

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

SAFE LANE GAMING

Starkare kvartal ligger i korten

2022-09-01

Analytiker: Christoffer Jennel

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Safe Lane Gaming ("SLG" eller "Bolaget") är ett förvärvsintensivt bolag inom spelindustrin, vilka förvärvar, utvecklar och förvaltar spel. Koncernen består av moderbolaget Safe Lane Gaming AB (publ) med de helägda dotterbolagen Battlecamp AB, samt Raketspel Interaktiva Produktioner AB. Bolaget äger även enskilda spel såsom Death Dungeon, Idle War Camp och Fan of Guns under det egna varumärket Vanguard Gaming Studio. För att hålla en god företagsstruktur har Bolaget, under moderbolaget, valt att hålla koncernen uppbyggd genom fyra strategiska vertikaler: Battlecamp AB, Raketspel Interaktiva Produkter AB, Vanguard Gaming Studio och SLG Operations.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-22	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-13
Marknadsanalys	14-16
Finansiell prognos	17-23
K3-regelverket	24
Värdering	25-27
Bull & Bear	28
Ledning & styrelse	29-30
Appendix	31-32
Disclaimer	33

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

En viktig värde drivare för SLG framgent är Raketspel och dess förmåga att fortsätta utveckla nya framgångsrika spel, varför det blir viktigt för investerare att beakta hur lanserade spel utvecklas. Att SLG fortsätter genomföra attraktiva förvärv är en värde drivande option, och med flertalet världsledande publicister som samarbetspartners, medförs stor potential i distribueringen av dels befintliga speltillgångar, dels nyttillkomna. Ytterligare samarbetsavtal med publicister, som öppnar upp nya marknader, förväntas accelerera den organiska tillväxten ytterligare.

HISTORISK LÖNSAMHET

5 av 10

SLG uppvisar fram till dags dato negativt nettoresultat, vilket delvis förklaras av Bolagets tillämpade redovisningsprincip (K3), vilket medför, givet flertalet genomförda rörelseförvärv, höga avskrivningar, vilka ej är kassaflödespåverkande, då goodwill behövs skrivas av på minst fem år. Nettoresultatet hämmas därtill av höga räntekostnader, givet SLG:s höga skuldsättning, vilken dock reducerades avsevärt under Q1-22, men är alltså fortsatt hög. SLG är lönsamma på EBITDA-nivå, och uppvisade under Q2-22 en EBITDA-marginal om 31,6 %. Betyget är baserat på historik och är ej framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

6 av 10

Per Ekstig och Oskar Andersson grundade Raketspel 1999 och besitter en lång och gedigen erfarenhet inom branschen. Övriga i ledning och styrelse har även de relevant och bred kompetens inom bl.a. spel- och affärsutveckling, marknads-föring och försäljning. Styrelseordförande Fredrik Petersson har över tjugo års erfarenhet av ledande befattningar i tillväxtbolag och VD Arvid Klingström bedöms inneha värdefullt erfarenhet genom tidigare roller på spelbolagen Paradox Interactive och King. Insiderägandet är relativt högt, och uppgår till ca 14 %.

RISKPROFIL

8 av 10

Vid utgången av Q2-22 uppgick kassan till 8,5 MSEK samtidigt som Bolagets räntebärande skulder uppgick till ca 137 MSEK. Skuldsättningen är dock fortsatt hög vilket ställer höga krav på SLG:s förmåga att generera kassaflöde. Raketspel har historiskt uppvisat starka kassaflöden givet en hög underliggande lönsamhet och stark omsättningstillväxt. Frånvaron av nya spelsläpp under H1-22 har medfört en vikande försäljning, tillika lönsamhet, sedan rekordkvartalet i Q4-21, vilket har belastat kassaflödet under H1-22. Trender inom genrerna *Casual* och *Hyper-Casual* (vilka Raketspel verkar inom) är snabbväxande och om SLG inte lyckas lansera nya framgångsrika spel kan kassaflödet fortsätta att påverkas negativt. Vidare är SLG beroende av att kunna bibehålla viktiga nyckelpersoner inom koncernen för att inte tappa momentum avseende Bolagets tillväxt och innovationsförmåga.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summeras till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.



