

Uppdatering: Kv4 2022

ADVERTY AB

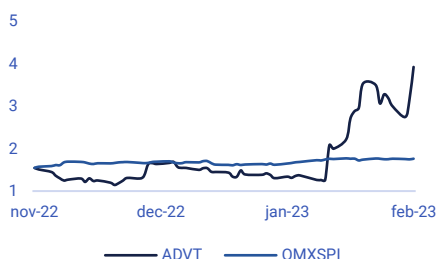
Adverty har utvecklat en lösning för spelutvecklare att generera intäkter från spel genom annonser som är integrerade i spelmiljön – så kallad in-game annonsering.

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

Lista: NGM Nordic SME
 Senast: 3,9 SEK
 Marknadsvärde: 125 MSEK
 Enterprise value: 123 MSEK

Bloomberg: ADVT:SS
 Refinitiv Eikon: ADVT.ST

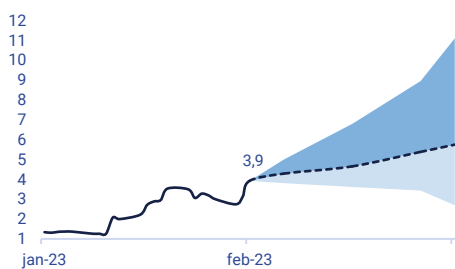
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	1	201	24	199

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	2,7	5,7	11,0
Upp-/nedsida (%)	-32	46	181

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Höjt värde efter överträffade förväntningar

Adverty levererade en extrem stark kv4 2022-rapport med intäkter och lönsamhet över vår förväntan. Den starka ökningen i bruttomarginal förbättrar lönsamhetsutsikterna markant. Vi höjer motiverat värde per aktie till 5,7 kronor (4,9) i ett basscenario.

Intäkter och lönsamhet över förväntan

Adverty levererade en stark rapport för det fjärde kvartalet 2022. Nettoomsättningen ökade med 197 procent till 8,6 miljoner kronor, väl över vår prognos på 6,0 miljoner kronor. Två viktiga drivare för tillväxt är; (i) antal spel och (ii) andel fyllda annonsutrymmen ("fill rate"). Under helåret 2022 dubblades nästan antalet mobilspel i bolagets annonsnätverk till nära 250. Parallellt ökade nettoomsättningen på helåret med 250 procent. Detta indikerar att fler annonsytor fylls med annonser. Mot bakgrund av detta ser vi goda utsikter för fortsatt tillväxt när marknaden mognar.

Bruttomarginalen ökade under det fjärde kvartalet 2022 på årsbasis med hela 21,4 procentenheter till 44,0 procent. Vi hade räknat med en bruttomarginal på 22,6 procent. Det är en effekt av skalbarhet i plattformens annonsserver. Möjligan kan det också förklaras av att bolaget inte längre gör utbetalningar till användare för dess nyttjande av plattformen. Kan bruttomarginalen ligga kvar på dessa nivåer förbättras lönsamhetsutsikterna markant. Med intäktsdelning på 50 procent, som är en del av råvaror och förnödenheter, är det tveksamt om bruttomarginalen kan normaliseras kring de nivåer som redovisades under det gångna kvartalet. För tillfället lämnar vi således vårt antagande om en normaliserad bruttomarginal på 40 procent över tid.

EBITDA-resultatet under fjärde kvartalet 2022 landade på minus 2,9 miljoner kronor. Det kan jämföras med vår prognos på minus 4,2 miljoner kronor. Fritt kassaflöde uppgick till minus 7,4 miljoner kronor. I slutet på januari 2023 meddelades att ett lån om åtta miljoner kronor tagits upp. Vi uppskattar kassan till ca nio miljoner kronor i januari 2023.

Goda utsikter och ett dolt värde i teknik

Mot bakgrund av utfallet för det fjärde kvartalet 2022 har vi justerat upp våra intäkts- och lönsamhetsprognoser aningen. Vi räknar med en fortsatt snabb tillväxttakt även de kommande åren, motsvarande en CAGR, 2022–2025 på starka 123 procent. Under 2023 räknar vi med att bruttomarginalen stiger till 38,8 procent, jämfört med 28,4 procent under 2022. Vi räknar med ett positivt EBITDA-resultat under 2025. Över tid räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka till 14,5 procent. Kan patentens styrka och värden tydliggöras skapas en betydande uppsida i våra prognoser och värdering.

