Uppdatering: Kv1 2021

(inkl. Justering rörande andel återväntande användare på sida 3)

ADVENTURE BOX TECHNOLOGY AB

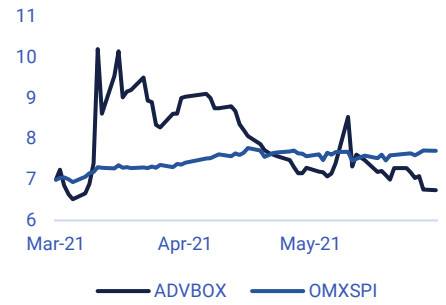
VD: Christopher Kingdon
SO: Örjan Frid
corp.adventurebox.com

Bloomberg: ADVBOX:SS
Reuters Eikon: ADVBOX.ST

Lista: Nasdaq First North Growth Market

Aktie, senast: 6,7 kr
Marknadsvärde: 101 MSEK

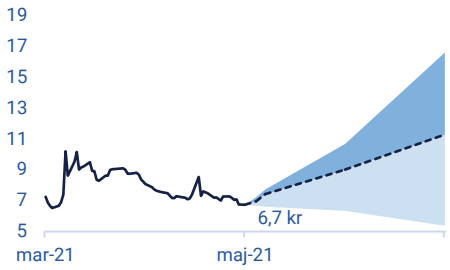
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-6,9	-31,0	-34,0	-5,6

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	5,4	11,3	16,6
Upp-/nedsida (%)	-19,8	68,4	147,7

Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Richard Ramanius
Associate Equity Analyst

Intressant på låga nivåer

Adventure Box fortsätter sin satsning på att växa antalet super-användare. Intäkterna är dock fortsatt på låga nivåer i linje med förväntan. Samtidigt har bolagets styrelse stärkts med tungviktaren Rikard Herlitz. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 11,3 kronor för de kommande sex månaderna. Trendbrott i antalet återvändande användare är en trigger för aktievärdet.

Fortsatt begränsade intäkter

Under första kvartalet 2021 redovisade Adventure Box en nettoomsättning på noll kronor, vilket också var i linje med vår prognos. Nettoomsättning från reklam samlas under kundfordringar fram till utbetalning. Kundfordringar ökade också aningen sekventiellt, vilket indikerar att reklamintäkter inte är helt frånvarande. Dock är även kundfordringar på låga nivåer – 1,6 miljoner kronor vid utgången av det första kvartalet, av vilket en del kan härröra från reklamintäkter. Samtidigt är det viktigt att ha i åtanke att bolaget meddelat om att fokus ligger på att utveckla plattformen och attrahera spelskapande användare, snarare än att generera reklamintäkter. Vi bedömer också denna strategi som rätt för att inte störa tillväxten i antalet användare, givet den fas som bolaget befinner sig i.

För det gånga kvartalet redovisades ett rörelseresultat på minus 5,8 miljoner kronor. Justerat för aktiverat arbete för egen räkning och övriga rörelseintäkter var det justerade rörelseresultatet minus 7,4 miljoner kronor, vilket var i linje med våra förväntningar på minus 7,5 miljoner kronor.

Ny funktionalitet och fokus på ”super-användare”

Bolaget avser att satsa på att få till en viral spridning. För detta har bolaget dels arbetat med tekniskt programmeringsarbete, dels att engagera så kallade ”super-användare” som publicerar många spel, är inne mycket på plattformen samt skriver många inlägg. Arbetet har bland annat resulterat i att den genomsnittliga sessionstiden har ökat till 7:24 minuter i mars 2021, vilket är en bra förbättring sedan september 2020 då tiden låg på 2:05 minuter.

Motiverat värde

Styrelsen stärks med Rikard Herlitz, Engineering Director på Google och tidigare CTO på Mojang. Kan bolaget få i gång den virala spridningen kan det gå fort och potentialen är stor. Ett trendbrott i antalet återväntande användare kan vara en första trigger, följt av ett intäktslyft. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 11,3 kronor (11,6). I ett optimistiskt Bull-scenario är motsvarande 16,6 kronor och i ett mer försiktigt Bear-scenario 5,4 kronor. Det breda intervallet visar på potential, liksom risk.

Finansiella nyckeltal, MSEK

	2018/19*	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	1,5	34,0	110,1	308,7
EBITDA	-9,5	-15,4	-16,1	-30,6	-54,0	-49,1	38,1
EBIT	-9,9	-20,5	-22,8	-38,8	-64,3	-61,7	23,1
Just. EBIT	-12,7	-24,8	-29,1	-45,5	-71,4	-69,3	14,9
Vinst per aktie	-1,96	-1,70	-1,53	-2,45	-3,68	-3,34	1,22
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tillväxt	-79%	343%	-43%	1818%	2221%	224%	180%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7%
EV/Sales (nuv.)	n.m.	418x	728,2x	38,0x	1,6x	0,5x	0,2x
EV/Just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1,5x
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5,5x
P/B	6,2x	3,1x	1,3x	1,9x	2,4x	1,9x	1,2x

**16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser*

Uppföljning och kommentarer

Adventure Box Technology AB (Adventure Box eller bolaget) är fortfarande i tidig utvecklingsfas och arbetar med modeller för att attrahera användare som skapar spel av god kvalitet. Det för att skapa en grund som skall möjliggöra viral spridning. Under det senaste kvartalet har fokus legat på att utveckla plattformens funktionalitet. För att användare skall kunna skapa spel med en viss grad av komplexitet krävs funktioner som möjliggör detta. Funktionalitet för spelskapande är något som enligt vår mening har kunnat förbättras. Det är därför positivt att bolaget satsar på detta. Antalet webbesökare liksom antalet återvändande användare är fortsatt på låga nivåer jämfört med för ett år sedan. Bolaget har en kassa som bör finansiera verksamheten utan intäkter i cirka 12-18 månader, beroende på tillväxttakt. Med detta sagt finns kapital för att fortsätta strategin och för att först vid rätt tillfälle öka reklamintäkterna samt rulla ut spelvalutan Adventure BUX, som ger intäkter.

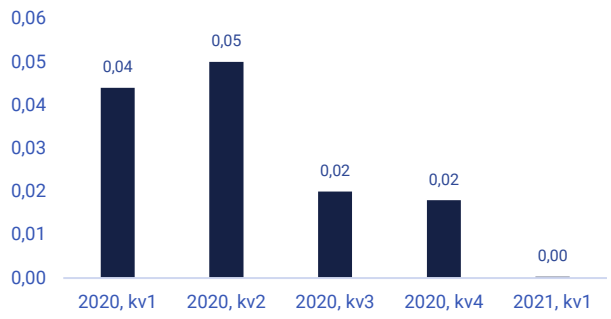
Fokus på motiverade användare, inte på intäkter

Under första kvartalet 2021 redovisade Adventure Box en nettoomsättning på noll kronor, vilket också var i linje med vår prognos. Bolaget har fullt fokus på att utveckla plattformen och få basen av värdefulla användare som skapar spel att växa, snarare än att generera intäkter. Därför har antalet reklamvisningar hållits på låga nivåer för att inte störa besökarnas upplevelse vilket förbättrar förutsättningarna för användartillväxt.