Frånvaron av nya spellanseringar under H1-22 har resulterat i en successivt minskad omsättning sedan rekordkvartalet i Q4-21, vilket har medfört en stor effekt på EBITDA-resultatet. SLG har dock fått flertalet operativa pusselbitar på plats och en högre utvecklings-takt väntas kommande kvartal givet stärkt human-kapital, vilket Analyst Group estimerar resulterar i ett nytt spelsläpp under H2-22, och således understödja en starkare såväl tillväxt som lönsamhet. För år 2022 estimeras ett justerat EBITDA-resultat om 27,8 MSEK år 2022 och med en tillämpad forward EV/EBITDA-multipel om 6,6x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 0,027 kr i Base scenario.

Omsättningen i Q2 kom in under förväntan...

SLG uppvisade under Q2-22 en nettoomsättning om 11,6 MSEK, motsvarande en negativ tillväxt om 2,6 % Y-Y och -19,7 % Q-Q, vilket var lägre än estimerat. Analyst Group hade tagit höjd för att en ny spel-lansering skulle ske under H1-22, vilket förväntades bidra starkt till omsättningen, men frånvaron av det har medfört till en sjunkande omsättning. Analyst Group bedömer att den sjunkande kvartalsomsättningen sedan rekordkvartalet Q4-21 i huvudsak är en effekt av att Raketspel har tappat användare i spelen efter fram-gångarna med Castle Raid! i slutet av år 2021. För att visa en omsättningstillväxt framöver är SLG beroende av att Raketspel släpper nya framgångsrika spel givet att spelen har en relativt kort livslängd, samtidigt som Raketspel utgör en majoritet av SLG:s intäkter. Utvecklingstakten av nya prototyper har under H1-22 fortlöpt enligt våra estimat och att SLG därtill har rekryterat en ny utvecklare talar för en ökad utvecklingstakt framöver. SLG:s mål att lansera 1-2 spel per år är dock fortsatt intakt och Analyst Group estimerar att Raketspel lanserar ett nytt spel under H2-22, vilket förväntas bidra starkt till omsättningen.

... vilket sätter sina spår i EBITDA-marginalen

EBITDA-resultatet uppgick till 3,7 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 31,6 %, vilket var, tillsammans med omsättningen, lägre än estimerat. Den sjunkande omsättningen har medfört en stor effekt på EBITDA-resultatet, givet en relativt fast kostnadsbas på rörelsenivå, tillsammans med en minskad bruttomarginal. Den sjunkande bruttomarginalen bedömer Analyst Group är en effekt av lägre intäkter från Raketspel, vilka är det dotterbolag med högst under-liggande lönsamhet. Givet utfallet i H1-22 har Analyst Group reviderat estimaten för åren 2022-2024.

Justerat värderingsintervall

I Q2-rapporten meddelade SLG att Bolagets målsättning om ett EBITDA i intervallet 40-50 MSEK för år 2022 dras tillbaka, vilket, tillsammans med att SLG även inte nådde Bolagets målsättning för EBITDA under H2-21, påverkar våra estimat samt förtroende till uttalad målsättning. Bolaget har däremot ett *track record* av att leverera framgångsrika spel, hög lönsamhet och starka kassaflöden, vilket medför att vår långsiktiga vy på Bolaget fortsatt är intakt, givet att SLG kan överbygga den, vad Analyst Group anser, utmanande finansiella ställningen. Givet en större nedrevidering i EBITDA-resultatet för år 2022, mindre ökning i nettoskuld och multipelkontraktion bland peers, har vi justerat värderingsintervallet.