Höjt motiverat värde

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 5,7 kronor per aktie (4,9) för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 4,7x och en värderingsmultipel på förväntad försäljning justerat för intäktsdelning (50 procent) 2024 på 4,2x. Referensgruppen, bestående av företag inom Adtech handlas i dag till en EV/Sales-multipel 2023 om 3,8x.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,7	4,8	16,7	42,9	94,8	184
Bruttoresultat	-1,4	-2,9	5,3	17,2	38,0	74,3
EBITDA	-14,9	-21,8	-19,4	-9,6	-2,2	17,1
EBIT	-15,1	-22,0	-24,3	-11,4	-4,0	15,3
EBT	-15,1	-22,0	-24,3	-12,5	-5,1	13,6
Vinst per aktie (kr)	-0,74	-0,97	-0,76	-0,39	-0,14	0,35
Tillväxt, nettooms.	268%	593%	250%	157%	121%	94%
Bruttomarginal	-76,0%	-54,1%	30,8%	39,6%	39,9%	40,2%
EBITDA-marginal	-833%	-411%	-112%	-22,2%	-2,3%	9,2%
EBIT-marginal	-843%	-415%	-140%	-26,3%	-4,2%	8,3%
EV/Sales	406x	20,0x	2,0x	2,3x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	5,8x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	6,4x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	8,9x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Adtech-bolaget Advertly 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 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 5,7 kronor per aktie (4,9) för de kommande 6–12 månaderna.

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida

Under 2023 förväntar vi oss en tillväxt på 157 procent, vilket understiger bolagets guidning. Investerares förväntningar är dock än lägre, givet rådande marknadspris. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 5,7 kronor per aktie, motsvarande en EV/Sales-multipel 2023 om 4,7x och 4,2x justerad försäljning 2024. Det kan jämföras med referensgruppen som handlas till en EV/Sales 2023 på 3,8x.

Bolaget nettoomsättning motsvarar summan av annonsintäkterna. I genomsnitt delas cirka 50% av nettoomsättningen 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 som en faktisk visning (och därmed trigga betalning). Detta bedömer vi kunna öka intresset för in-game annonsering och driva på marknaden 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 en tydlig uppsida i både prognoser och värdering.
- **Snabb tillväxt, förbättrad bruttomarginal och skalbarhet.** Även om värdet på patentet fortfarande till största delen är obeprovd räknar vi med en stark tillväxt under de kommande åren. Över prognosperioden, 2023–2032, räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om hela 40,2 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 14,5 procent till 2032.

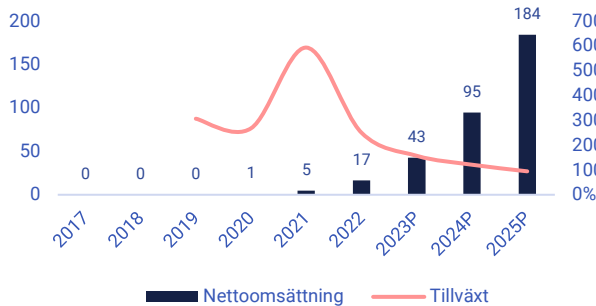
Antaganden och prognoser

Stark position på marknaden skapar goda tillväxtutsikter

Vi räknar med en CAGR, 2022–2025 om starka 123 procent. Över hela prognosperioden, 2023–2032 räknar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 40 procent. Den starka förväntade tillväxten för Advertly motiveras av bolagets position på en stor marknad och de relativt låga utgångsvärdena.