Intäkter är kvar på låga nivåer. Bolaget fokuserar nu på organisk tillväxt i antalet användare snarare än att generera intäkter. Bland annat satsas det på ”super-användare”.

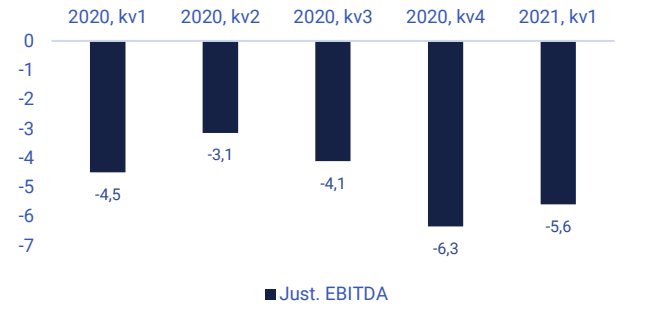
En viktig komponent i bolagets framtida intäktsstruktur kommer att vara försäljning av spelvalutan Adventure BUX. I takt med att spelen blir mer utvecklade avser bolaget låta spelare köpa funktioner med denna. Idag används valutan mest för att belöna skapare av spel liksom återkommande användare.

Nettoomsättning (MSEK)



källa: Bolagsinformation

Just. EBITDA (MSEK), 2017-2020



Källa: Bolagsinformation

Det redovisade rörelseresultatet kom in på minus 5,8 miljoner kronor. Rörelseresultatet justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter under första kvartalet 2021 landade på minus 7,4 miljoner kronor. Det kan jämföras med vår prognos som låg på minus 7,5 miljoner kronor. Redovisat EBITDA-resultat justerat för aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter om 1,2 respektive 0,3 miljoner kronor, landade på minus 5,6 miljoner kronor. Se graf ovan till höger.

Återvändande användare och funktionalitet får än större fokus

Bolagets mål är att uppnå viral spridning för att öka antalet besökare och intäkter i en exponentiell takt till en låg marknadsföringskostnad. För att göra detta behövs (i) en bra spelplattform och (ii) en bas av användare som skapar högkvalitativa spel till plattformen.

Bolaget har under första kvartalet jobbat mycket med plattformen. 12 uppdateringar har gjorts. Arbetet fortgår och mer funktionalitet kommer att införas i plattformen så att fler typer av spel med nya funktioner kan skapas. Samtidigt har användare fortsatt att skapa nya spel och funktionalitet till plattformen i form av 3D-modeller. Antalet importerade 3D-modeller har ökat från runt 1 400 i januari 2021 till nästan 1 650 i april 2021. Bolaget experimenterar även med att låta användare skapa spel gemensamt, i stället för var för sig som

tidigare. Detta ökar den sociala interaktionen mellan användare, vilket är en viktig komponent.

Bolaget jobbar dessutom med att förbättra ljudupplevelsen genom ett samarbete med Gestrument. Gestrument har utvecklat ett system som gör det möjligt att styra realtidsgenererad musik som anpassas efter omgivningen.Enligt vår mening bör implementering av röstkommunikation även stå på lista över framtida utvecklingsmål. Det är ytterligare en ytterst viktig komponent för den sociala interaktionen i moderna spel.

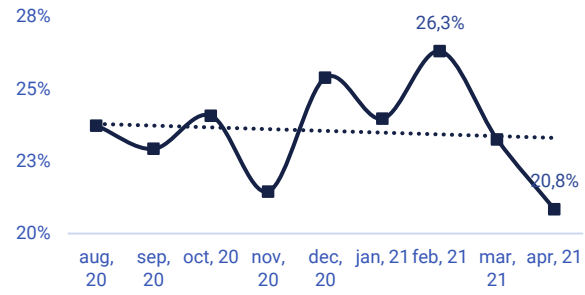
Antal och andel återvändande webbesökare

Antalet webbesökare och återvändande användare har fallit tillbaka som en del av bolagets strategi att fokusera på värdefulla skapande användare. Bolaget siktar på att ha 200 000 besökare i månaden och spenderar därför tillräckligt med pengar för att hålla siffran på denna låga nivå i väntan på den virala tillväxtfasen. Under april 2021 var antalet webbesökare 213 230 stycken.

För att få en förståelse för hur arbetet med att utöka den värdefulla användarbasen fortlöper studerar vi utvecklingen i andelen återvändande användare, och än viktigare antalet återvändande användare. En återkommande användare definieras av bolaget som en användare som varit inne på plattformen minst två gånger under en period om en månad.

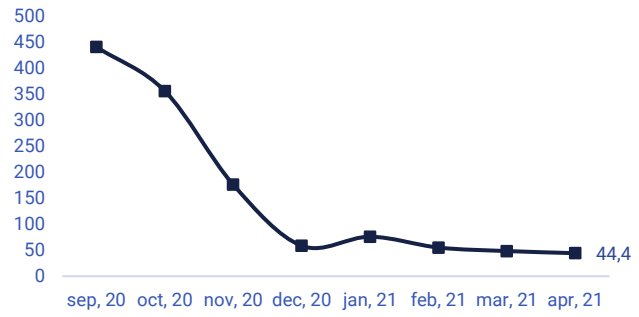
Som framgår i den vänstra grafen steg andelen återvändande användare på månadsbasis fram till i februari 2021 till över 26 procent. Därefter har andelen minskat till ungefär 21 procent i april. Om man tittar på trenden över nio månaders sikt (streckad linje) så är andelen förhållandevis konstant och det går ännu inte att identifiera något trendbrott.

Andel återvändande webbesökare (%)



källa: Bolagsinformation

Antal återvändande webbesökare (000 stycken)



Källa: Bolagsinformation

I den högra grafen visas antal återväntande användare som under april var 44 430 stycken. Kan denna siffra börja stiga samtidigt som antalet webbesökare är kvar runt 200 000 är det en uppenbar signal på att bolaget utvecklas i rätt riktning. Ett trendbrott upp i antal återvändande webbesökare kan således vara en trigger för aktien.