AKTIEKURS | 0,020 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, 2022 ÅRS PROGNO

BEAR	BASE	BULL
0,007 kr	0,027 kr	0,043 kr

SAFE LANE GAMING					
Senast betalt (2022-08-31)					0,020
Antal Aktier (st.)					2 684 954 931
Market Cap (MSEK)					53,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)					128,3
Enterprise Value (MSEK)					182,0
V.52 prisintervall (SEK)					0,198-0,016
Lista					Nordic SME
UTVECKLING					
1 månad					-20,8 %
3 månader					-48,7 %
1 år					-89,4 %
YTD					-84,4 %
HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2022-06-28					
Iron Branch Invest AB					43,6 %
Per Ekstig					10,0 %
Nordnet Pensionsförsäkring					6,3 %
Modelio Equity					3,9 %
Johan Henkow					3,8 %
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör					Arvid Klingström
Styrelseordförande					Björn Mannerqvist
FINANSIELL KALENDER					
Kvartalsrapport 3 2022					2022-11-17
Prognos (Base), MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	29,2	55,7	56,7	69,1	77,4
Omsättningstillväxt	n.a.	90,9%	1,9%	21,8%	11,9%
Bruttoresultat	29,2	46,5	38,4	50,7	58,3
Bruttomarginal	99,9%	62,7%	67,6%	73,3%	75,4%
EBITDA	13,6	33,2	26,9 ¹	39,6	46,8
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	47,4%	57,2%	60,5%
P/S	1,7	0,9	0,9	0,7	0,7
EV/S	6,1	3,2	3,2	2,6	2,3
EV/EBITDA	17,0	5,4	6,4	4,5	3,8

¹ Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK i Q2-22 uppgår det estimerade justerade EBITDA-resultatet till 27,8 MSEK år 2022.

KOMMENTAR Q2-22

**11,6 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
I Q2-22**

**POSITIONERADE
FÖR ATT ÖKA
UTVECKLINGS-
TAKTEN**

Nettoomsättning under våra förväntningar

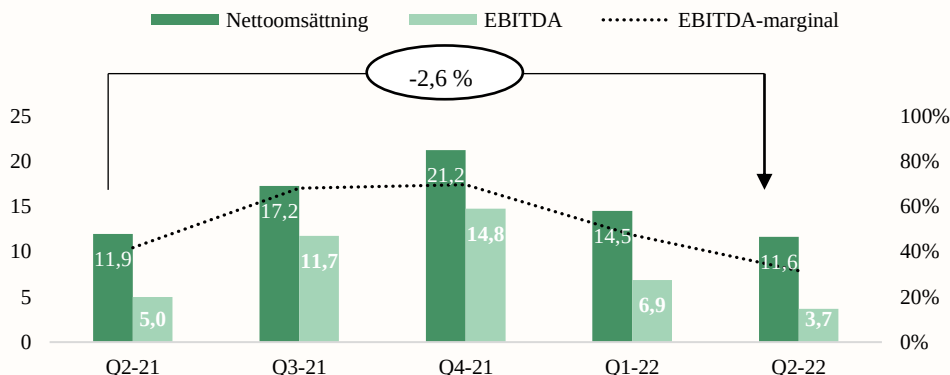
Under Q2-22 uppgick nettoomsättningen till 11,6 MSEK (11,9), motsvarande en minskning om -2,6 % Y-Y och -19,7 % Q-Q. Utfallet är lägre än våra förväntningar, sett till våra helårsestimat, och som vi skrev i anslutning till Q1-rapporten 2022 är det av vikt att Raketspel, vilka står för merparten av SLG:s intäkter, lyckas lansera nya spel som kan bidra till omsättningen, vilket ännu inte har skett nu när vi närmar oss slutet av augusti. I rapporten kan vi utläsa att flertalet prototyper har varit igång under H1-22 men att resultaten inte har varit tillräckligt tillfredsställande för att leda till en global lansering. Även om utvecklingstakten är i linje med vår förväntansbild, där Raketspel har haft ca 10 prototyper under utveckling i H1-22, hade vi tagit höjd för att SLG skulle ha lanserat ett spel under H1-22 vilket skulle ha bidragit starkt till omsättningen. Däremot är SLG:s uttalade mål att lansera 1–2 nya spel per år vilket ännu är intakt, men Analyst Group bedömer givet utfallet under H1-22 att SLG får det svårt att infria våra omsättningsestimater för helåret 2022 om 71,5 MSEK, varför vi kommer att revidera detta.

