägare och aktieutveckling

Ledningsgrupp för nästa nivå

Advertys team består i dag av 21 personer som arbetar på full tid. Av dess är åtta anställda hos Adverty och resterande 13 personer jobbar på konsultkontrakt. Huvudkontoret finns i Stockholm. I övrigt är verksamhetens personal utspridda över kontor i London, Lviv, Madrid, München, Istanbul och Helsingfors.

Adverty leds sedan 2022 av VD Jonas Söderkvist. Medgrundare och tredje största ägare, Niklas Bakos, är aktiv som och strategichef.

Ledningsgruppen

Jonas Söderqvist är bolagets VD sedan april 2022 efter en tid som styrelseledamot. Jonas har tidigare relevant erfarenhet från ledande roller inom media på bland annat MTG (Nent), MTV och PubMatic. Jonas äger 40 000 aktier plus 200 000 teckningsoptioner via incitamentsprogram.

Niklas Bakos är tillsammans med Niclas Kjellgren medgrundare till Adverty och agerar i dag som bolagets strategichef. Niklas är entreprenör och jobbat med spelutveckling och media i 17 år. Niklas har 2,26 miljoner aktier vilket gör honom till bolagets tredje största ägare.

Anders Rössel är ekonomichef och IR-ansvarig på Adverty sedan 2021. Niklas har tidigare relevant erfarenhet från ledande roller på bland annat Cherry. Anders har 9 000 aktier och ytterligare 260 000 teckningsoptioner via incitamentsprogram.

Calle Stenson är teknisk chef på Adverty sedan 2021 men har varit med i utvecklingen av bolagets plattform sedan start. Calle har inget direkt ägarskap via aktien men har deltagit i incitamentsprogram och har därmed en exponering via 260 000 teckningsoptioner.

Källa: Bolagsinformation

Styrelse

Joachim Roos är styrelseordförande sedan 2019 och är entreprenör med erfarenhet från en rad olika branscher. Joachim är bland annat medgrundare till det börsnoterade bolaget Edgeware (videostreaming). Joachim äger 30 800 aktier i bolaget.

Oskar Söderström är styrelseledamot sedan 2022 och är entreprenör med huvudfokus på internet och teknik men även hälsa. Oskar äger i dag inga aktier i Adverty.

Niklas Bakos, se ovan i rollen som strategichef.

Källa: Bolagsinformation

Aktier och teckningsoptioner

I dag finns totalt cirka 31,8 miljoner utestående aktier i Adverty. Bolaget har två tecknade incitamentsprogram:

- 2021/2024: Teckningskurs 20 kronor som förfaller i juli 2024. Vid full teckning adderas 1 140 000 aktier.
- 2022/2025: Teckningskurs 7 kronor som förfaller i juli 2025. Vid full teckning adderas 1 240 000 aktier.

Tio största ägare

Grundarna Niklas Bakos och Niclas Kjellgren är de två enskilt största ägarna med ägarandelar om 7,1 procent respektive 11,2 procent av kapital och röster.

Tio största ägare

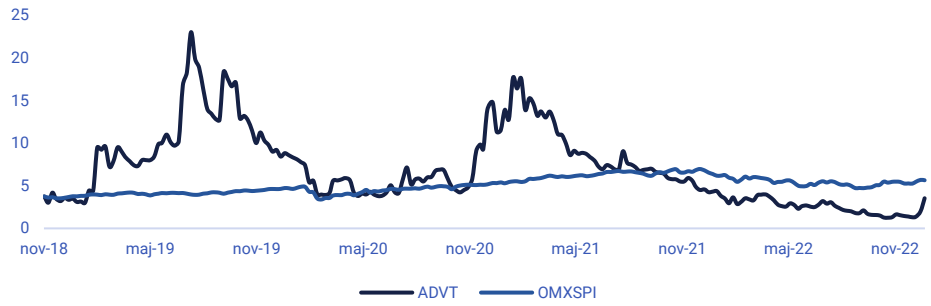
Ägare	Andel av kapital	Andel av röster	Verifierat
Niclas Kjellgren	11,2%	11,2%	2022-12-28
Niklas Bakos	7,1%	7,1%	2022-12-28
Avanza Pension	6,8%	6,8%	2022-12-28
Pontus Dahlström med familj	3,6%	3,6%	2022-12-28
Mats Kullstedt	2,1%	2,1%	2022-12-28
Nordnet Pensionsförsäkring	1,6%	1,6%	2022-12-28
Anders Axelsson	1,4%	1,4%	2022-12-28
Futur Pension	1,4%	1,4%	2022-12-28
Johan Fagerström	1,4%	1,4%	2022-12-28
Marie Arrestam	1,0%	1,0%	2022-12-28

Källa: Holdings.se

Aktie- och värderingsutveckling

I grafen nedan visas aktiens utveckling jämfört med OMXSPI sedan första handelsdagen den 30 november 2018. Aktien toppade under sommaren 2019 efter att bolaget börjat redovisa intäkter, vilket satte fart på förhoppningarna. Det andra uppstället kom strax efter Covid och drevs på av spel-hypen. Sedan dess har aktien fallit tillbaka och handlas nu nära lägstanivåer.

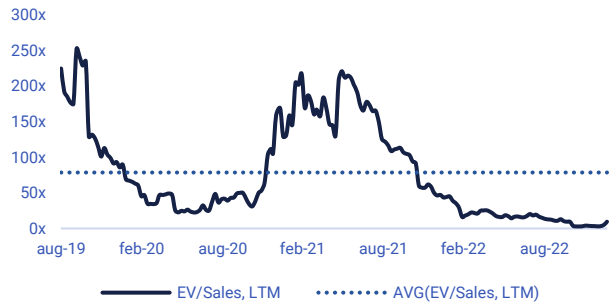
ADVT, aktieutveckling (Index 2018-11-30 = 3,75 kr)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

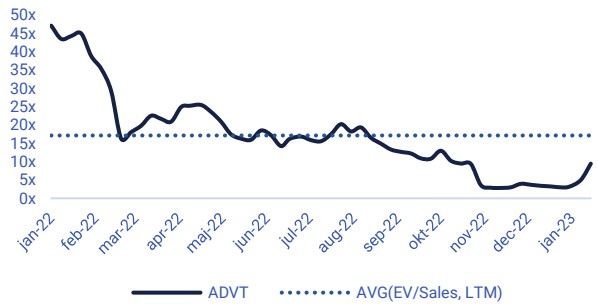
Nedan visas värderingsutvecklingen i termer av EV/Sales RTM. Som framgår handlas Adverty på historiskt låga nivåer men ändå till en hög multipel. Det signalerar att tillväxtförväntningarna är höga.

EV/Sales RTM



RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/Sales RTM, jan 2022



RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Marknader, konkurrens och referensgrupp

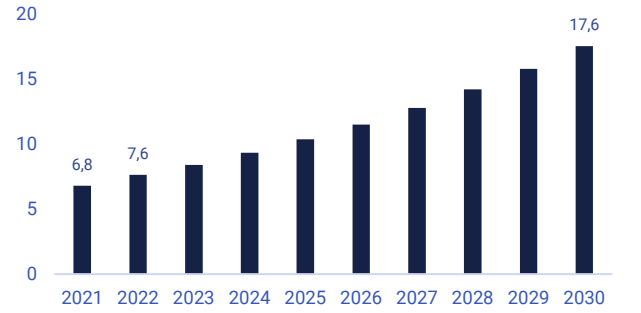
Marknaden för in-game annonsering uppskattas växa i genomsnitt med 11,1 procent över de kommande åren till 17,6 miljarder USD under 2030. I dag är in-game annonsering i PC-spel den största vertikalen. Men spel till mobila enheter bedöms vara den snabbast växande vertikalen. Marknaden drivs på av en stor och växande spelpublik liksom ny teknik och växande population med internetuppkoppling. Vi bedömer även att etableringen och en breddad acceptans av IAB:s nya riktlinjen för in-game annonsering är en viktig tillväxtdrivare för marknaden och bolaget.

Föränderlig marknad med höga förväntningar

Marknaden väntas öka med faktor 2,6x fram till 2030

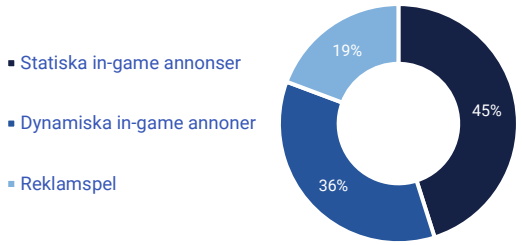
Enligt analysfirman Research Dive värderades den globala marknaden för in-game annonsering i spel i mobiltelefoner, surfplattor och PC till cirka 6,8 miljarder USD 2021. Fram till 2030 väntas marknaden växa med en genomsnittlig 11,1 procent per år till 17,6 miljarder USD. Research Dive delar upp marknaden för in-game annonsering i tre olika vertikaler: Statiska annonser, dynamiska annonser och reklamspel. De två största vertikalerna är statiska och dynamiska annonser som tillsammans utgjorde nästan 81 procent av marknaden 2021.