Ökat intresse från "super-användare"

I nuvarande läge fokuserar Adventure Box på användare som skapar och delar datorspel. I mars meddelade bolaget att man identifierat ett antal "super-användare" som lägger ned mycket tid på att skapa, använda eller dela. Den mest produktiva spelskaparen hade publicerat 232 spel. Den mest engagerade spelaren hade besegrat 4500 andra spelare. Därutöver hade 272 super-chattare identifierats. Det är en grupp som gör ovanligt många inlägg och kommentarer. Det är denna typ av användare som bolaget behöver för att skapa en viral spridning.

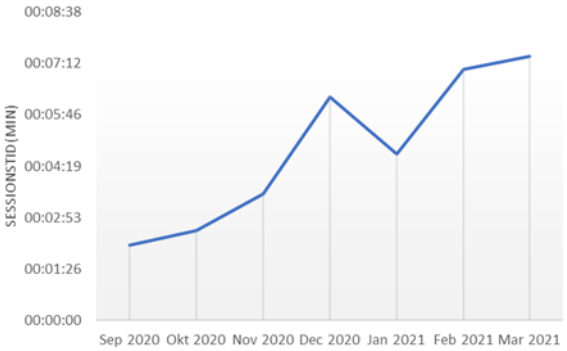
Det ökande intresset kan ses i den ökande sessionstiden per besökare. Även om antalet besökare har gått ned, så har tiden som dessa är inne på plattformen ökat kraftigt, från 2:05 minuter i september 2020 till 7:24 minuter i mars 2021. Detta innebär att den totala tid som alla besökare tillsammans tillbringar på plattformen inte minskat lika mycket som det totala antalet besökare. Dessutom ligger denna parameter nu i en uppåtgående trend när antalet besökare stabiliserats samtidigt som tiden som de är inne ökar.

Sessionstiden har förbättrats rejält och är nu uppe i 7:24 minuter. Den totala inloggningstiden kan räknas ut som sessionstiden multiplicerat med antal besökare. Siffran visades inte i data presenterad för april.

Inloggningstiden är en viktig KPI och det är positivt att denna förbättras. En referenspunkt är Roblox som enligt Alexa.com låg på 17 minuter och 22 sekunder per den 4 mars 2020.

Enligt samma källa är motsvarande för Youtube 18 minuter och 5 sekunder. För DI.se är motsvarande 4 minuter och 23 sekunder. En annan intressant jämförelse är den med så kallad hyper casual gaming, som är väldigt enkla mobilspel, på vilka användaren tillbringar runt 2:30 minuter per dag. Den marknaden anses värd 2-2,5 miljarder dollar enligt Adjust.com.

Sessionstid



källa: Bolagsinformation

Stor kassa gör det möjligt att investera för framtiden

Givet den utveckling som vi ser den, och tolkar den, kommer det dröja innan bolagets intäkter kan börja öka. Utöver ökad försäljning av spelvalutan Adventure BUX, som idag till största delen ges ut gratis som belöning till användare, så kommer reklam att vara den viktigaste intäktskällan . Det då vi tror att reklam enkelt kan koppla på och intensifieras. Men tillfället måste samtidigt vara rätt för att inte störa bolagets tillväxt i antal lojala super-användare som tillbringar mycket tid på plattformen, vilket är grunden för att bolaget skall kunna bli stort.

Investerare har fortsatt handlat ned aktien när det blivit tydligt att tålamod kommer att krävas. Samtidigt bedömer vi att den långsiktiga potentialen kvarstår, även om vägen till målet förmodligen ligger något längre fram i tiden än vad vi räknat med i vår grundanalys. Bolaget har fortfarande en välfylld kassa efter den riktade emissionen i oktober 2020. Vid utgången av första kvartalet 2021 utgjorde denna 48,8 miljoner kronor (strax under hälften av marknadsvärdet).

Vi bedömer att den befintliga kassan bör kunna finansiera verksamheten med fortsatt låga intäkter i 12-18 månader, beroende på tillväxttakt och anpassning av organisationen. Med detta sagt finns det alltså ett utrymme för att fortsätta utöka basen av värdefulla användare med slutändamålet att uppnå viral spridning och exponentiell tillväxt.

Investment case, prognoser och värdering

Adventure Box är ett teknik- och spelbolag som tillhandahåller en spelplattform där användare kan skapa, dela och spela voxelspel. Tydliga paralleller kan dras mellan Adventure Box och Roblox, som med sina 43,3 miljoner dagliga användare är ett av världens populäraste spel. Roblox har etablerat en publik, vilket kan underlätta Adventure Box tillväxtresa. Bolagets plattform är byggt på en streaming-teknik som medför förutsättningar för Adventure Box att växa både snabbare och till lägre kostnader än sektorkollegan. Genom att nuvärdesberäkna framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell beräknas ett motiverat värde per aktie om 11,6 kronor (11,6) för de kommande 6-12 månaderna. Uppställ i antalet återvändande användare samtidigt som totalt antal webbesökare ligger kvar runt 200 000 är en första trigger för aktievärdet. Potentialen är stor men bolaget är i tidig fas och osäkerheten liksom risken är därför hög, vilket också avspeglas i den höga diskonteringsräntan om 24,8 procent.

Investment case: Hög potential och hög risk

Vi bedömer att Adventure Box har möjlighet att slå stort så länge resten av pusselbitarna börjar falla på plats. Potentialen kommer också till en hög risk och osäkerhet, givet den tidiga fas som bolaget faktiskt befinner sig i.

Några pusselbitar redan på plats…

Antalet webbesökare och bibehållandegrad pekar åter uppåt. Samtidigt ökar sessionstiden.

Adventure Box har utvecklat en spelplattform av freemium-karaktär där användare samlas för att skapa, dela och spela voxel-spel. Sedan marknadsföringen intensifierades har antalet användare växt snabbt till att överskrida två miljoner i maj 2020. Med detta har bolaget påvisat förmågan att få användarbasen att växa och fokus har nu flyttats till att attrahera värdefulla spelskapande användare och uppnå viral spridning vilket fått till följd att antalet användare minskat till 200 000 per månad. Genom satsningen på mer engagerade användare har den genomsnittliga sessionstiden kommit upp i 7:24 minuter. Detta innebär samtidigt att den totala tiden som använder är inloggade nu ökar.

För att bolaget skall nå sin målsättning, att bli ett av världens populäraste och mest framgångsrika spelplattform, är en viral spridning av yttersta vikt. Viral spridning kan leda till en brant tillväxtkurva till låga marknadsföringskostnader. Bolaget har sedan grundandet utvecklat sin plattform för att optimera förutsättningarna för att uppnå viral spridning. Det sker bland annat genom att utveckla en teknik som möjliggör för plattformen och spelen att effektivt strömmas direkt i webbläsaren, på PC eller i mobiltelefon. Det reducerar i sin tur tröskeln för nya användare att ansluta och den virala spridningen att tillta.