Vidare har SLG under det andra kvartalet positionerat sig för att accelerera utvecklingstakten genom rekryteringen av en ny utvecklare i syfte att öka antalet prototyper och lanserade spel framöver. Samtidigt har Battle Camp släppt en större speluppdatering med en ny bana och tio nya levels som väntas öka engagemanget i spelet utöver de viktiga vecko- och säsongsevenen som kontinuerligt anordnas. Därtill har SLG utsett Arvid Klingström, tidigare CCO, till ny VD för Bolaget som besitter, enligt Analyst Group, värdefull erfarenhet genom tidigare roller på spelbolagen Paradox Interactive och King, vilket bedöms kunna ge god effekt på SLG:s framtida tillväxt. Sammantaget finns det triggers för att omsättningen kan stärkas från rådande nivåer kommande kvartal.

Frånvaron av nya spellanseringar och minskad aktivitet på befintliga spel, primärt från Raketspel enligt Analyst Groups bedömning, har medfört en vikande omsättning sedan Q4-21.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q2-21-Q2-22

MSEK



Källa: SLG

Ökad kostnadsbas och vikande försäljning försvagade EBITDA-resultatet

Medan omsättningen minskade med -19,7 % Q-Q, ökade samtidigt SLG:s totala rörelsekostnader med 49,3 %, där övriga externa kostnader under kvartalet belastades med engångskostnader om 0,9 MSEK relaterat till omstruktureringar och framtida satsningar, såsom nyrekrytering, varför ökningen vid exkludering av dessa uppgick till 11 %. Justerat för engångskostnaderna är utvecklingen i linje med våra kostnadsestimat, då vi tagit höjd för ökade personalkostnader under året samt övriga operationella kostnader i takt med att SLG växer och lägger grund för en stark framtida tillväxt.

KOMMENTAR Q2-22, FORTS.

39,5 %
JUSTERAD
EBITDA-
MARGINAL

DRAR
TILLBAKA
EBITDA-
GUIDANCE
FÖR ÅR 2022

FÖRBÄTTRAD
KONTROLL
PÅ LÅNE-
STRUKTUREN

Däremot medförde utvecklingen, när omsättningen parallellt sjönk Q-Q, att EBITDA-resultat föll till 3,7 MSEK under Q2-22, en minskning med 46,5 % Q-Q och -26,3 % Y-Y, motsvarande en EBITDA-marginal om 31,9 % (41,7 %). Det justerade EBITDA-resultatet uppgick till 4,6 MSEK, motsvarande en marginal om 39,5 %. En sjunkande bruttomarginal, vilken uppgick till 61,9 % i Q2-22 (64,3 % i Q1-22 och 77,3 % i Q4-21), är även en ytterligare förklaring bakom det försvagade EBITDA-resultatet, vilket av Analyst Groups bedömning kan härledas till ett fortsatt omsättningstapp från Raketspel, vilka bidrar starkast till lönsamheten för SLG-koncernen. Givet att SLG har en relativt fast kostnadsbas på rörelsenivå medför mindre fluktueringar i försäljningen en stor effekt på rörelseresultatet, vilket blir tydligt under ett kvartal som detta.