Marknad för in-game annonsering



Källa: Research Dive och Carlsquare

Fördelning, tre vertikaler



Källa: Research Dive och Carlsquare

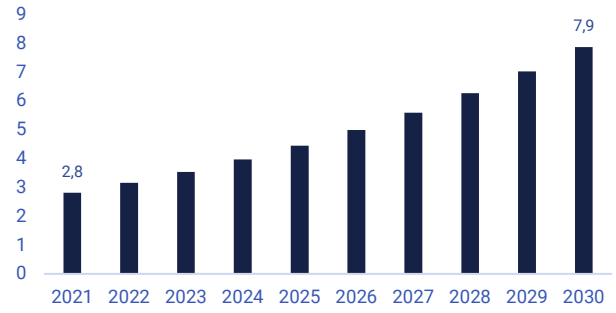
Nordamerika största marknaden

Nordamerika är den största marknaden och utgjorde under 2021 cirka 35 procent av den globala marknaden. Nordamerika väntas också behålla sin förstaplats fram till 2030, dock med en något lägre andel. Det till förmån för i huvudsak APAC (Asien- och Stillahavsområdet med Australien) som väntas växa snabbast, med i genomsnitt med 12,6 procent per år fram till 2030.

Mobilspel väntas växa snabbast

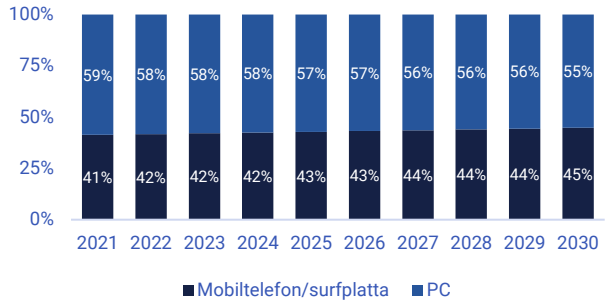
Bolagets fokus ligger på spel till mobila plattformar. Enligt Research Dive hade in-game annonser i spel till mobiltelefonen och surfplattor en marknadsandel om 41,4 procent under 2021. Resterande 59,6 procent av marknadsvärdet utgjordes av in-game annonser till spel för PC, inkluderat streaming. Dock väntas marknaden för mobilspel öka i en snabbare takt och vid 2030 utgöra cirka 45 procent av den totala marknaden.

Marknad för in-game annonsering, mobilspel



Källa: Research Dive och Carlsquare

Fördelning, PC-spel och mobilspel



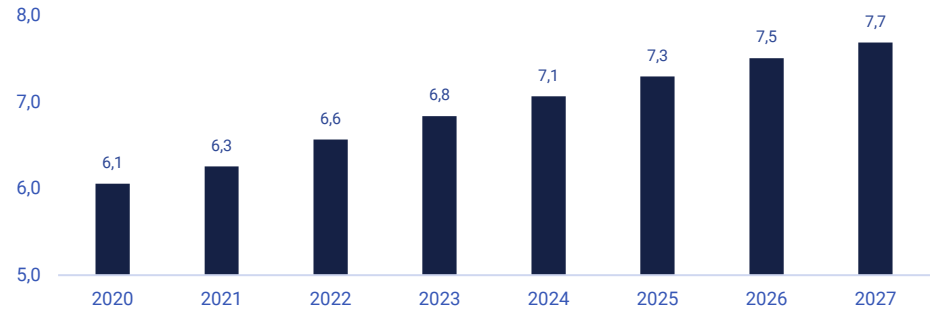
Källa: Research Dive och Carlsquare

Tillväxtdrivare av olika karaktär

Fler användare av smarta mobiltelefoner

Det finns en rad olika faktorer som väntas driva tillväxten. Bland annat väntas antalet användare av smarta mobiltelefoner stadigt öka under de kommande åren, från cirka 6,3 miljarder användare till cirka 7,7 miljarder användare 2027.

Antalet användare av smarta mobiltelefoner

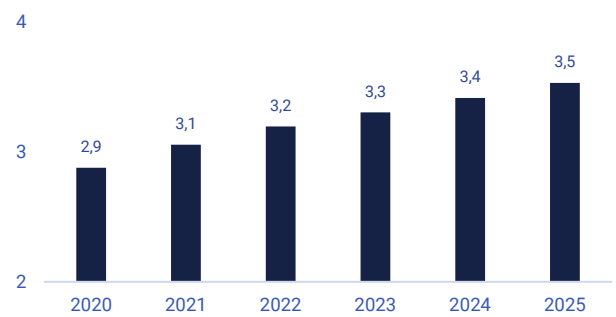


Källa: Ericsson och Carlsquare

En växande publik

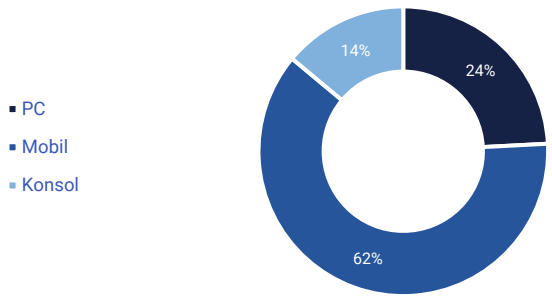
Ytterligare en viktig tillväxtdrivare är en växande publik i form av aktiva spelare. Newzoo uppskattar att antalet aktiva spelare uppgick till cirka 3,1 miljarder stycken under 2021. Siffran väntas växa till 3,5 miljarder till 2025.

Antalet aktiva spelare (annonspublik)



Källa: Newzoo och Carlsquare

Fördelning per plattform, 2022



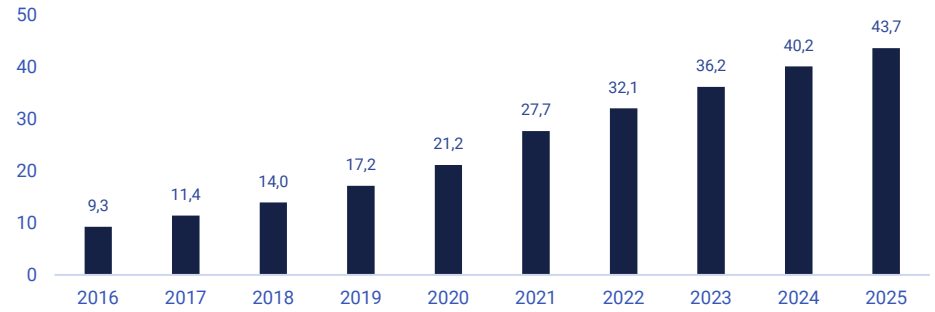
Källa: Newzoo och Carlsquare

Enligt samma källa är mobiltelefonen den överlägset största plattformen med drygt 2,7 miljarder aktiva spelare 2022. Den kan jämföras med PC-spel med cirka 1,0 miljarder spelare och konsolspel med cirka 0,6 miljarder spelare. (Notera att en spelare kan vara aktiv spelare på en eller flera plattformar.

Möjligheter in CTV

Marknaden för annonser till CTV värderades enligt Statista till 27,7 miljarder USD. Bolagets planerade intåg på denna marknad ökar marknadspotentialen med faktor fem.

Online- och Connected TV (CTV) annonsintäkter, globalt



Källa: Statista och Carlsquare

Riktade kampanjer och mätbarhet försvåras

Digital marknadsföring eller marknadsföring online, då inkluderat annonsering i spel, är förknippade med fördelar jämfört med exempelvis Tv-reklam, radioreklam eller utomhusreklam. En av dessa fördelar är möjligheten att rikta annonseringen till en relevant målgrupp. Den andra är mätbarheten.

Tredjepartscookies och Apples IDFA

En tredjepartscookie genereras av en annan webbsida än den som användaren för närvarande surfar på, ofta genom annonser. Tredjepartscookies möjliggör för annonsörer att spåra en individs webbhistorik på alla webbplatser som innehåller deras annonser och används för att rikta marknadsföringskampanjer.

Ett annat verktyg som annonsörer nyttjar för att optimera annonsering är Apples IDFA (Identifier for Advertisers). IDFA lanserades 2012 och är ett anonymt annons-ID kopplat till iOS-enheten (iPhone och iPad). IDFA används av utvecklare och annonsörer för att spåra användares aktiviteter i appar och mellan appar rörande exempelvis nedladdningar, klick och köp. Det för att underlätta för riktad annonsering och mätning av annonskampanjer.

Tredjepartscookie och IDFA under utfasning

Webbläsare som Safari, Firefox och Edge har sedan en tid tillbaka blockerat tredjepartscookies som standard. Googles webbläsare, Chrome, avser att följa i samma spår. Även IDFA är på väg ut. Detta för att främja den personliga integriteten.

Förutsättningarna anses tydligt ha förändrats från annonsörernas perspektiv. Det påverkar i sin tur både spelnätverk och spelutvecklare som löper risk att få fallande annonsintäkter med fallande lönsamhet för annonsörer.

Sektorkollegor och företag i referensgruppen

Direkt konkurrens, onoterat

Det finns ett antal olika lösningar med liknande funktionalitet som bolagets. Konkurrensen är omfattande, vilket har medfört att aktörer med liknande erbjudanden har tvingats betala de större spelutvecklarna för att denne skall nyttja deras respektive plattform. Detta påvisar också att marknaden ännu inte fått fart. Den kanske mest framstående aktören i sektorn är Anzu.

Anzu Virtual Reality Ltd.

Israeliska Anzu Virtual Reality Ltd. (Anzu) har likt Adverty utvecklat en lösning för in-game annonser med en patenterad 3D-annonsspårningsmotor. Plattformen är anpassad till in-game annonser i spel till mobiltelefon, PC, konsoler, VR men även Roblox. Anzu är en licensierad leverantör av in-game annonser för Xbox och Unity-verifierad. I mars 2022 tog Anzu in cirka 18,8 miljoner euro till en pre-money värdering om cirka 150 miljoner euro. Bland investerarna återfinns bland annat WPP, Sony Innovation Fund, Chicago Cubs, NBCUniversal, och HTC. Partnerskap med Ubisoft är en av anledningarna till den höga värderingen. Totalt har Anzu tagit in 33,4 miljoner euro i aktiekapital, vilket kan jämföras med Advertys cirka 11 miljoner euro. Anzu hade i slutet av juli 101 anställda (källa: PitchBook).