Det finns samtidigt ingen strategi eller teknik som garanterar viral spridning. Allt handlar istället om att skapa förutsättningar, vilket vi bedömer att bolaget till delar har gjort. Det bland annat genom strömningsfunktionaliteten i kombination med det nya gränssnittet som gör det ännu enklare att dela innehåll. Nästa steg, som bolaget arbetar på nu, är att låta användare skapa innehåll på sidan för att sedan öka marknadsföring och parallellt växa viralt.

Intäktstillväxt, nästa tigger?!

Bolagets avser anpassa marknadsföringsinsatserna för att upprätthålla antalet webbesökare kring 200 000, vilket också är den nivå som antalet webbesökare legat på under februari till april (den senaste månaden som månatlig data redovisats för) 2021. Under samma period har dock antalet återvändande användare backat från 55 257 till 44 430. En trendvändning i antalet återvändande användare givet att antalet webbesökare ligger kvar kring 200 000 är en första trigger för aktievärdet som vi tror ligger närmast i tiden.

Reklam är den intäktsmodell där risken bedöms som lägst. Försäljning av spelvaluta är nästa steg som samtidigt kräver en mer utvecklad plattform.

I dag genereras intäkter från reklam, vilket är en vanligt förekommande intäktsmodell bland de mest populära freemium-spelen. Reklamintäkterna har hittills varit låga. Men med möjligheten att visa reklam på plattformen i videoformat tror vi fortfarande att dessa kommer växa under andra halvan av innevarande år (om än på låga nivåer). Fokus bör fortsatt ligga på användartillväxt men indikationer på ett intäktslyft kan också vara en andra trigger för aktievärdet. Utrullningen av spelvalutan Adventure BUX i större skala, förmodligen kring mitten på nästa år, kan samtidigt addera viktiga intäkter till bolaget.

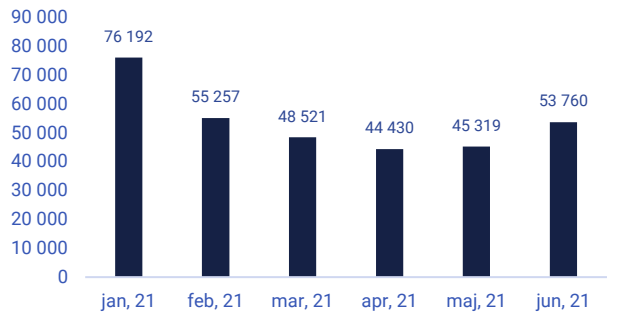
Prognoser

Möjlig exponentiell tillväxt

Den korta historiken medför att en begränsad mängd data finns tillgänglig och därför bygger våra intäktsprognoser på antaganden om avgörande parametrar som antal användare och marknadsbegrundade antaganden om genomsnittlig intäkt per användare. Osäkerheten i våra prognoser är mycket hög på grund av detta.

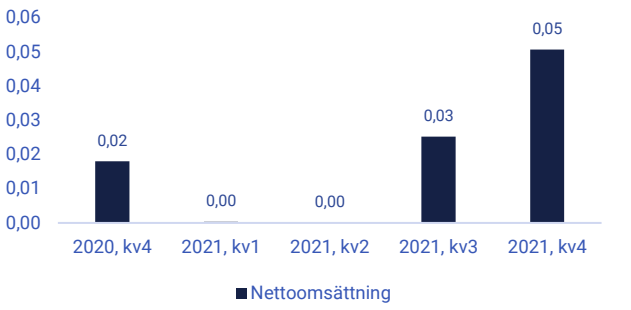
Vårt scenario bygger på att bolaget fortsätter fokusera på att bygga en bas av värdefulla användare under 2021. Fram till april i år har den faktiska utvecklingen i antalet återvändande användare inte stigit i den takt vi tidigare väntat oss. Dock, om än en nedjustering sedan senaste analysen, räknar vi med ett uppställ under juni. Se graf nedan till vänster. Som framgår i den högra grafen modellerar vi också med att nettoomsättningen så smått börjar tillta under innevarande års andra halva, då givet ett trendbrott i antalet återvändande användare. Om trenden i antal återvändande användare i stället fortsätter vara fallande finns en risk för att intäkter dröjer längre än vad vi modellerar med.

Antal återkommande användare (stycken)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nettoomsättning (MSEK), kvartalsbasis

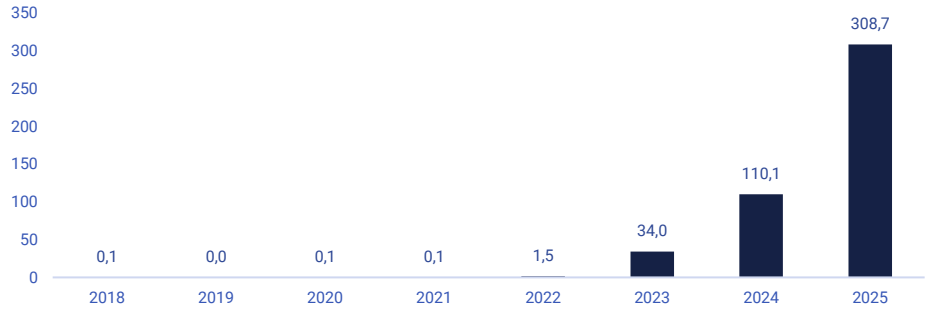


Källa: Bolagsinformation

Nedan visas våra prognoser för nettoomsättningen på helårsbasis under den prognostiserade perioden 2021-2025. Denna är aningen nedjusterad sedan senaste uppdateringen på grund av samma anledning som ovan. I vårt antagna scenario har dock basen av återvändande användare växt sig tillräckligt stor under 2022 så att visning av reklam kan intensifieras samtidigt som intresset för betalt innehåll och abonnemang ökat. Detta får effekt först under 2023 då intäkterna kommer upp i betydande nivåer. Fram till 2025 modellerar vi med att antalet aktiva användare stiger till nivåer runt 20 miljoner och genomsnittlig intäkt på fyra kronor under årets sista månad. Roblox har en ARPU på 0,42 USD/månad. Den relativt snabba tillväxten i ARPU motiveras av att bolaget har reklamintäkter, vilket Roblox saknar. Se graf nedan.

Vi modellerar med en exponentiell tillväxtkurva i linje med viral spridning.