För att lönsamheten ska kunna stärkas framöver behöver omsättningen göra det likaså, vilket då parallellt kräver att SLG i synnerhet lyckas lansera ett nytt framgångsrikt spel från Raketspel och givet befintliga prototyper, i kombination med rekryteringen av en ny utvecklare för att accelerera utvecklingstakten, bedömer Analyst Group förutsättningarna att lyckas med detta som goda kommande kvartal. Vidare har SLG genom att flytta hem utvecklingen av Battle Camp från Korea till Sverige möjliggjort kostnadsbesparingar, vilket väntas få en positiv effekt på EBITDA-resultatet framgent. Med hänsyn till redovisat EBITDA-resultat för H1-22, i kombination med att SLG har slopat tidigare given prognos om ett EBITDA om 40–50 MSEK för helåret 2022 kommer vi att se över våra EBITDA-estimat för prognosperioden 2022–2024.

Försvagad kassa, men den kortsiktiga lånestrukturen har förbättrats

Vid utgången av Q2-22 uppgick kassan till 8,5 MSEK, motsvarande en minskning om ca 7,2 MSEK jämfört med Q1-22. En fortsatt trög försäljningsutveckling, ökade kostnader relaterat till operationella satsningar och en mindre återbetalning på kortfristiga lån är alla förklarande faktorer till den minskade kassan. SLG har riktat ett stort fokus på att förbättra balansräkningen under H1-22 och som nämnt i tidigare rapportkommentar var upptagandet av en långfristig kreditfacilitet om 60 MSEK ett led i att lösa kortfristiga kreditfaciliteter, vilket således ger SLG en förbättrad kontroll beträffande lånestrukturen, vilka åter kan lägga fokus på tillväxt och kassaflöden framgent. SLG har en historik av att generera starka kassaflöden från den operativa verksamheten, vilket den höga EBITDA-marginalen möjliggör, men där den höga skuldsättningen har hållit tillbaka kassaflödet något. Med större kostnader nu tagna och att SLG kan öka fokuset på den operativa verksamhet och tillväxt, bedömer Analyst Group att förutsättningarna är goda att SLG kan återgå till att generera organiskt kassaflöde, vilka sedan kan återinvesteras i rörelsen för att säkerställa fortsatt starkt tillväxt, tillika lönsamhet, men även för att successivt minska Bolagets, för närvarande, höga skuldsättning.

Sammanfattningsvis kan vi efter att H1-22 nu är presenterad konstatera att SLG har utvecklats sämre än våra estimat avseende *top line* och EBITDA, samtidigt är vi medvetna om branschens karaktärsdrag där livslängden på spel inom *Casual* och *Hyper Casual* i regel är kort, varför nya spellanseringar behövs för att starka omsättningen framöver och där ett lyckat spelsläpp kan få en väsentlig påverkan på de finansiella räkenskaperna. Vi ser därför positivt på att SLG har investerat i personalstyrkan för att accelerera utvecklingstakten, vilket möjliggör fler spellanseringar på årsbasis.

Q2-22 at a
glance



-2,6 %
Organisk tillväxt



39,5 %
Justerad EBITDA-marginal



8,5 MSEK
Kassa Q2-22

INVESTERINGSIDÉ

Verksamma inom en av de mest snabbväxande marknaderna i världen

Pandemin gav stark medvind till spelindustrin under år 2020, där Covid-19 relaterade *lockdowns* medförde ett kraftigt växande intresse för spel inom alla regioner och plattformar, i spåren av stanna hemma-trenden. Under år 2020 uppgick den globala mobilspelsmarknaden till ca 87 mdUSD, motsvarande en tillväxt om 27,4 % jämfört med 2019, vilket således är högre än den globala spelindustrin, som växte med 23,1 % under samma period. Medan spelindustrin i sin helhet uppvisade en negativ tillväxt om 1,1 % för 2021, med bakgrund till bl.a. komponentbrist och förseningar i spelutveckling, växte mobilspelsmarknaden under 2021 med en tillväxt om 4,4 %, givet bl.a. lägre komplexitet relaterat till spelutvecklingen och ökad smartphone-penetration. Mobilspelsmarknaden har sedan 2018 utgjort störst andel av spelindustrin i takt med marknadens höga tillväxt jämfört med hela spelindustrin, och utgjorde under år 2021 för 52 % av hela industrin och värderas till 90,6 mdUSD.