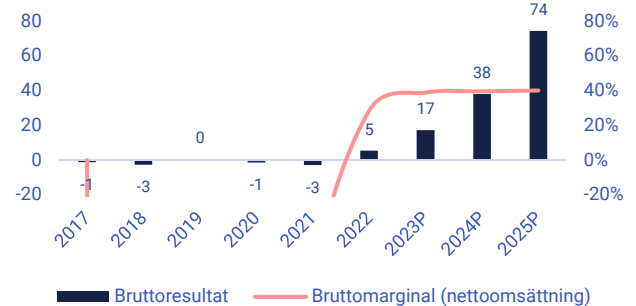
Över hela prognosperioden, 2023–2032 räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt per år om 40 procent.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



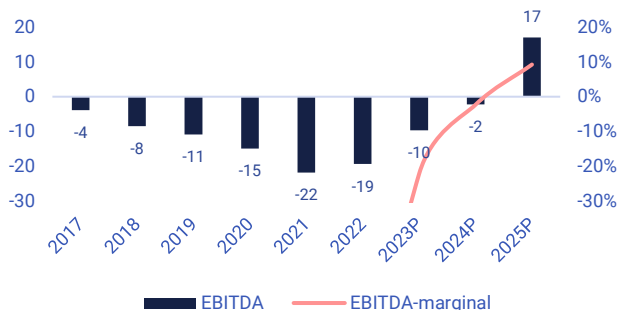
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med råvaror och förnödenheter och intäktsdelning. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Med bra skalbarhet i bolagets annonsserver räknar vi med att bruttomarginalen kan stiga 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 (genomsnitt 50 procent).

Lönsamhet och underlättat kassaflöde

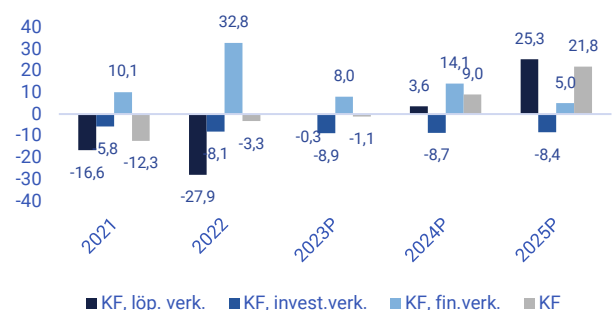
Med en redan i dag förhållandevis stor kostnadsbas räknar vi med att bolaget når ett positivt EBITDA-resultat under 2025 på 17 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 9,2 procent. Fram till 2032 räknar vi med att EBITDA-marginalen kan stiga upp mot 14,5 procent. Det kan jämföras med mjukvarubolag 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

Bolagets målsättning är att vara kassaflödespositiva under 2023. Vi räknar dock med att bolaget behöver ta in nytt kapital i början av 2024. Samtidigt går det inte att utesluta att ytterligare externt kapital kan behövas under innevarande år. Efter lånet som togs upp i januari 2023 har finansieringsrisken kommit ned.

Motiverat värde inom ett intervall

Pressad aktie med bra potential

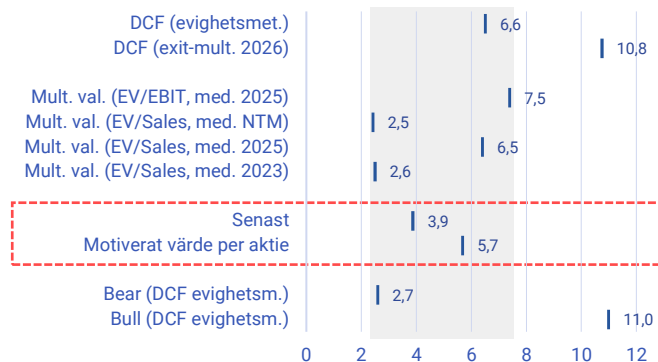
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 5,7 kronor (4,9) för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Det motsvarar en uppsida om cirka 46 procent. Värderingen bygger på ett antagande om en stark tillväxt och en snabbt stigande bruttomarginal. Revideringen av motiverat värde beror delvis på höjda förväntningar och minskad finansieringsrisk.

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 6,5
Mult. val. (EV/EBIT, med. 2025)	SEK 7,5
DCF-värdering	SEK 6,6
Motiverat värde per aktie	SEK 5,7
Möjlig upp-/nedsida	46%
Aktier, full finansiering och utspädning	M 37
Aktievärde	MSEK 214
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK 1,9
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK 0,6
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK 11
EV	MSEK 200

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	4,7x	42,0x	12,0x	4,7x	2,1x	1,1x
EV/just. försäljning*	9,3x	84,0x	24,0x	9,3x	4,2x	2,2x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	11,7x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	13,1x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	16,2x