Nettoomsättning, basscenario (MSEK)

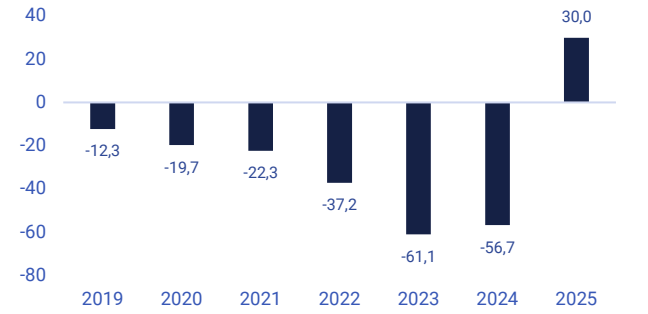


källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ökade marknadsföringskostnader och personalkostnader med tillväxt

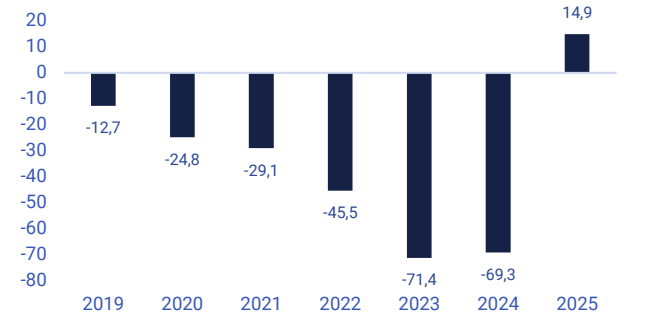
Nedan visas de antagna justerade EBITDA liksom EBIT-resultaten över den prognostiserade perioden, 2021-2025. Som framgår prognostiserar vi ett negativt justerat EBITDA-resultat om minus 22,3 miljoner kronor och ett justerat EBIT-resultat om minus 29,1 miljoner kronor för helåret 2021.

Just. EBITDA-resultat (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Just. EBIT-resultat (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Som framgår modellerar vi också med ett tilltagande negativt justerat EBITDA och EBIT-resultat fram till och med 2023. Det eftersom bolaget i vårt scenario utökar marknadsföringen och proaktivt bygger ut organisationen för att upprätthålla en snabb takt på vidareutveckling och anpassning av erbjudandet. 2025 gör bolaget i vårt scenario ett positivt justerat EBITDA-resultat om 30 miljoner kronor, motsvarande en marginal på 9,7 procent. EBIT-marginal justerat för aktiverat arbete samma år antas vara 4,8 procent.

Nedan visas utdrag från den historiska och prognostiserade resultaträkningen på års- och kvartalsbasis. Bolaget blir i det antagna scenariot lönsamt på sista raden under 2025. Givet bolagets ambition att bli världens största spel/spelplattform med runt 300 miljoner användare men också att organisationen arbetar för att komma dit kan bolaget sannolikt inte göra vinst innan dess.

Historisk och prognostiserad resultaträkning (MSEK), årsbasis

	2018/19*	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,1	1,5	34,0	110,1	308,7
Tillväxt	-79%	343%	-43%	1818%	2221%	224%	180%
Totala intäkter	2,8	4,4	6,3	8,1	41,1	117,7	316,8
Tillväxt	71%	58%	42%	29%	407%	186%	169%
EBITDA	-9,5	-15,4	-16,1	-30,6	-54,0	-49,1	38,1
Just. EBITDA	-12,3	-19,7	-22,3	-37,2	-61,1	-56,7	30,0
Just. EBITDA-marginal	-40843%	-14849%	-29229%	-2542%	-180%	-52%	10%
EBIT	-9,9	-20,5	-22,8	-38,8	-64,3	-61,7	23,1
Just. EBIT	-12,7	-24,8	-29,1	-45,5	-71,4	-69,3	14,9
Just. EBIT-marginal	-42277%	-18677%	-38052%	-3105%	-210%	-63%	5%
EBT	-10,1	-20,5	-23,0	-39,0	-64,4	-61,8	22,9
Just. EBT	-12,9	-24,8	-29,2	-45,7	-71,6	-69,5	14,8
Just. EBT-marginal	-43043%	-18655%	-38272%	-3117%	-210%	-63%	5%
Resultat efter skatt	-10,1	-20,5	-23,0	-39,0	-64,4	-61,8	22,9
Just. resultat efter skatt	-12,9	-24,8	-29,2	-45,7	-71,6	-69,5	14,8
Just. nettomarginal	-43043%	-18671%	-38272%	-3117%	-210%	-63%	5%
EPS kr	-1,96	-1,70	-1,53	-2,45	-3,68	-3,34	1,22
EPS (just.) (kr)	-2,50	-2,05	-1,94	-2,87	-4,09	-3,76	0,79

**16 månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser*

Historisk och prognostiserad resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv1, 2020	Kv2, 2020	Kv3, 2020	Kv4, 2020	Kv1, 2021	Kv2, 2021	Kv3, 2021	Kv4, 2021
Nettoomsättning	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Totala intäkter	0,7	1,3	1,3	1,1	1,5	1,5	1,6	1,6
EBIT	-5,1	-3,2	-4,1	-6,5	-5,8	-5,1	-5,5	-6,5
Just. EBIT	-5,8	-4,4	-5,4	-7,6	-7,4	-6,6	-7,0	-8,1
EBITDA	-3,8	-1,9	-2,9	-5,2	-4,1	-3,5	-3,8	-4,7
Just. EBITDA	-4,5	-3,1	-4,1	-6,3	-5,6	-5,1	-5,4	-6,3
EBT	-5,1	-3,2	-4,1	-6,5	-5,9	-5,1	-5,5	-6,5
Just. EBT	-5,8	-4,4	-5,3	-7,6	-7,4	-6,6	-7,1	-8,1
Resultat efter skatt	-5,1	-3,2	-4,1	-6,5	-5,9	-5,1	-5,5	-6,5
Just. resultat efter skatt	-5,8	-4,4	-5,3	-7,6	-7,4	-6,6	-7,1	-8,1

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde om 11,3 kronor i basscenariot

I en ansats att värdera Adventure Box har vi nuvärdesberäknat framtida förväntade kassaflöden i vår DCF-modell. Det förväntade kassaflödet under den prognostiserade perioden 2021-2025 har nuvärdesberäknats med en diskonteringsränta om 24,8 procent, inkluderat ett bolagsspecifikt risktillägg om 9,8 procent. Nuvärdet av det förväntade kassaflödet under denna period är negativt, minus 150 miljoner kronor.