En tydlig Buy and Hold-strategi som ska bredda spelportföljen och accelerera tillväxten

SLG har en uttalad förvärvsstrategi, vari Bolaget ämnar förvärva bolag eller speltillgångar i syfte att förädla och förvalta dessa för att dels öka livslängden på spelen, dels öka intjäningen och vinstmarginalerna, för att driva uthållig organisk tillväxt. Målet är att upprätthålla en diversifierad spelportfölj för att vara resistent mot eventuella ändringar i trender och regelverk, varför SLG idag har spel inom flertalet genrer, och väntas under kommande 3-5 åren genomföra upp till 20 strategiska förvärv av mogna speltillgångar. SLG har inte för avsikt att utveckla nya spel från grunden, utan förvärva beprövade spelbolag-/tillgångar, vilket minskar den operativa risken då utveckling av spel kännetecknas av högre risk. Sedan det omvända förvärvet av Battle Camp under Q4-20 har SLG genomfört ett ytterligare bolagsförvärv samt tre förvärv av speltillgångar, där förvärvet av Raketspel i Q2-21 är något av en *Game Changer*. Med Raketspel har SLG förvärvat ett erfaret och kompetent team, som har samarbeten med de världsledande publicisterna Voodoo, Carry1st och Azerion, vilket medför synergier inom koncernen, genom bl.a. *know how* och distribution av spel. Som ett led i finansieringen av Raketspel gavs nyckelpersonerna bakom teamet stort aktieinnehav, vilket ger starka incitament att leverera nya succéspel, tillika aktieägarvärde, framgent.

Skalbarheten i affärsmodellen möjliggör hög lönsamhet

Inom spelindustrin är det inte ovanligt att framgångsrika spelbolag visar bruttomarginaler överstigande 50 %, vilket vid höga volymer resulterar i en hög operativ lönsamhet och starka kassaflöden. Utvecklingen av mobilspel är därutöver mer kostnadseffektivt jämfört med PC- och konsolspel, vilket mynnar ut i ännu högre marginaler, något Raketspel har bevisat. I samband med den framgångsrika lanseringen av Dig This! under 2019, vilken har över 115 miljoner nedladdningar, kunde Raketspel generera en rörelsemarginal överstigande 80 % under åren 2019-2021, givet låga omkostnader och kostnadseffektiv spelutveckling. SLG:s befintliga speltillgångar genererar starka kassaflöden, vilket är viktigt för att dels kunna finansiera ytterligare speltillgångar i enlighet med förvärvsstrategin, dels förbättra, tillika optimera, spelen med interna medel.

Prognos och värdering

Frånvaron av nya spellanseringar hittills under år 2022 har resulterat i att SLG har utvecklats i en lägre takt än tidigare estimerat, samtidigt förväntar Analyst Group att SLG kan utvecklas starkare under H2-22 med stöd av bl.a. ett nytt spelsläpp från Raketspel. För år 2022 estimeras SLG nå ett justerat EBITDA-resultat om 27,8 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har en forward EV/EBITDA-multipel om 6,6x applicerats som målmultipel, vilket motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,027 kr.