*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	102	Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	129	Riskfri ränta	1,9%	Skattejust. ränta	10,1%
EV	MSEK	232	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning	0,0%
Nettokassa (+), senast kv.	MSEK	1,3	Storleksprem.	4,2%	WACC	15,0%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem.	0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,3	Avkastningskrav, EK	15,0%	Disk.ränta	15,0%
Aktievärde	MSEK	233	Antaganden			
PV (aktiefinansiering)	MSEK	11	CAGR, 2022–2032	40,2%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	245	EBITDA-marginal, 2032	14,5%		
Utestående aktier	Milj.	32	EBIT-marginal, 2032	13,5%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	5,5	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	37	Värderingsmultiplar			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	7,3	EV/Sales, NTM	5,4x	EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	6,6	EV/Sales, 2023P	5,4x	EV/EBITDA, 2023P	NM
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	5,4x	EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	7,3	P/S, 2023P	5,4x	EV/EBIT, 2023P	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	6,6	EV/Gross prof., NTM	13,5x	P/E, NTM	NM
Upp-/nedsida		67%	EV/Gross prof., 2023P	13,9x	P/E, 2023P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales NTM, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-2025P	EBITDA-m. x̄, 2022-2025P	EV/Sales, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	20 534	28%	13%	13,2x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 388	29%	25%	7,7x
Magnite, Inc.	US	1 322	19%	9%	3,8x
PubMatic, Inc.	US	630	16%	13%	2,1x
YOC AG	DE	46	NA	11%	NA
Bidstack Group Plc	GB	41	165%	NA	3,6x
Median		1 322	23%	13%	3,7x
Genomsnitt		5 184	23%	14%	5,3x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					3,7x
Just. nettoomsättning, NTM	MSEK				21,4
EV	MSEK				79,6
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				1,3
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,3
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				11,2
Aktievärde efter finansiering	MSEK				92
Antal utestående aktier	milj.				32
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				5,5
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				37
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,5
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,5
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,5
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, 2022-2025P	EBITDA-m. x̄, 2022-2025P	EV/Sales, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	20 534	28%	13%	11,9x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 388	29%	25%	6,8x
Magnite, Inc.	US	1 322	19%	9%	3,8x
PubMatic, Inc.	US	630	16%	13%	2,0x
YOC AG	DE	46	NA	11%	2,0x
Bidstack Group Plc	GB	41	165%	NA	3,6x
Median		1 322	23%	13%	3,7x
Genomsnitt		5 184	23%	14%	5,3x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					3,7x
Just. nettoomsättning, 2025P	MSEK				92
Enterprise value	MSEK				342
PV (Enterprise value)	MSEK				228
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				1,3
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,3
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				11,2
Aktievärde efter finansiering	MSEK				241
Antal utestående aktier	M				31,8
Nya aktier från aktiefinansiering	M				5,5
Utestående aktier efter full finansiering	M				37,3
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				7,2
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				6,5
Exchange rate	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				7,2
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				6,5

*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/EBIT 2025, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2022-2025P	EBITDA-m. x2022-2025P	EV/EBIT, NTM
The Trade Desk, Inc.	US	20 534	28%	13%	108,8x
DoubleVerify Holdings, Inc.	US	3 388	29%	25%	30,1x
Magnite, Inc.	US	1 322	19%	9%	NA
PubMatic, Inc.	US	630	16%	13%	22,0x
YOC AG	DE	46	NA	11%	18,7x
Bidstack Group Plc	GB	41	165%	NA	NM
Median		1 322	23%	13%	26,0x
Genomsnitt		5 184	23%	14%	44,9x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					26,0x
EBIT, 2025P	MSEK				15,3
Enterprise value	MSEK				398
PV (Enterprise value)	MSEK				265
Nettokassa (+), senast kv	MSEK				1,3
Värde, associerade bolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,3
PV (kassa från nyemissioner)	MSEK				11,2
Aktievärde efter finansiering	MSEK				278
Antal utestående aktier	M				31,8
Nya aktier från aktiefinansiering	M				5,5
Nya aktier från aktiefinansiering	M				37,3
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				8,4
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				7,5
Exchange rate	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				8,4
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				7,5

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, 2022–2032, på 45,6 procent (bas 40,2 procent) och en EBITDA-marginal 2032 på 16,7 procent (bas 14,5 procent). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 11,0 kronor.