AdInMo, Ltd

In-game annonslösningen utvecklad av franska AdInMo, Ltd (AdInMo) är anpassad för in-game annonser i spel till mobiltelefon, PC, konsoler och VR. Under april 2022 tog AdInMo in cirka 2,9 miljoner euro till en pre-money värdering om cirka 5,4 miljoner euro från bland annat Par Equity. Totalt har AdInMo tagit in cirka 4,7 miljoner euro i finansiering. Per början av november 2022 hade AdInMo 20 medarbetare (källa: PitchBook).

Sayollo Media

Brittiska Sayollo Medias (Sayollo) lösning är utvecklad för in-game annonser i spel till mobiltelefon, PC, konsoler och VR. I januari 2019 tog Sayollo in cirka 1,3 miljoner euro. Per mitten av juli 2022 hade Sayollo 71 medarbetare (källa: PitchBook).

Frameplay Corp.

Annonslösningen utvecklad av amerikanska Frameplay Corp. (Frameplay) är anpassad för in-game annonser i spel till mobiltelefon, PC, konsoler och VR. I slutet av 2021 tog Frameplay in cirka 7,1 miljoner euro till en pre-money värdering om cirka 21,2 miljoner euro. Frameplay hade 71 medarbetare per början av november 2022 (källa: PitchBook).

Gadsme SAS

Franska Frameplay Corp. (Gadsme) är utvecklad för in-game annonser i spel till mobiltelefon, PC, konsoler och VR. Under april 2022 tog Gadsme in cirka 7,3 miljoner euro till en pre-money värdering om cirka 15,0 miljoner euro. Bland investerarna återfanns bland annat Galaxy Interactive och Ubisoft Entertainment. Per mitten av oktober 2022 hade Gadsme 12 medarbetare (källa: PitchBook).

Listade sektorkollegor inom AdTech

I vår referensgrupp av noterade företag har vi inkluderat företag verksamma inom AdTech och i huvudsak programmatisk annonsering. BidStack är det bolag som mest påminner om Advery.

Värdering, referensgrupp

	HQ	Mcap (EURm)	EV (EURm)	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E (adj.)	
				NTM	2023	NTM	2023	NTM	2023	NTM	2023
The Trade Desk, Inc.	US	21 252	20 282	12,3x	13,7x	33,2x	33,2x	105,4x	203,7x	46,1x	46,1x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 683	3 537	7,4x	8,4x	25,0x	27,3x	32,7x	36,3x	45,3x	43,3x
Magnite, Inc.	US	1 327	1 838	3,8x	3,8x	11,7x	11,0x	NA	NA	15,4x	14,9x
PubMatic, Inc.	US	723	596	2,4x	2,5x	7,6x	6,5x	26,0x	14,9x	43,7x	27,5x
YOC AG	DE	47	48	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Bidstack Group Plc	GB	30	25	2,5x	2,5x	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Median		**1 327**	**1 838**	**3,8x**	**3,8x**	**18,4x**	**19,1x**	**32,7x**	**36,3x**	**44,5x**	**35,4x**
Average		5 406	5 260	5,7x	6,2x	19,4x	19,5x	54,7x	85,0x	37,6x	32,9x
ADVT (curr.) *	**SE**	**10,0**	**9,2**	**2,6x**	**1,0x**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**
ADVT (CSQ)*	**SE**	**19,4**	**16,3**	**4,5x**	**4,6x**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**	**NM**

Baserat på Carlsquare prognoser. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Värdering, referensgrupp

Revenue growth	CAGR, 2019-2022	CAGR, 2022-2025P	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
The Trade Desk, Inc.	36,1%	28,0%	41,3%	16,0%	53,9%	40,5%	18,6%	25,9%
DoubleVerify Holdings, Inc.	NA	29,2%	NA	NA	46,8%	44,4%	21,2%	23,4%
Magnite, Inc.	49,8%	18,8%	28,0%	30,0%	102,1%	30,8%	5,6%	21,4%
PubMatic, Inc.	NA	15,9%	NA	19,8%	64,1%	21,4%	7,5%	19,3%
YOC AG	10,2%	NA	4,3%	5,9%	21,3%	Neg.	NA	NA
Bidstack Group Plc	106,9%	165,6%	Neg.	1042,2%	65,0%	221,2%	197,8%	95,8%
Median	**36,1%**	**23,4%**	**28,0%**	**17,9%**	**53,9%**	**35,6%**	**13,0%**	**22,4%**
Avg	32,1%	23,0%	24,5%	17,9%	57,6%	34,3%	13,2%	22,5%
ADVT (CSQ)*	179,6%	139,9%	267,9%	593,0%	194,9%	181,5%	123,7%	98,2%
Gross margins	Avg. 2020-2022	Avg. 2023-2025E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
The Trade Desk, Inc.	78,8%	76,8%	76,4%	78,6%	81,5%	77,0%	77,1%	76,4%
DoubleVerify Holdings, Inc.	83,7%	NA	NA	NA	83,7%	NA	NA	NA
Magnite, Inc.	61,7%	59,0%	63,3%	64,9%	56,9%	67,6%	NA	50,4%
PubMatic, Inc.	73,3%	70,2%	NA	72,3%	74,3%	70,2%	NA	NA
YOC AG	39,0%	38,7%	39,0%	NA	NA	NA	38,7%	NA
Bidstack Group Plc	24,5%	24,0%	24,0%	13,3%	36,2%	24,0%	24,0%	NA
Median	**73,3%**	**64,6%**	**63,3%**	**72,3%**	**77,9%**	**70,2%**	**57,9%**	**63,4%**
Avg	67,3%	61,2%	59,6%	71,9%	74,1%	71,6%	57,9%	63,4%
ADVT (CSQ)*	-35,8%	30,1%	-76,0%	-54,1%	19,4%	31,3%	39,5%	40,2%
Adj. EBITDA margins	Avg. 2020-2022	Avg. 2023-2025E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
The Trade Desk, Inc.	36,1%	39,8%	32,4%	33,9%	42,0%	41,3%	38,2%	39,8%
DoubleVerify Holdings, Inc.	33,0%	30,9%	NA	NA	33,0%	30,7%	30,2%	31,7%
Magnite, Inc.	23,9%	34,5%	16,4%	19,4%	35,7%	35,0%	32,7%	35,8%
PubMatic, Inc.	38,1%	34,3%	NA	33,8%	42,4%	38,1%	31,7%	33,1%
YOC AG	3,8%	NA	3,8%	NA	NA	NA	NA	NA
Bidstack Group Plc	NA	NA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Median	**28,4%**	**34,3%**	**10,1%**	**26,6%**	**35,7%**	**35,0%**	**31,7%**	**33,1%**
Avg	24,7%	33,2%	10,1%	26,6%	37,0%	34,6%	31,5%	33,5%
ADVT (CSQ)*	-593,3%	-13,1%	-832,8%	-410,6%	-141,2%	-39,7%	-7,2%	7,4%

Baserat på Carlsquare prognoser. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

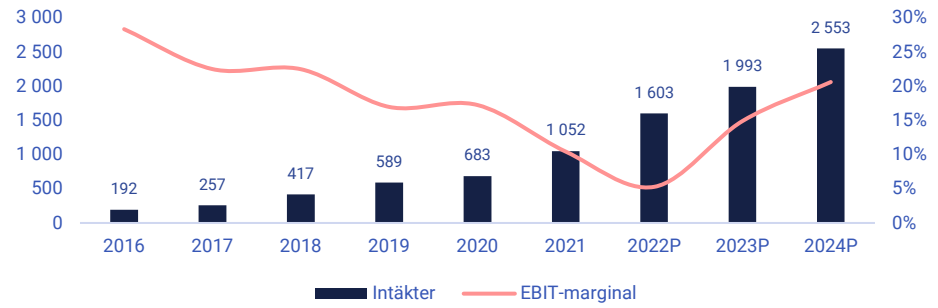
The Trade Desk, Inc. (TTD)

Det amerikanska AdTech-bolaget, The Trade Desk, Inc. (Trade Desk), är verksamma inom programmatisk annonsering via sin DSP till vilken varumärken och mediebyråer är uppkopplade för inköp av annonsytor online.

Under 2021 hade Trade Desk intäkter på cirka 1,1 miljarder euro, motsvarande en tillväxt på 53,9 procent. Givet data från S&P Capital IQ väntas Trade Desk växa

under 2022 med 52,4 procent och generera intäkter på 1,6 miljarder euro. Under 2021 levererades en EBIT-marginal på 10,4 procent. Denna förväntas backa till 5,3 procent under innevarande år för att sedan öka till 20,6 procent under 2024.