För att beräkna evighetsvärdet/restvärdet har vi applicerat en ”exit-multipel om 3,3x, motsvarande ett viktat medianvärde för referensgruppens (Mobil- och PC-spel) för EV/Sales-multipeln. Restvärdet har sedan nuvärdesberäknats med en diskonteringsränta om 26,5 procent. Genom denna metod beräknas rörelsevärdet (EV) till cirka 185 miljoner kronor. Till rörelsevärdet har vi adderat en uppskattad nettokassa per den 31 december 2021 om cirka 28 miljoner kronor. Aktievärdet hänförligt till aktieägare i moderbolaget beräknas därmed till cirka 212 miljoner kronor.

Per utgången av det första kvartalet fanns cirka 15,1 miljoner utestående aktier. Efter antagna nyemissioner under den prognostiserade perioden ökar antalet utestående aktier efter tillkommande nya aktier till 18,8 miljoner stycken. Genom att dividera aktievärdet med antal utestående aktier efter antagna nyemissioner beräknas ett motiverat värde per aktie om 11,3 kronor (11,6) för de kommande sex månaderna.

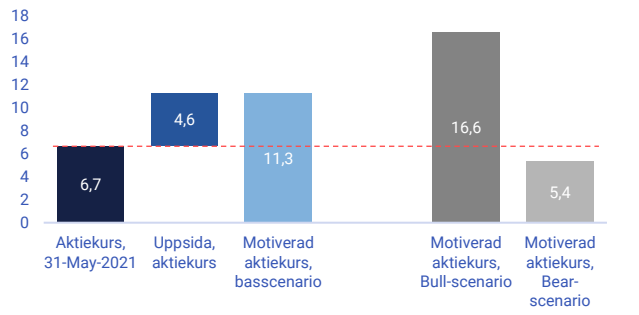
I vår DCF-modell beräknar vi ett motiverat värde om 11,3 kronor per aktie i ett basscenario. I ett Bull-scenario beräknas det motiverade värdet till 15,1 kronor och i Bear-scenariot till 4,9 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Sammanställning värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-163	Riskfri ränta, prognostiserad period	0,3%	CAGR, 2020-2025	371,1%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	348	Marknadsriskpremie	7,7%	Just. EBITDA-marginal, 2025	9,7%
Rörelsevärde (EV)	**185**	Småbolagspremie	4,6%	Just. EBIT-marginal, 2025	4,8%
		Beta	1,2x	Exit Sales-multipel (TV)	3,3x
Kassa	31	**Avkastningskrav, EK**	**15,1%**	Skattesats	20,6%
Räntebärande skult	-3			Bolagsspec. tillägg	65% av Re
Aktievärde	**212**	Skattejust. Kreditränta	5,5%	Disk.ränta TV	26,5%
		Belåningsgrad	0,0%		
Befintligt antal aktier	15,1			Implicita värderingsmult.	
Nya akter efter emissioner	3,8	WACC	15,1%	EV/sales, 2021P	2422,5x
Antalet aktier	18,8	Bolagsspec. tillgägg	9,8%	EV/EBITDA, 2021P	n.m.
				P/S, 2021P	2781,4x
Värde per aktie, basscenario	**11,3**	**Disk.ränta**	**24,8%**	P/E, 2021P	n.m.

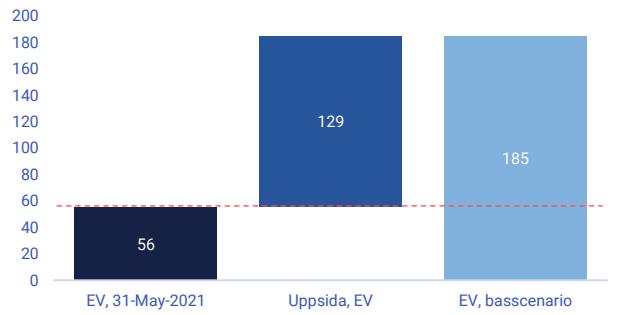
Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie, basscenario (kr)



Källa: Carlsquare

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare

Vår värdering i basscenariot motsvarar en implicit EV/Sales-multipel om 6,2x prognostiserad försäljning 2023 och 1,9x förväntad försäljning 2024. Mogna mobilspels-företag handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljning 2021 om 3,1x. Mogna dataspelsföretag handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipel på prognostiserad försäljningen 2021 om 7,6x.

Bull och Bear

För att landa i ett motiverat värde i ett Bull-scenario har vi justerat upp CAGR för att landa på en omsättning under 2025 på 343 miljoner kronor (309 miljoner kronor i basscenariot).

Vi applicerar också en högre en exit-multipel om 4,0x (3,3x i basscenariot) på den antagna försäljningen 2025. I detta scenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 16,6 kronor.

I Bear-scenariot har vi justerat ned CAGR för att landa på en omsättning under 2025 på 198 miljoner kronor (309 miljoner kronor i basscenariot). Vi applicerar också en lägre exit-multipel om 3,0x (3,3x i basscenariot) på den antagna försäljningen 2025. I detta scenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 5,4 kronor.

Stor potential om bolaget lyckas

Nedan visas en matris med exit-multipel på x-axeln och nettoomsättning 2025 på y-axeln. Denna avser illustrerar potentialen men också risken än tydligare än vårt Bull- respektive Bear-scenario.

I det mest offensiva scenariot omsätter bolaget 511 miljoner kronor under 2025 – ett inte helt orimligt utfall givet att det mesta faller ut väl. Applicerar vi en exit-multipel på 5,0x, vilket också kan motiveras av den starka tillväxten, beräknas ett motiverat värde på 33,3 kronor per aktie. Dock är bolaget som tidigare nämnts i tidig fas och behöver bevisa sin affärsmodell. I det mest försiktiga scenariot faller aktievärdet till 3,4 kronor.

Scenarioanalys, olika exit-multiplar och justerad EBIT-marginal (kr)

	2,6x	3,0x	3,3x	4,0x	5,0x
511	13,2	16,1	19,0	24,5	33,3
343	8,4	10,5	12,6	16,6	23,0
309	7,4	9,3	11,3	14,9	20,8
198	4,0	5,4	6,7	9,2	13,2
176	3,4	4,6	5,8	8,0	11,6

Källa: Carlsquare prognoser

Samtliga våra scenarion är avhängiga av att bolaget kan erhålla den finansiering som krävs för att expandera verksamheten.

Risker

Även om teknik och erbjudande kan anses validerade är bolaget fortfarande i ett tidigt skede.

Som tidigare nämnts befinner sig bolaget i tidig kommersialiseringsfas. Plattformens mottagande har hittills varit bra, vilket påvisas av tillväxtkurvan i antalet webbesökare och återkommande besökare. Dock behöver bolaget expandera basen av användare till mycket högre nivåer för att kunna generera betydande intäkter och tjäna pengar. Att bolaget lyckas komma upp i det användarantal som krävs är inte givet. De kommande 12 månaderna kommer ge vidare signaler på om bolaget kan konvertera sina användare till betalande användare. Utfall kan bli både bättre och sämre än det scenario vi modellerar för.