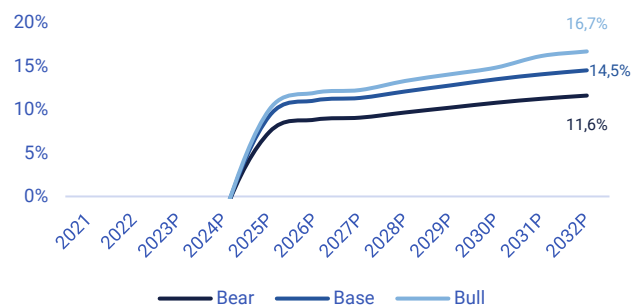
I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi en CAGR, 2022–2032, på 33,1 procent och en EBITDA-marginal 2032 på 11,6 procent. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 2,7 kronor.

Nettoomsättning (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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 konkurrenter 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 uppfattning. Per utgången av fjärde kvartalet 2022 hade Advertys en kassa på 1,9 miljoner kronor. I januari 2023 togs ett lån upp om åtta miljoner kronor. Eventuellt framtida kapitalbehov är inte säkrat.

Våra antaganden rörande intäcks- 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.

Nyckeltal och räkenskaper

Revideringar, resultaträkning (MSEK)

	2022	2023P	2024P
Uppdaterade			
Nettoomsättning	16,7	42,9	94,8
Bruttoresultat	5,3	17,2	38,0
EBITDA	-19,4	-9,6	-2,2
EBIT	-24,3	-11,4	-4,0
Vinst per aktie (kr)	-0,76	-0,39	-0,13
Föregående			
Nettoomsättning	14,1	39,6	88,6
Bruttoresultat	2,8	12,5	35,2
EBITDA	-20,6	-15,9	-6,4
EBIT	-24,6	-17,6	-8,1
Vinst per aktie (kr)	-0,77	-0,45	-0,19
Diff.			
Nettoomsättning	18%	8%	7%
Bruttoresultat	90%	38%	8%
EBITDA	6%	39%	66%
EBIT	1%	35%	51%
Vinst per aktie (kr)	1%	12%	31%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal (SEK)

	2019	2020	2021	2022	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	3,9	3,9	3,9
Marknadsvärde	114	283	102	41	125	125	125
EV	120	279	96	40	124	124	124
P/S	610x	412x	21,4x	2,5x	2,9x	1,3x	0,7x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM	11,1x
P/KF löpande verks.	NM	NM	NM	NM	NM	34,9x	4,9x
EV/Sales	640x	406x	20,0x	2,4x	2,9x	1,3x	0,7x
EV/Bruttores.	258x	NM	NM	7,5x	7,2x	3,3x	1,7x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	7,2x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	NM	8,1x
CSQ motiverat värde per aktie	9,4	13,9	4,5	5,7	5,7	5,7	5,7
CSQ marknadsvärde	114	283	102	214	214	214	214
CSQ EV	120	279	96	212	222	213	196
P/S, CSQ implicit	610x	412x	21,4x	12,8x	5,0x	2,3x	1,2x
P/E, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	16,2x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	NM	NM	NM	-7,7x	-811,0x	59,8x	8,5x
EV/Sales, CSQ implicit	640x	406x	20,0x	12,7x	5,2x	2,2x	1,1x
EV/Bruttores., CSQ implicit	258,0x	NM	NM	12,3x	5,8x	2,9x	1,8x
EV/EBITDA, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	11,5x
EV/EBIT, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	12,8x
Utestående aktier (SaP)	12,1	20,4	22,6	31,8	31,8	37,3	37,3
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	12,1	16,3	21,5	27,2	31,8	34,5	37,3
EPS (SEK)	-1,01	-0,74	-0,97	-0,76	-0,39	-0,14	0,35
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV per aktie (SEK)	-0,1	1,5	0,8	0,8	0,4	0,6	1,0
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	1,5	3,9	3,6	3,3
EK per aktie	-0,1	1,9	0,8	1,0	0,4	0,7	1,0
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-14,4%	-7,7%	-21,9%	-86,8%	-7,3%	-4,1%	13,5%
FCF yield (obelånat)	-11,4%	-6,5%	-17,6%	-74,7%	-4,5%	-2,5%	12,6%