Intäkter (MEUR) och EBIT-marginal (%)



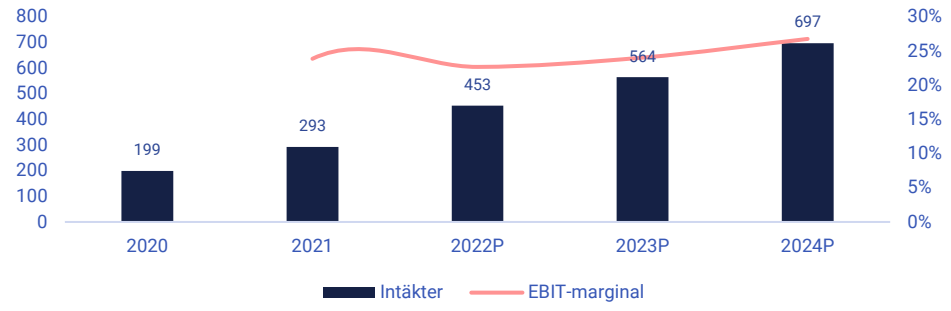
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

DoubleVerify Holdings, Inc. (DV)

Det amerikanska AdTech-bolaget, DoubleVerify Holdings, Inc. (DoubleVerify), har utvecklat mjukvarulösningar för (i) varumärkessäkerhet, (ii) för DSP:er och SSP:er att mäta annonsintryck och rapportera till sina respektive kunder samt (iii) för publicister att mäta annonsintryck och optimera annonsytor.

Under 2021 hade DoubleVerify intäkter på cirka 293 miljoner euro, motsvarande en tillväxt på 46,8 procent. Givet data från S&P Capital IQ väntas DoubleVerify under 2022 växa med 54,7 procent och generera intäkter på 453 miljoner euro. Under 2021 levererades en EBIT-marginal på 23,9 procent. Denna förväntas backa till 22,7 procent under innevarande år för att sedan öka till 26,8 procent under 2024.

Intäkter (MEUR) och EBIT-marginal (%)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

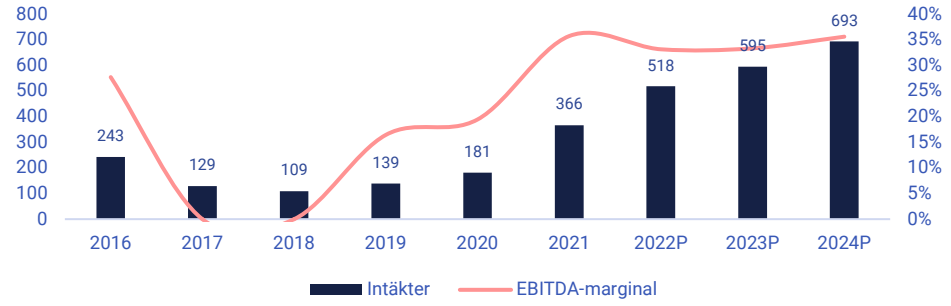
Magnite, Inc. (MGNI)

Det amerikanska AdTech-bolaget, Magnite, Inc (Magnite), är verksamma inom programmatisk annonsering via sin SSP till vilken publicister och annonsnätverk är uppkopplade för att erbjuda annonsytor i strömmat innehåll.

Under 2021 hade Magnite intäkter på cirka 366 miljoner euro, motsvarande en tillväxt på 102,1 procent. Givet data från S&P Capital IQ väntas Magnite under 2022 växa med 41,4 procent och generera intäkter på 518 miljoner euro. Under 2021 levererades ett EBIT-resultat på minus 71 miljoner euro. EBIT-resultatet väntas bli än mer negativt under 2022 för att vända till positivt under 2024. Verksamheten

levererar dock en positiv EBITDA-marginal sedan 2019. Under 2022 väntas EBITDA-marginalen bli 33,1 procent.

Intäkter (MEUR) och EBITDA-marginal (%)



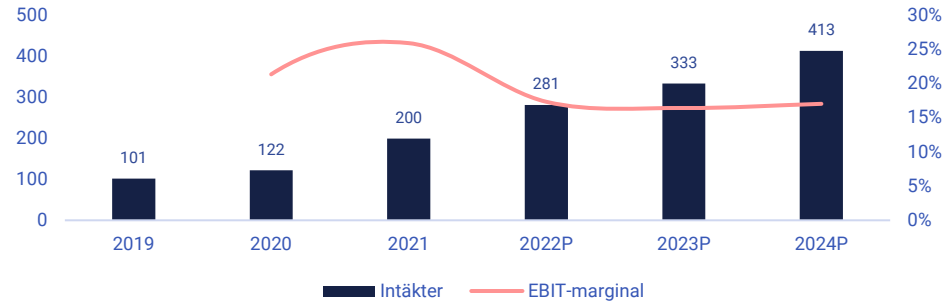
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

PubMatic, Inc.

Det amerikanska AdTech-bolaget, PubMatic, Inc. (PubMatic), är verksamma inom programmatisk annonsering via sin SSP till vilken varumärken och mediebyråer är uppkopplade för inköp av annonsytor online inkluderade strömmat innehåll.

Under 2021 hade PubMatic intäkter på cirka 200 miljoner euro, motsvarande en tillväxt på 64,1 procent. Givet data från S&P Capital IQ väntas PubMatic under 2022 växa med 40,8 procent och generera intäkter på 281 miljoner euro. Under 2021 levererades en EBIT-marginal på 25,9 procent. Denna förväntas backa till 17,3 procent under innevarande år, för att sedan fortsätta falla till 17,0 procent under 2024.

Intäkter (MEUR) och EBIT-marginal (%)



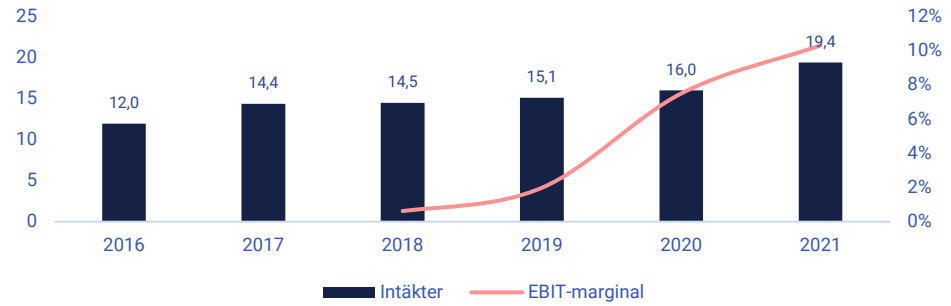
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

YOC AG

Det tyska AdTech-bolaget, YOC AG (YOC) har utvecklat en handelsplats till vilken både varumärken och publicister är uppkopplade för programmatisk annonsering för en rad olika annonsformat online.

Under 2021 hade YOC intäkter på cirka 19,4 miljoner euro, motsvarande en tillväxt på 21,3 procent. Samma år uppgick EBIT-resultatet till 2,0 miljoner euro motsvarande en marginal på 10, 3 procent. (Källa: S&P Capital IQ)

Intäkter (MEUR)



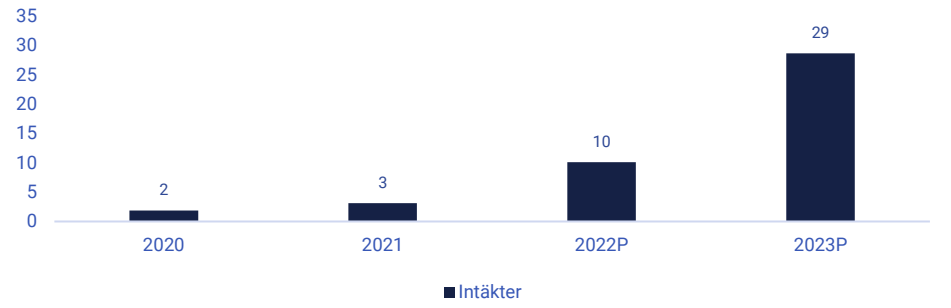
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Bidstack Group Plc

Det brittiska AdTech-bolaget, Bidstack Group Plc (Bidstack) har likt Adverty utvecklat en lösning för att generera intäkter på spel genom in-game annonser. BidStack har även utvecklat en plattform för analys och rapportering kring in-game annonsering för både spelutvecklare och annonsörer.

Under 2021 hade Bidstack intäkter på cirka 3,1 miljoner euro, motsvarande en tillväxt på 65,0 procent. Givet data från S&P Capital IQ väntas Bidstack växa under 2022 med 221,0 procent och generera intäkter på 10,0 miljoner euro. Under 2021 levererades ett negativt EBIT-resultat på minus 9,2 miljoner euro. EBIT-resultatet väntas fortsätta vara negativt under 2022 och 2023. S&P Capital IQ saknar estimat för 2024.

Intäkter (MEUR)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Finansiell historik och Carlsquare prognoser

Mot bakgrund av patent för teknik att mäta antalet visningar för in-game annonsering är bolaget väl positionerat när marknaden tar fart med hjälp av mät-riktlinjer som bör få fäste. Vi räknar med en CAGR 2021–2032 om starka 51,7 procent. I vårt scenario stiger bruttomarginalen till 40 procent samtidigt som EBITDA-marginalen över tid ökar till 14,4 procent.

Finansiell historik och prognoser

Stark tillväxt i korten när nya riktlinjer tar plats

Under helåret 2022 räknar vi med en nettoomsättning på 14,1 miljoner kronor. Det är i linje med bolagets guidning. Det fjärde kvartalet är årets starkaste kvartal givet ökad aktivitet i samband med ”Single Day”, ”Black Friday” och jul etcetera. Med undantag för det första kvartalet räknar vi med en positiv sekventiell tillväxt på kvartalsbasis de kommande åren. Detta mot bakgrund av våra antaganden kring de främsta tillväxtdrivarna:

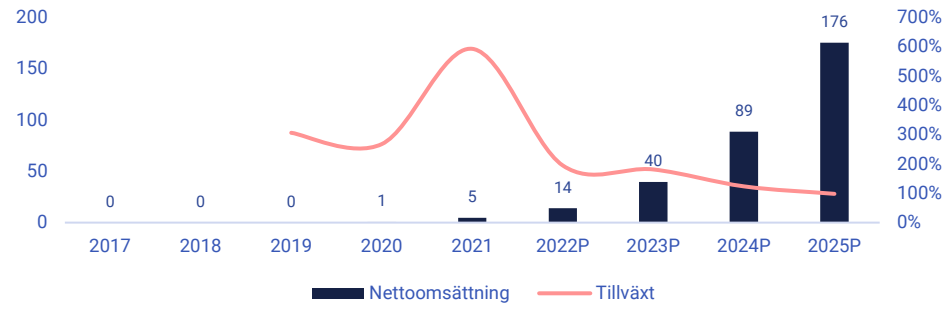
Det som bolaget redovisar som nettoomsättning är summan av annonsintäkter som strömmar genom bolaget, före intäktsdelning.