Reklaminnehåll styrs i dag av en extern part. Det innebär att bolaget inte kontrollerar vilken typ av reklam som visas på hemsidan. Vidare behöver bolaget ha processer och funktioner för att säkerställa barns och ungdomars säkerhet på plattformen. Badwill påverkar bolaget negativt.

Det är också vår bedömning att bolaget kommer att behöva vidareutveckla plattformen och implementera ny funktionalitet. Förseningar är vanligt förekommande i branschen. Samma sak gäller nya intäktsmodeller som betalt innehåll och abonnemang.

Bolaget har en strategi som möjliggör en låg anskaffningskostnad via kanaler med CPC-modeller. Plattformens egenskaper underlättar också för användare att skapa och dela sina spel i sina respektive nätverk. Det bör således hålla den genomsnittliga anskaffningskostnaden nere även över tid. Samtidigt kan marknadsföringen behöva intensifieras för att bibehålla tillväxttakten och öka antalet värdefulla användare om inte den virala spridningen tar fart.

Bolagets plattform strömmas i webbläsaren på mobila enheter liksom på PC. Det har både fördelar och nackdelar. Bolaget kan behöva utveckla en app för vissa marknader. Det adderar ytterligare utvecklingstid och reducerar marginalen då bolaget behöver dela med sig till distributör (Apple Store eller Google Play).

För att agera i linje med sina ambitioner behöver bolaget utöka organisationen markant. Per den 31 december 2021 uppskattar vi att bolaget kommer ha cirka 31 miljoner kronor i likvida medel. Fler nyemissioner blir aktuellt i våra scenarion för att finansiera tillväxtplanerna. Framtida kapitalbehov är inte garanterade.

Bolaget ser ett behov av att utöka personalstyrkan. Att hitta rätt kompetens är inte alltid lätt och kan ta tid. Vidare gäller det att kunna behålla nyckelpersonal.

Referensgrupp - mobilspel

Nedan visas tidigare nämnda företag som fokuserar på utveckling och publicering av mobilspel.

Mogna mobilspelsutvecklare/publicister (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, 2021P	EV/EBITDA, 2021P
Com2uS Corp	KR	12 430	1,7x	6,9x
G5 Entertainment AB (publ)	SE	4 777	3,1x	10,7x
Rovio Entertainment Oyj	FI	5 633	1,2x	7,5x
Stillfront Group AB (publ)	SE	31 487	5,2x	14,0x
Zynga Inc	US	97 998	3,3x	14,5x
MAG Interactive AB (publ)	SE	1 085	NaN	NaN
Median		**9 031**	**3,1x**	**10,7x**
Average		**25 568**	**2,9x**	**10,7x**
Max		**97 998**	**5,2x**	**14,5x**
Min		**1 085**	**1,2x**	**6,9x**

Källa: Refinitiv Eikon

Referensgrupp – PC-spel

Nedan visas tidigare nämnda företag som fokuserar på utveckling och publicering av PC-spel.

Mogna PC-spelsutvecklare/publicister (MSEK)

Bolag	Land	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, 2021P	EV/EBITDA, 2021P
Activision Blizzard Inc	US	627 445	7,6x	17,2x
Electronic Arts Inc	US	339 653	5,6x	16,8x
Take-Two Interactive Software Inc	US	178 200	5,3x	23,9x
Ubisoft Entertainment SA	FR	74 881	3,2x	8,5x
CD Projekt SA	PL	40 599	11,0x	19,6x
Embracer Group AB	SE	113 922	6,3x	13,7x
Paradox Interactive AB (publ)	SE	19 068	11,0x	18,0x
Frontier Developments PLC	GB	11 923	11,7x	29,0x
Remedy Entertainment Oyj	FI	6 266	10,3x	29,6x
Median		**74 881**	**7,6x**	**18,0x**
Average		**156 884**	**8,0x**	**19,6x**
Max		**627 445**	**11,7x**	**29,6x**
Min		**6 266**	**3,2x**	**8,5x**

Källa: Refinitiv Eikon

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,1	0,0	0,1	0,1	1,5	34,0	110,1	308,7
Aktiverat arbete	1,4	2,4	3,9	5,0	5,4	5,8	6,3	6,8
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,4	0,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Totala intäkter	**1,6**	**2,8**	**4,4**	**6,3**	**8,1**	**41,1**	**117,7**	**316,8**
Övriga extera kostnader	-0,4	-5,1	-9,4	-10,5	-22,4	-53,5	-86,0	-104,3
Personalkostnader	-2,0	-7,2	-10,5	-11,9	-16,3	-41,5	-80,9	-174,4
Av- och nedskrivningar	0,0	-0,4	-5,1	-6,7	-8,3	-10,3	-12,6	-15,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**-0,7**	**-9,9**	**-20,5**	**-22,8**	**-38,8**	**-64,3**	**-61,7**	**23,1**
Just. EBIT	-2,2	-12,7	-24,8	-29,1	-45,5	-71,4	-69,3	14,9
EBITDA	**-0,7**	**-9,5**	**-15,4**	**-16,1**	**-30,6**	**-54,0**	**-49,1**	**38,1**
Just. EBITDA	-2,2	-12,3	-19,7	-22,3	-37,2	-61,1	-56,7	30,0
Finansnetto	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
EBT	**-0,8**	**-10,1**	**-20,5**	**-23,0**	**-39,0**	**-64,4**	**-61,8**	**22,9**
Just. EBT	-2,3	-12,9	-24,8	-29,2	-45,7	-71,6	-69,5	14,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat efter skatt	**-0,8**	**-10,1**	**-20,5**	**-23,0**	**-39,0**	**-64,4**	**-61,8**	**22,9**
Just. resultat efter skatt	-2,3	-12,9	-24,8	-29,2	-45,7	-71,6	-69,5	14,8
Hänförligt till moderbolaget	-0,8	-10,1	-20,5	-23,0	-39,0	-64,4	-61,8	22,9
Hänförligt till intressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tillväxt	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	33%	-79%	343%	-43%	1818%	2221%	224%	180%
Totala intäkter	-10%	71%	58%	42%	29%	407%	186%	169%
EBITDA	9%	-1231%	-63%	-4%	-90%	-76%	9%	178%
Just. EBITDA	11%	-453%	-61%	-13%	-67%	-64%	7%	153%
EBIT	9%	-1287%	-107%	-11%	-70%	-65%	4%	137%
Just. EBIT	11%	-472%	-96%	-17%	-57%	-57%	3%	122%
EBT	4%	-1246%	-102%	-12%	-70%	-65%	4%	137%
Just. EBT	10%	-472%	-92%	-18%	-56%	-57%	3%	121%
Resultat efter skatt	4%	-1246%	-102%	-12%	-70%	-65%	4%	137%
Just. resultat efter skatt	10%	-472%	-92%	-18%	-56%	-57%	3%	121%