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

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Nettoomsättning	1,9	2,7	3,5	8,6	5,3	8,0	10,6	19,0
Totala intäkter	2,0	2,8	3,7	8,8	5,4	8,2	10,7	19,1
Bruttoresultat	-0,1	0,6	0,8	4,0	2,2	3,2	4,2	7,6
EBITDA	-4,9	-5,9	-5,7	-2,9	-2,5	-3,1	-2,3	-1,7
Just. EBITDA	-4,9	-5,9	-5,7	-2,9	-2,5	-3,1	-2,3	-1,7
EBIT	-6,0	-7,0	-6,9	-4,3	-3,0	-3,5	-2,8	-2,2
Just. EBIT	-6,0	-7,0	-6,9	-4,3	-3,0	-3,5	-2,8	-2,2
EBT	-6,1	-7,0	-6,9	-4,3	-3,2	-3,8	-3,0	-2,5
Just. EBT	-6,1	-7,0	-6,9	-4,3	-3,2	-3,8	-3,0	-2,5
Vinst efter skatt	-6,1	-7,0	-6,9	-4,3	-3,2	-3,8	-3,0	-2,5
Just. Vinst efter skatt	-6,1	-7,0	-6,9	-4,3	-3,2	-3,8	-3,0	-2,5
Vinst per aktie	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tillväxt	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Nettoomsättning	1736%	232%	268%	197%	185%	200%	200%	120%
Totala intäkter	1046%	162%	240%	193%	166%	196%	193%	117%
Bruttoresultat	94%	360%	152%	4029%	4011%	472%	403%	90%
EBITDA	8%	-8%	4%	43%	49%	47%	59%	41%
EBIT	-12%	-28%	-17%	18%	51%	50%	60%	49%
EBT	-13%	-28%	-17%	18%	47%	46%	56%	43%
Vinst efter skatt	-13%	-28%	-17%	18%	47%	46%	56%	43%
Marginaler	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Bruttomarginal	-3%	21%	23%	45%	40%	40%	40%	39%
EBITDA-marginal	-242%	-212%	-154%	-33%	-46%	-38%	-22%	-9%
Just. EBITDA-marginal	-242%	-212%	-154%	-33%	-46%	-38%	-22%	-9%
EBIT-marginal	-296%	-254%	-189%	-49%	-55%	-43%	-26%	-11%
Just. EBIT-marginal	-296%	-254%	-189%	-49%	-55%	-43%	-26%	-11%
EBT-marginal	-298%	-254%	-189%	-49%	-60%	-47%	-28%	-13%
Just. EBT-marginal	-298%	-254%	-189%	-49%	-60%	-47%	-28%	-13%
Vinstmarginal	-298%	-254%	-189%	-49%	-60%	-47%	-28%	-13%
Just. Vinstmarginal	-298%	-254%	-189%	-49%	-60%	-47%	-28%	-13%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), årsbasis