- Ett växande nätverk av annonsutrymmen med fler spel som tillkommer.
- Högre intresse för in-game annonsering allteftersom nya riktlinjer får fäste och acceptans. Således antas bolagets så kallade ”fill rate” öka, alltså att fler annonsutrymmen fylls med annonser.

Under 2023 räknar vi med en nettoomsättning på 39,6 miljoner kronor. Det motsvarar en stark tillväxt om 181 procent men är samtidigt något under bolagets mål om 42 miljoner kronor. CAGR 2021–2025 är antagen till starka 146 procent. CAGR 2025–2027 antas bli 30,1 procent. Över hela prognosperioden, 2022–2032 har vi antagit en årlig genomsnittlig tillväxttakt på 51,7 procent.

Vi vill se att kv1 och kv2 2023 talar för en nettoomsättning 2023 på 42 miljoner kronor innan vi linjerar vår prognos med bolagets målsättning.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%), 2017–2025



Avser slutet av perioden. Källa: Carlsquare prognoser

Som tidigare nämnt är vi av uppfattningen att bolagets satsning inom CTV befinner sig i ett tidigt skede. Således räknar vi inte med något intäktsbidrag från CTV. Vi har heller inte med några förvärv i våra antaganden. Satsningen inom CTV och eventuella förvärv skapar således en möjlig uppsida.

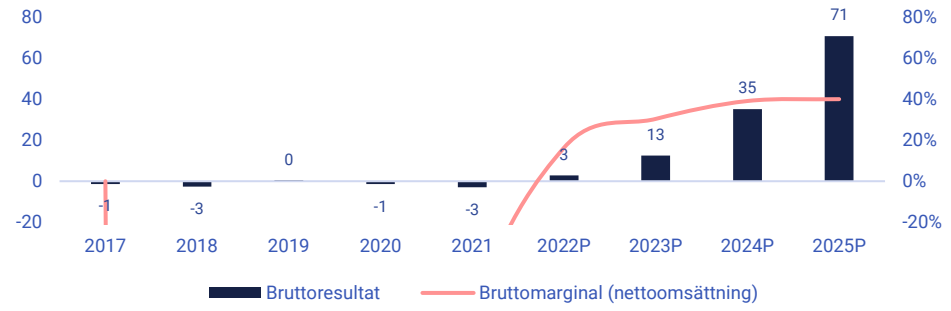
Stigande bruttomarginal är A och O

Historiskt har bolaget på årsbasis haft en negativ bruttomarginal. Som tidigare nämnts har det sin förklaring i att nya kunder erhållit en ersättning för att nyttja bolagets plattform. Bolaget har dock slutat betala kunder för att installera bolagets

Råvaror och förnödenheter består av i huvudsak intäktsdelning men också av serverkostnader och andra direkta kostnader.

SDK, vilket också syns i bruttomarginalen som per andra kvartalet 2022 var positiv. Under 2022 räknar vi med en bruttomarginal om 16,3 procent, då räknat på nettoomsättning. Vidare räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 30,4 procent 2023 och till 40,0 procent 2025 – vilket också är den nivå som vi bedömer hållbar över tid. Traditionella mjukvarubolag ligger typiskt sett runt 60–90 procent beroende på storlek. Intäktsdelning håller således tillbaka bolagets bruttomarginal i förhållande till traditionella mjukvarubolag.

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%), 2017–2025



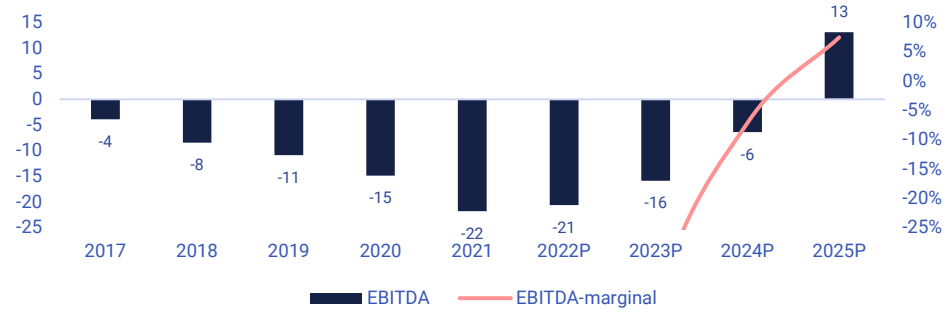
Avser slutet av perioden. Källa: Carlsquare prognoser

Positivt EBITDA-resultat under 2025

Exkluderat råvaror och förnödenheter liksom av- och nedskrivningar hade Adverty en kostnadsbas på 13,9 miljoner kronor under de första tre kvartalen av 2021. Under de första tre kvartalen av 2022 var motsvarande 17,8 miljoner kronor, motsvarande en ökning med 29 procent. Under helåret 2022 räknar vi med att kostnadsmassan, exklusive råvaror och förnödenheter liksom av- och nedskrivningar, uppgår till 23,5 miljoner kronor. Således har bolaget en förhållandevis stor kostnadsbas som måste täckas innan break-even kan nås. I vårt scenario nås ett break-even på EBITDA-nivå under det fjärde kvartalet 2024 och ett positivt EBITDA-resultat på helårsbasis nås under 2025. Med skalbarhet i affären räknar vi med att EBITDA-marginalen kan stiga upp mot 14,4 procent. Det kan jämföras med traditionella mjukvarubolag som typiskt sett ligger mellan 15–25 procent.

Givet en lägre bruttomarginal än traditionella mjukvarubolag är vårt antagande om en hållbar EBITDA-marginal på 14,4 procent ett förhållande aggressivt antagande.

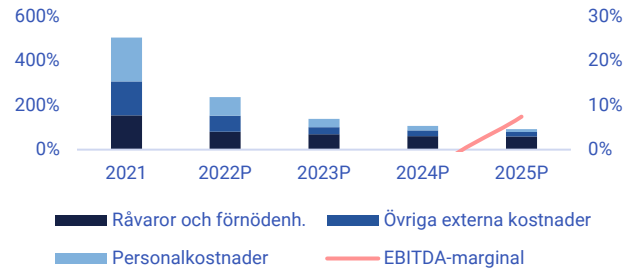
EBITDA-resultat (MSEK) och marginal (%), 2017–2025



Avser slutet av perioden. Källa: Carlsquare prognoser

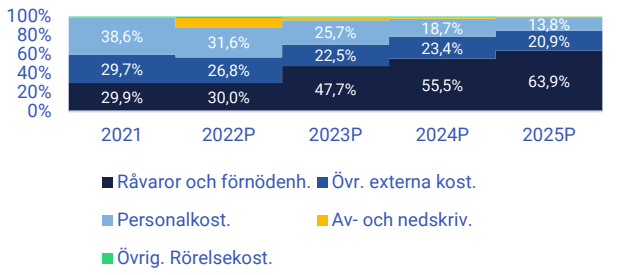
Råvaror och förnödenheter är bolagets största kostnadspost i dag och förväntas fortsätta vara det under den prognostiserade perioden. Personalkostnader väntas vara den näst största kostnadsposten, följt av övriga externa kostnader.

Kostnader som % av nettooms. och EBITDA-marginal



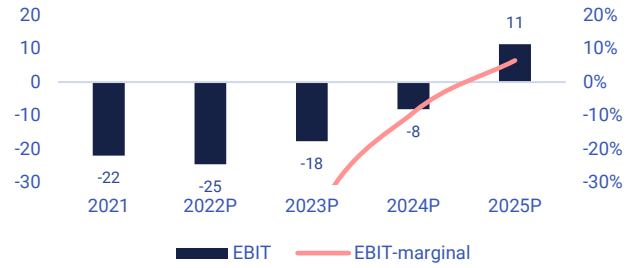
Källa: Carlsquare prognoser

Kostnadsfördelning



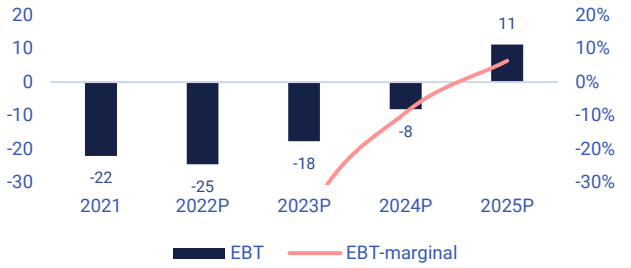
Källa: Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



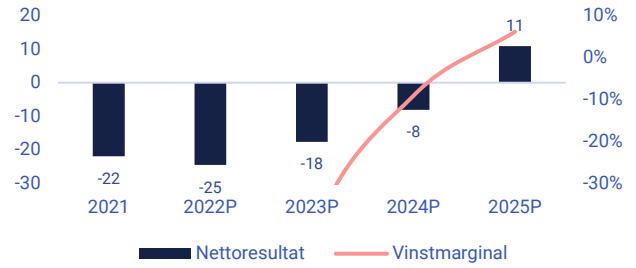
Källa: Carlsquare prognoser

EBT (MSEK) och marginal (%)



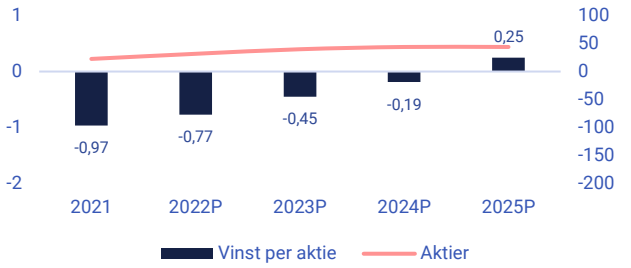
Källa: Carlsquare prognoser

Res. efter skatt (MSEK) och marginal (%)



Källa: Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (kr) och utestående aktier (milj.)