Marginaler	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
EBITDA-marginal	-43%	-338%	-347%	-256%	-377%	-131%	-42%	12%
Just. EBITDA-marginal	-1587%	-40843%	-14849%	-29229%	-2542%	-180%	-52%	10%
EBIT-marginal	-43%	-353%	-462%	-363%	-478%	-156%	-52%	7%
Just. EBIT-marginal	-1588%	-42277%	-18677%	-38052%	-3105%	-210%	-63%	5%
EBT-marginal	-46%	-361%	-461%	-366%	-481%	-157%	-53%	7%
Just. EBT-marginal	-1616%	-43043%	-18655%	-38272%	-3117%	-210%	-63%	5%
Vinstmarginal	-46%	-361%	-462%	-366%	-481%	-157%	-53%	7%
Just. Vinstmarginal	-1616%	-43043%	-18671%	-38272%	-3117%	-210%	-63%	5%

Källa: Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Anläggningstillgångar								
Immateriella anläggningstillgångar	19,0	25,0	27,6	30,3	31,7	31,9	30,8	28,2
Materiella anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,6
Summa anläggningstillgångar	19,1	25,0	27,7	30,3	31,8	32,2	31,1	28,8
Omsättningstillgångar								
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar & andra fordringar	0,1	0,8	1,0	0,1	1,3	13,8	36,2	145,0
Kassa och bank	0,2	10,7	57,5	30,6	13,8	14,5	31,2	5,5
Summa omsättningstillgångar	0,3	11,5	58,5	30,7	15,2	28,2	67,3	150,4
Summa tillgångar	**19,5**	**36,4**	**86,2**	**61,1**	**47,0**	**60,4**	**98,4**	**179,2**
Eget kapital								
Aktiekapital	0,1	0,9	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9	1,9
Övrigt eget kapital	8,9	15,0	19,7	22,2	22,2	22,2	22,2	22,2
Övrigt tillskjutet kapital	18,8	43,9	108,8	108,8	135,7	210,3	302,8	324,8
Balanserat resultat	-11,5	-27,7	-52,9	-78,5	-117,5	-181,9	-243,8	-220,9
Eget kapital hänf. till moderbol	16,3	32,1	77,1	54,1	42,1	52,4	83,1	128,0
Långfristiga skulder								
Långfristiga skulder	1,9	0,7	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Summa långfristiga skulder	1,9	0,7	3,2	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Kortfristiga skulder								
Kortfristiga skulder	1,3	3,7	5,9	3,6	1,5	4,5	11,9	47,8
Summa kortfristiga skulder	1,3	3,7	5,9	3,6	1,5	4,5	11,9	47,8
Summa skulder	3,2	4,4	9,1	7,0	4,9	8,0	15,3	51,2
Summa eget kapital och skulder	**19,5**	**36,4**	**86,2**	**61,1**	**47,0**	**60,4**	**98,4**	**179,2**

Akivitet	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Omsättningstillgångar (exkl. Kassa)	-0,9	7,7	52,6	27,2	13,7	23,7	55,4	102,6
Rörelsekapital, rörelsen	-1,2	-3,0	-4,9	-3,4	-0,1	9,2	24,2	97,2
Rörelsekap./Nettoomsättn.	-676%	25813%	39545%	35570%	936%	70%	50%	33%

Likviditet	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Current ratio	0,0	3,1	9,9	8,6	10,3	6,2	5,6	3,1
Quick ratio	0,3	3,1	9,9	8,6	10,3	6,2	5,6	3,1
Cash ratio	0,2	2,9	9,7	8,6	9,4	3,2	2,6	0,1

Soliditet	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-1,7	10,1	54,3	27,2	10,4	11,1	27,8	2,0
Nettoskuld/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-0,1x
Nettoskuld/just. EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-0,1x
Nettoskuld/EK	10%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Skuld/EK	20%	14%	12%	13%	12%	15%	18%	40%
Soliditet	84%	88%	89%	89%	90%	87%	84%	71%

Lönsamhetsmått	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
ROA	-4%	-27%	-24%	-37%	-83%	-106%	-63%	13%
ROE	-5%	-32%	-27%	-43%	-93%	-123%	-74%	18%
ROIC	-4%	-38%	-72%	-75%	-117%	-140%	-92%	13%

Källa: Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Den löpande verksamheten								
Periodens resultat	-0,7	-9,9	-18,9	-23,0	-39,0	-64,4	-61,8	22,9
Av- och nedskrivningar	0,0	0,4	5,1	6,7	8,3	10,3	12,6	15,0
Övriga ej kassaflödespåverkande poster	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fördring rörelsekapital								
Delta Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Delta rörelsefordringar	0,0	-0,7	-0,6	0,9	-1,2	-12,4	-22,4	-108,8
Delta rörelseskulder	0,2	2,5	2,6	-2,4	-2,1	3,1	7,4	35,9
KF från löp. verk., inkl. delta rör.kap.	**-0,5**	**-7,9**	**-11,9**	**-17,7**	**-34,0**	**-63,5**	**-64,3**	**-35,0**
Investeringsverksamheten								
Investeringar i imm. anläggningstillg.	-4,1	-6,3	-9,4	-8,8	-9,7	-10,5	-11,3	-12,3
Investeringar i mat. anläggningstillg.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,5
Andra investeringar	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från invest.verksam.	**-4,2**	**-6,3**	**-9,4**	**-8,9**	**-9,7**	**-10,7**	**-11,5**	**-12,7**
Finansieringsverksamheten								
Nyemission, nettolikvid	5,4	25,9	65,7	0,0	27,0	74,8	92,5	22,0
Nettoförändring lån & krediter	-0,5	-1,3	2,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Övrig finanseringsversamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från fin.sverksam.	**4,9**	**24,6**	**68,1**	**0,2**	**27,0**	**74,8**	**92,5**	**22,0**
Periodens kassaflöde	**0,2**	**10,5**	**46,8**	**-26,4**	**-16,7**	**0,6**	**16,7**	**-25,7**
Likvida medel, periodens börj.	0,0	0,2	10,7	57,5	30,6	13,8	14,5	31,2
Likvida medel, periodens slut	0,2	10,7	57,5	31,1	13,8	14,5	31,2	5,5

Nyckeltal	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Utdelning per aktie (kr)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: 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 Richard Ramanius äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.