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0	1	5	17	43	95	184
Summa intäkter	2	2	5	17	43	95	185
KSV	-2	-3	-8	-12	-26	-57	-111
Bruttoresultat	0	-1	-3	5	17	38	74
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-11	-14	-19	-25	-27	-40	-57
EBITDA	-11	-15	-22	-19	-10	-2	17
Just. EBITDA	-11	-15	-22	-19	-10	-2	17
Av- och nedskrivningar	0	0	0	-5	-2	-2	-2
EBIT	-11	-15	-22	-24	-11	-4	15
Just. EBIT	-11	-15	-22	-24	-11	-4	15
Finansnetto	-1	0	0	0	-1	-1	-2
EBT	-12	-15	-22	-24	-13	-5	14
Just. EBT	-12	-15	-22	-24	-13	-5	14
Skatt	0	0	0	0	0	0	0
Resultat efter skatt	-12	-15	-22	-24	-13	-5	13
Just. res. Efter skatt	-12	-15	-22	-24	-13	-5	13
Just. vinst per aktie	-1	-1	-1	-1	0	0	0
Just. vinst per aktie, full utspädning	0	0	0	0	0	0	0
Aktier, SaP	12	20	23	32	32	37	37
Aktier, AVG.	12	16	22	27	32	35	37
Tillväxt	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	307%	268%	593%	250%	157%	121%	94%
Summa intäkter	735%	-12%	197%	225%	152%	119%	94%
Bruttoresultat	-117%	-393%	112%	-285%	224%	121%	95%
EBITDA	-29%	-37%	-47%	11%	50%	77%	878%
Just. EBITDA	-29%	-37%	-47%	11%	50%	77%	878%
EBIT	-29%	-36%	-46%	-10%	53%	65%	482%
Just. EBIT	-29%	-36%	-46%	-10%	53%	65%	482%
EBT	-46%	-24%	-46%	-10%	48%	59%	367%
Just. EBT	-46%	-24%	-46%	-10%	48%	59%	367%
Resultat efter skatt	-46%	-24%	-46%	-10%	48%	59%	359%
Just. res. efter skatt	-46%	-24%	-46%	-10%	48%	59%	359%
Just. vinst per aktie	46%	-27%	31%	-21%	-48%	-64%	-351%
Marginaler	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Bruttomarginal	23%	-76%	-54%	31%	40%	40%	40%
EBITDA-marginal	-537%	-833%	-411%	-112%	-22%	-2%	9%
Just. EBITDA-marginal	-537%	-833%	-411%	-112%	-22%	-2%	9%
EBIT-marginal	-544%	-843%	-415%	-140%	-26%	-4%	8%
Just. EBIT-marginal	-544%	-843%	-415%	-140%	-26%	-4%	8%
EBT-marginal	-600%	-844%	-415%	-141%	-29%	-5%	7%
Just. EBT-marginal	-600%	-844%	-415%	-141%	-29%	-5%	7%
Vinstmarginal	-600%	-844%	-415%	-141%	-29%	-5%	7%
Just. vinstmarginal	-600%	-844%	-415%	-141%	-29%	-5%	7%

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

Balansräkning (MSEK)

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Summa immateriella tillg.	8	14	19	23	30	36	43
Summa materiella tillg.	0	0	0	0	0	0	0
Summa övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	8	14	19	23	30	37	43
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	1	1	4	9	5	8	14
Övriga omsättningstillg.	0	0	0	0	0	0	0
Kassa och bank	1	17	5	2	1	10	32
Summa omsättningstillgångar	1	18	9	11	6	17	46
Summa tillgångar	10	32	28	34	35	54	89
Summa eget kapital	-2	30	18	26	14	23	36
LF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	8	0	0	1	9	9	14
Summa långfristiga skulder	8	0	0	1	9	9	14
KF skulder till kreditinst.	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	2	1	2	3	9	19	36
Övriga kortfristiga skulder	1	1	8	4	4	3	3
Summa kortfristiga skulder	3	2	10	7	13	23	40
Summa skulder	11	2	10	8	22	31	53
Summa eget kapital och skulder	10	32	28	34	35	54	89
Likviditet	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	0,5x	10,6x	0,9x	1,6x	0,4x	0,8x	1,2x
Kassalikviditet	0,2x	10,1x	0,5x	0,3x	0,1x	0,4x	0,8x
Belåning	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	8	-17	-5	-1	8	-1	-18
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	NM	NM	NM	-0,6x	NM	NM
Soliditet	NM	94%	63%	78%	39%	42%	40%
Effektivitet	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
ROA	-90%	-57%	-58%	-62%	-26%	-7%	17%
ROE	-283%	-83%	-72%	-87%	-45%	-17%	41%
ROIC	-329%	-136%	-101%	-92%	-70%	-27%	-8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksam. före delta RK	-12	-15	-22	-19	-11	-3	15
Delta RK	1	-1	5	-8	10	7	10
KF, löpande verksamhet	-11	-16	-17	-28	0	4	25
KF, investeringsverksamhet	-5	-6	-6	-8	-9	-9	-8
Fritt KF	-16	-22	-22	-36	-9	-5	17
KF, finansieringsverksamhet	11	39	10	33	8	14	5
Periodens kassaflöde	-6	17	-12	-3	-1	9	22
Kassa, BaP	6	1	17	5	2	1	10
Kassa, SaP	1	17	5	2	1	10	32
Nyckeltal	2019	2020	2021	2022	2023P	2024P	2025P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-552%	-891%	-313%	-162%	-1%	4%	14%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	103%	107%	76%	144%	3%	-163%	148%

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.