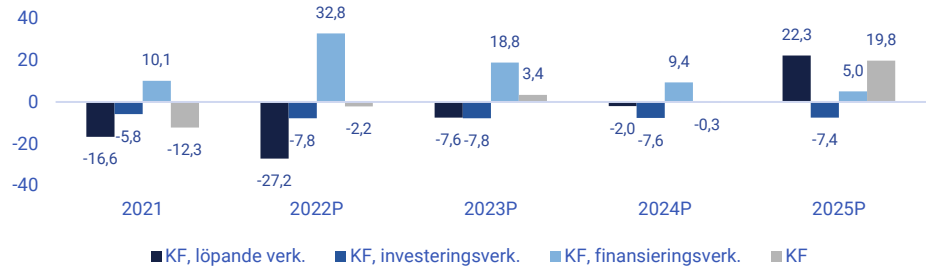


Utestående aktier avser slutet av perioden. Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde och utdelning

Som tidigare nämnts flödar annonsintäkter genom bolaget. Det innebär att bolaget inte behöver binda lika mycket rörelsekapital, då utbetalningar för intäktsdelning släpar relativt inbetalning av annonsintäkter.

Kassaflöde (MSEK)

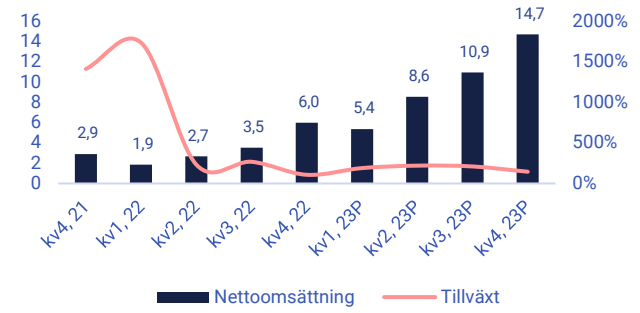


Källa: Carlsquare prognoser

Samtidigt räknar vi med att bolaget genomför en nyemission i början av 2023 om 20 miljoner kronor. Detta är i vårt scenario tillräckligt för att finansiera verksamheten till dess att bolaget är kassaflödespositiva. I detta skede räknar vi inte med några utdelningar till aktieägarna.

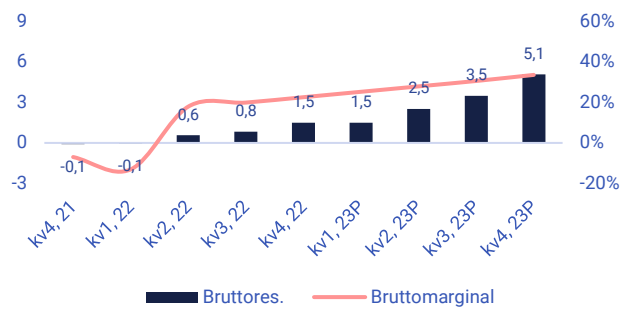
På kvartalsbasis

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%), kvartal



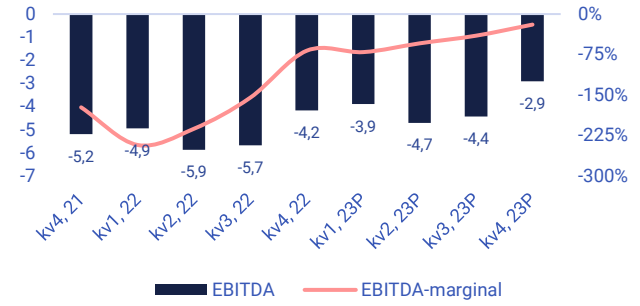
Källa: Carlsquare prognoser

Bruttores. (MSEK) och bruttomarginal* (%)



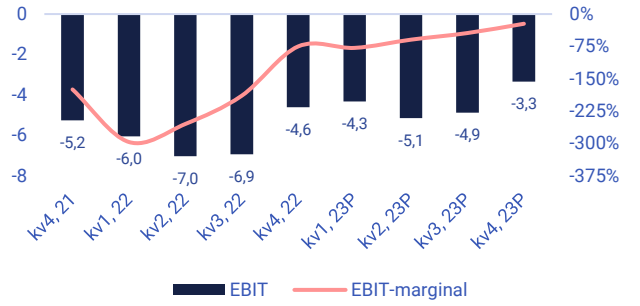
**Bruttomarginal på nettoomsättning. Källa: Carlsquare prognoser*

EBITDA (MSEK) och EBITDA-marginal (%), kvartal



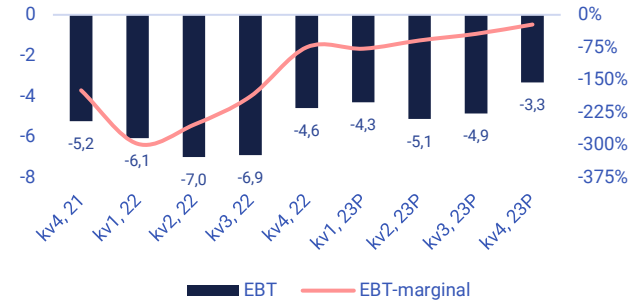
Källa: Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och EBIT-marginal (%)



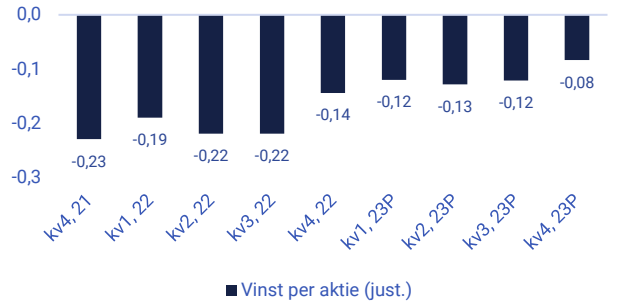
Källa: Carlsquare prognoser

EBT (MSEK) och EBT-marginal (%), kvartal



Källa: Carlsquare prognoser

Resultat per aktie (kr), kvartal



Källa: Carlsquare prognoser

Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering till ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde per aktie till 4,9 kronor för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/-multipel på justerad försäljning 2023 på 9,2x och 2024 om 4,1x. Referensgruppen handlas till EV/Sales 2023 om 3,8x.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra uppsida

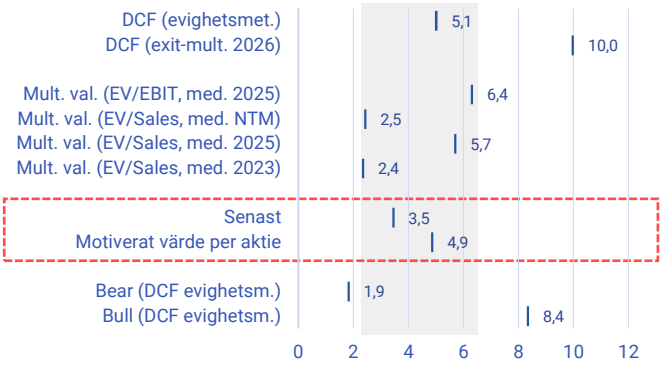
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 4,9 kronor för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Det motsvarar en uppsida om cirka 40 procent. Värderingen bygger på ett antagande om en stark tillväxt och en snabbt stigande bruttomarginal.

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
Mult. val. (EV/Sales, med. NTM)	SEK	2,5
Mult. val. (EV/Sales, med. 2025)	SEK	5,7
Mult. val. (EV/EBIT, med. 2025)	SEK	6,4
DCF-värdering	SEK	5,1
Motiverat värde per aktie	**SEK**	**4,9**
Möjlig upp-/nedsida		40%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	44
Aktievärde	**MSEK**	**216**
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK	9,3
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK	0,6
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	25
EV	**MSEK**	**182**

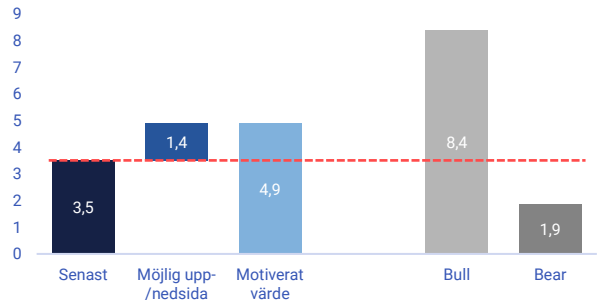
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



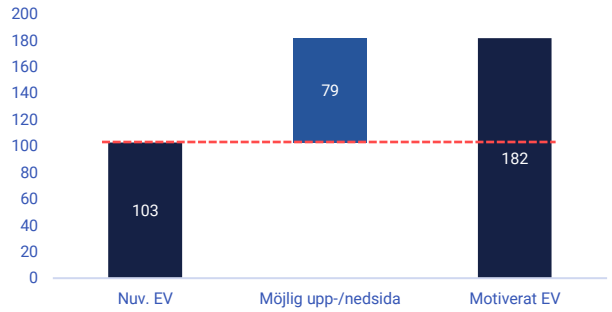
Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

Visualiering EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	4,5x	20,0x	12,9x	4,6x	2,1x	1,0x
EV/just. försäljning*	9,1x	76,2x	25,8x	9,2x	4,1x	2,1x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	13,9x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	16,0x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	19,8x

**Justerad försäljning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: Carlsquare prognoser*

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering							
PV(UFCF)	MSEK	67	Disk.ränta				
PV(TV)	MSEK	123	Riskfri ränta	1,9%		Skattejust. ränta	2,4%
EV	MSEK	189	Marknadsriskprem.	6,7%		Belåning	0,0%
Nettokassa (+), senast kv.	MSEK	8,7	Storleksprem.	4,2%		WACC	15,0%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x		Bolagsspecifik prem.	0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,0	Avkastningskrav, EK	15,0%		**Disk.ränta**	**15,0%**
Aktievärde	MSEK	198	Antaganden				
PV (aktiefinansiering)	MSEK	25	CAGR, 2021–2031	51,7%			
Aktievärde efter finansiering	MSEK	223	EBITDA-marginal, 2031	14,4%			
Utestående aktier	Milj.	32	EBIT-marginal, 2031	13,4%			
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	12	Skattesats	20,6%			
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	44	EV-multiplar				
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	6,2	EV/Sales, NTM	4,7x		EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	5,1	EV/Sales, 2023P	4,8x		EV/EBITDA, 2023P	NM
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	4,9x		EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	6,2	P/S, 2023P	5,0x		EV/EBIT, 2023P	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	**SEK**	**5,1**	EV/Gross prof., NTM	15,1x		P/E, NTM	NM
Upp-/nedsida		44%	EV/Gross prof., 2023P	15,7x		P/E, 2023P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Notera att vi applicerat multiplarna på den justerade nettoomsättning, alltså netto-omsättning reducerat med intäktsdelning om 50 procent.

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2021-2024E	µEBIT-marg., 2021-24E	EV/Sales, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	22 287	29%	14%	12,3x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 872	31%	25%	7,4x
Magnite, Inc.	US	1 401	20%	10%	3,8x
PubMatic, Inc.	US	680	18%	13%	2,4x
YOC AG	DE	43	-100%	NA	NA
Bidstack Group Plc	GB	45	167%	NA	2,5x
Median		1 401	20%	14%	3,8x
Genomsnitt		5 657	0%	16%	6,5x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					3,8x
Just. nettoomsättning, NTM	MSEK				20
EV	MSEK				76
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				8,7
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,0
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				24,8
Aktievärde efter finansiering	MSEK				109
Antal utestående aktier	milj.				32
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				12,2
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				44
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,7
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,5
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,7
Aktievärde efter finansiering och utspädning	**SEK**				**2,5**

**Justerad nettoomsättning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser*

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales 2025, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2021-2024E	µEBIT-marg., 2021-24E	EV/Sales, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	22 516	29%	14%	12,3x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 908	31%	25%	7,4x
Magnite, Inc.	US	1 478	20%	10%	3,8x
PubMatic, Inc.	US	677	18%	13%	2,4x
YOC AG	DE	43	NA	NA	NA
Bidstack Group Plc	GB	45	167%	NA	2,5x
Median		1 478	25%	14%	3,8x
Genomsnitt		5 725	25%	16%	6,5x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					3,8x
Just. nettoomsättning, 2025P	MSEK				88
Enterprise value	MSEK				331
PV (Enterprise value)	MSEK				220
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				8,7
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,0
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				25
Aktievärde efter finansiering	MSEK				253
Antal utestående aktier	M				32
Nya aktier från aktiefinansiering	M				12
Utestående aktier efter full finansiering	M				44
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				7,2
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				5,7
Exchange rate	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				7,2
Aktievärde efter finansiering och utspädning	**SEK**				**5,7**

**Justerad nettoomsättning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser*

Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2025, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2021-2024E	µEBIT-marg., 2021-24E	EV/EBIT, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	22 516	29%	14%	105,4x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 908	31%	25%	32,7x
Magnite, Inc.	US	1 478	20%	10%	NA
PubMatic, Inc.	US	677	18%	13%	26,0x
YOC AG	DE	43	NA	NA	NA
Bidstack Group Plc	GB	45	167%	NA	NM
Median		1 478	25%	14%	32,7x
Genomsnitt		5 725	25%	16%	54,7x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					32,7x
EBIT, 2025P	MSEK				11,4
Enterprise value	MSEK				371
PV (Enterprise value)	MSEK				246
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				8,7
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,0
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				24,8
Aktievärde efter finansiering	MSEK				280
Antal utestående aktier	M				31,8
Nya aktier från aktiefinansiering	M				12,2
Nya aktier från aktiefinansiering	M				44,1
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				8,0
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				6,4
Exchange rate	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				8,0
Aktievärde efter finansiering och utspädning	**SEK**				**6,4**

**Justerad nettoomsättning avser redovisad nettoomsättning reducerat med 50 procent, motsvarande rådande andel för intäktsdelning. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser*

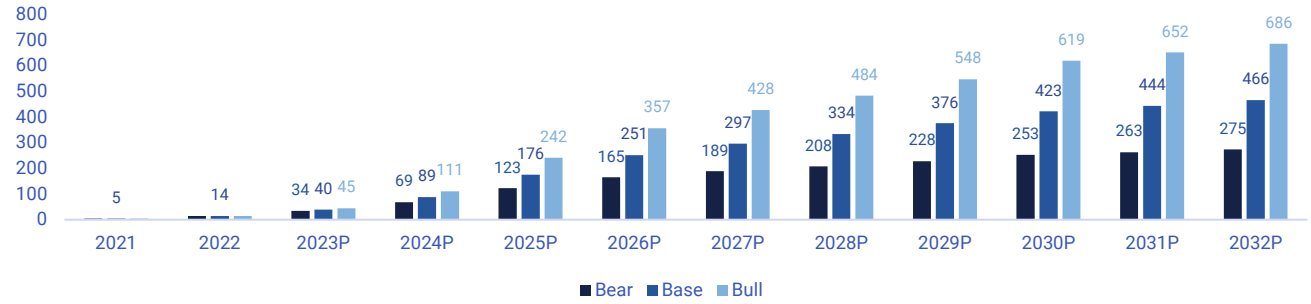
Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi en riskjusterad CAGR, 2021–2032, på 57,1 procent (bas 51,7 procent) och en EBITDA-marginal 2032 på 16,6 procent (bas 14,4 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 8,4 kronor.

I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2021–2032, på 44,6 procent och en EBITDA-marginal 2032 på 11,6 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 1,9 kronor.

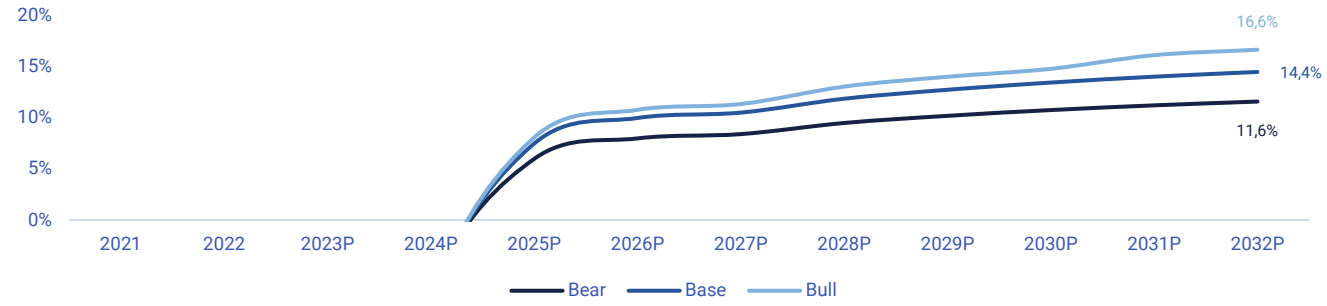
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal i de tre scenariona visas nedan.

Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	9,4	13,9	4,5	1,3	3,5	3,5	3,5
Marknadsvärde	114	283	102	41	111	111	111
EV	120	279	96	39	39	39	39
P/S	56,2x	158,4x	19,2x	2,8x	2,8x	1,2x	0,6x
P/E	-9,3x	-18,8x	-4,6x	-1,7x	-7,7x	-18,6x	14,1x
P/KF löpande verks.	-10,2	-17,8	-6,1	-1,5	-14,7	-55,0	5,0
EV/Sales	59,0x	156,1x	18,0x	2,7x	1,0x	0,4x	0,2x
EV/Bruttores.	258,0x	-205,3x	-33,2x	13,8x	3,1x	1,1x	0,6x
EV/EBITDA	-11,0x	-18,7x	-4,4x	-1,9x	-2,5x	-6,1x	3,0x
EV/EBIT	-10,8x	-18,5x	-4,3x	-0,8x	-0,9x	-1,1x	-4,7x
CSQ motiverat värde per aktie	9,4	13,9	4,5	4,9	4,9	4,9	4,9
CSQ marknadsvärde	114,0	283,2	102,0	216,3	216,3	216,3	216,3
CSQ EV	119,7	279,0	95,6	213,9	210,5	210,7	195,9
P/S, CSQ implicit	56,2x	158,4x	19,2x	14,8x	5,4x	2,4x	1,2x
P/E, CSQ implicit	-9,3x	-18,8x	-4,6x	-8,8x	-12,3x	-26,6x	19,8x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	-10,2x	-17,8x	-6,1x	-8,0x	-28,6x	-106,9x	9,7x
EV/Sales, CSQ implicit	59,0x	156,1x	18,0x	15,2x	5,3x	2,4x	1,1x
EV/Bruttores., CSQ implicit	258,0x	-205,3x	-33,2x	75,4x	16,8x	6,0x	2,8x
EV/EBITDA, CSQ implicit	-11,0x	-18,7x	-4,4x	-10,4x	-13,2x	-33,0x	15,0x
EV/EBIT, CSQ implicit	-10,8x	-18,5x	-4,3x	-4,1x	-4,7x	-5,9x	-23,8x
Utestående aktier (SaP)	12,1	20,4	22,6	31,8	40,0	44,1	44,1
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	12,1	16,3	21,5	27,2	35,9	42,0	44,1
EPS (SEK)	-1,010	-0,740	-0,970	-0,774	-0,454	-0,188	0,247
DPS (EUR)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
BV per aktie (SEK)	-0,1	1,5	0,8	0,8	0,7	0,6	0,9
tBV per aktie (SEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV per aktie (SEK)	9,9	17,2	4,4	1,4	1,1	0,9	0,9
EK per aktie	-0,1	1,9	0,8	1,0	0,8	0,7	0,9
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-14,4%	-7,7%	-21,9%	-84,3%	-13,8%	-8,7%	13,3%
FCF yield (obelånat)	-11,4%	-6,5%	-17,6%	-72,0%	-10,5%	-7,2%	11,6%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22P	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P
Nettoomsättning	2,9	1,9	2,7	3,5	6,0	5,4	8,6	10,9
Totala intäkter	3,0	2,0	2,8	3,7	6,1	5,5	8,7	11,1
Bruttoresultat	-0,1	-0,1	0,6	0,8	1,5	1,5	2,5	3,5
EBITDA	-5,2	-4,9	-5,9	-5,7	-4,2	-3,9	-4,7	-4,4
Just. EBITDA	-5,2	-4,9	-5,9	-5,7	-4,2	-3,9	-4,7	-4,4
EBIT	-5,2	-6,0	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
Just. EBIT	-5,2	-6,0	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
EBT	-5,2	-6,1	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
Just. EBT	-5,2	-6,1	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
Vinst efter skatt	-5,2	-6,1	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
Just. Vinst efter skatt	-5,2	-6,1	-7,0	-6,9	-4,6	-4,3	-5,1	-4,9
Vinst per aktie	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tillväxt	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22P	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P
Nettoomsättning	1412%	1736%	232%	268%	107%	190%	220%	210%
Totala intäkter	1116%	1046%	162%	240%	104%	170%	214%	202%
Bruttoresultat	89%	94%	360%	152%	1570%	2765%	343%	312%
EBITDA	-16%	8%	-8%	4%	20%	21%	20%	22%
EBIT	-16%	-12%	-28%	-17%	12%	29%	27%	30%
EBT	-16%	-13%	-28%	-17%	12%	29%	27%	30%
Vinst efter skatt	-16%	-13%	-28%	-17%	12%	29%	27%	30%
Marginaler	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22P	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P
Bruttomarginal	-3%	-3%	21%	23%	24%	27%	29%	31%
EBITDA-marginal	-173%	-242%	-212%	-154%	-68%	-70%	-54%	-40%
Just. EBITDA-marginal	-173%	-242%	-212%	-154%	-68%	-70%	-54%	-40%
EBIT-marginal	-174%	-296%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%
Just. EBIT-marginal	-174%	-296%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%
EBT-marginal	-175%	-298%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%
Just. EBT-marginal	-175%	-298%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%
Vinstmarginal	-175%	-298%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%
Just. Vinstmarginal	-175%	-298%	-254%	-189%	-75%	-78%	-59%	-44%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), årsbasis

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,2	0,7	4,8	14,1	39,6	88,6	175,5
Summa intäkter	2,0	1,8	5,3	14,6	40,1	89,1	176,0
KSV	-1,6	-3,1	-8,2	-11,8	-27,6	-53,9	-105,3
Bruttoresultat	0,5	-1,4	-2,9	2,8	12,5	35,2	70,7
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-11,4	-13,5	-18,9	-23,5	-28,5	-41,5	-57,6
EBITDA	-10,9	-14,9	-21,8	-20,6	-15,9	-6,4	13,1
Just. EBITDA	-10,9	-14,9	-21,8	-20,6	-15,9	-6,4	13,1
Av- och nedskrivningar	-5,9	-5,1	-8,1	-10,5	-13,0	-22,7	-34,4
EBIT	-16,8	-20,0	-29,9	-31,1	-28,9	-29,1	-21,3
Just. EBIT	-27,7	-34,8	-51,7	-51,7	-44,8	-35,5	-8,2
Finansnetto	-1,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,2
EBT	-12,2	-15,1	-22,0	-24,6	-17,7	-8,1	11,2
Just. EBT	-12,2	-15,1	-22,0	-24,6	-17,7	-8,1	11,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3
Resultat efter skatt	-12,2	-15,1	-22,0	-24,6	-17,7	-8,1	10,9
Just. res. Efter skatt	-12,2	-15,1	-22,0	-24,6	-17,7	-8,1	10,9
Just. vinst per aktie	-1,0	-0,7	-1,0	-0,8	-0,5	-0,2	0,2
Just. vinst per aktie, full utspädning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktier, SaP	12,1	20,4	22,6	31,8	40,0	44,1	44,1
Aktier, AVG.	12,1	16,3	21,5	27,2	35,9	42,0	44,1
Tillväxt	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	307%	268%	593%	195%	181%	124%	98%
Summa intäkter	735%	-12%	197%	175%	175%	122%	98%
Bruttoresultat	-117%	-393%	112%	-199%	342%	180%	101%
EBITDA	-29%	-37%	-47%	5%	23%	60%	305%
Just. EBITDA	-29%	-37%	-47%	5%	23%	60%	305%
EBIT	-29%	-36%	-46%	-11%	28%	54%	240%
Just. EBIT	-29%	-36%	-46%	-11%	28%	54%	240%
EBT	-46%	-24%	-46%	-12%	28%	54%	238%
Just. EBT	-46%	-24%	-46%	-12%	28%	54%	238%
Resultat efter skatt	-46%	-24%	-46%	-12%	28%	54%	234%
Just. res. efter skatt	-46%	-24%	-46%	-12%	28%	54%	234%
Just. vinst per aktie	46%	-27%	31%	-20%	-41%	-59%	-232%
Marginaler	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	23%	-76%	-54%	19%	31%	39%	40%
EBITDA-marginal	-537%	-833%	-411%	-141%	-40%	-7%	7%
Just. EBITDA-marginal	-537%	-833%	-411%	-141%	-40%	-7%	7%
EBIT-marginal	-544%	-843%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%
Just. EBIT-marginal	-544%	-843%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%
EBT-marginal	-600%	-844%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%
Just. EBT-marginal	-600%	-844%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%
Vinstmarginal	-600%	-844%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%
Just. vinstmarginal	-600%	-844%	-415%	-168%	-44%	-9%	6%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Summa immateriella tillg.	8	14	19	23	29	35	40
Summa materiella tillg.	0	0	0	0	0	0	0
Summa övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0	1
Summa anläggningstillg.	8	14	19	23	29	35	41
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	1	1	4	9	5	6	11
Övriga omsättningstillg.	0	0	0	0	0	0	0
Kassa och bank	1	17	5	3	6	6	26
Summa omsättningstillgångar	1	18	9	12	11	12	37
Summa tillgångar	10	32	28	35	41	47	78
Summa eget kapital	-2	30	18	26	27	28	39
LF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	8	0	0	1	1	1	6
Summa långfristiga skulder	8	0	0	1	1	1	6
KF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	2	1	2	2	5	11	26
Övriga kortfristiga skulder	1	1	8	7	8	7	7
Summa kortfristiga skulder	3	2	10	8	13	18	33
Summa skulder	11	2	10	9	13	19	39
Summa eget kapital och skulder	10	32	28	35	41	47	78
Likviditet	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	0,5x	10,6x	0,9x	1,4x	0,9x	0,7x	1,1x
Kassalikviditet	0,2x	10,1x	0,5x	0,4x	0,5x	0,3x	0,8x
Belåning	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(+) /nettokassa(-)	8	-17	-5	-2	-6	-6	-20
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	NM	94%	63%	75%	67%	60%	50%
Effektivitet	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
ROA	-90%	-57%	-58%	-62%	-37%	-15%	14%
ROE	-283%	-83%	-72%	-88%	-53%	-23%	27%
ROIC	-329%	-136%	-101%	-92%	-71%	-42%	-17%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksam. före delta RK	-12	-15	-22	-21	-16	-6	13
Delta RK	1	-1	5	-6	8	4	10
KF, löpande verksamhet	-11	-16	-17	-27	-8	-2	22
KF, investeringsverksamhet	-5	-6	-6	-8	-8	-8	-7
Fritt KF	-16	-22	-22	-35	-15	-10	15
KF, finansieringsverksamhet	11	39	10	33	19	9	5
Periodens kassaflöde	-6	17	-12	-2	3	0	20
Kassa, BaP	6	1	17	5	3	6	6
Kassa, SaP	1	17	5	3	6	6	26
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-552%	-891%	-313%	-186%	-19%	-2%	13%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	103%	107%	76%	132%	48%	32%	170%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.