Den höga skuldsättningen utgör en större risk

Den underliggande lönsamheten i SLG är hög vilket kontinuerligt har bevisats genom starka EBITDA-marginaler. Raketspel har därtill historiskt uppvisat starka kassaflöden, vilket SLG som koncern även gjorde under H2-21. Den höga nettoskulden medför dock större räntekostnader vilka, vid lägre omsättningsnivåer, belastar kassaflödet i negativ riktning, vilket har påvisats under H1-22. I ett scenario där kommande spellanseringar inte möter vidare framgång kommer det att påverka kassaflödesgenerering inom rörelsen, och således försämra den finansiella ställningen ytterligare. Ytterligare extern finansiering kan då komma att behövas, där Analyst Group bedömer det som mest troligt att SLG, i ett sådant scenario, kommer att vända sig till aktiemarknaden.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

MOBILSPEL
UTGÖR STÖRST
ANDEL AV
SPELINDUSTRIN

FÖRVARVET
AV
RAKETSPEL
ÄR EN GAME
CHANGER

+ 80 %
EBIT-
MARGINAL
2019-2021
(RAKETSPEL)

27,8 MSEK
I JUSTERAD
EBITDA
ESTIMERAS
FÖR 2022E

SKULD-
SÄTTNINGEN
UTGÖR EN
RISK
FRAMÖVER

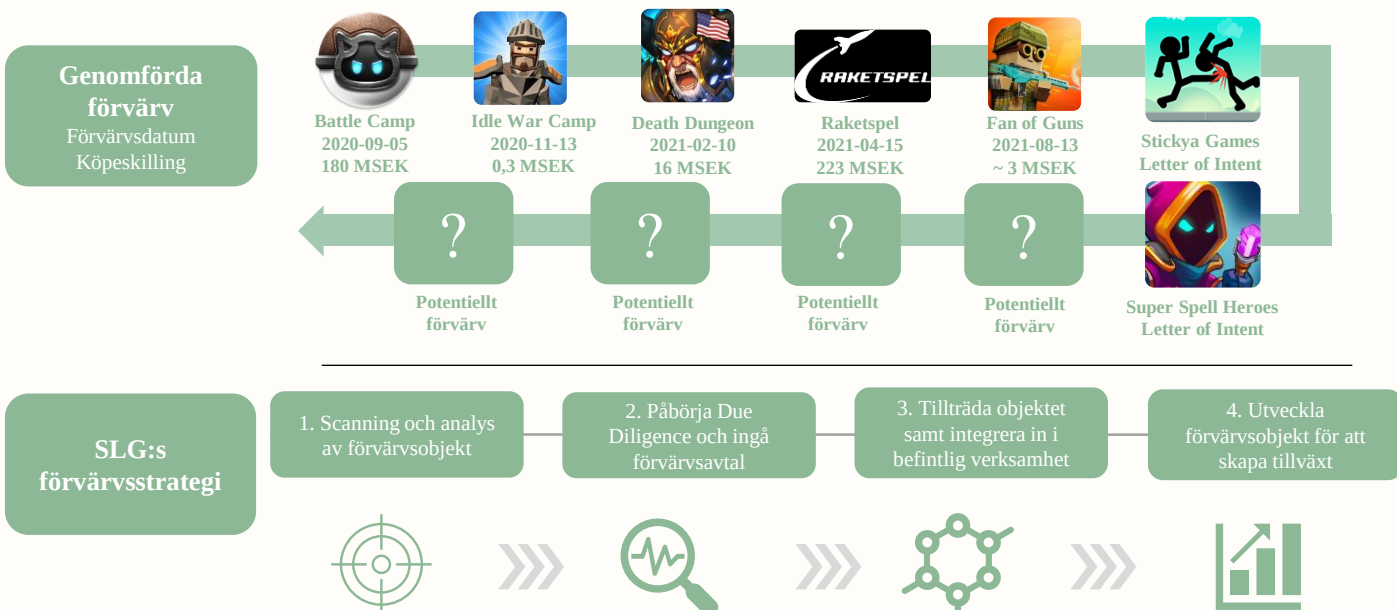
BOLAGSBESKRIVNING

Safe Lane Gaming, som kom till börsen under hösten 2020 via ett omvänt förvärv av telekombolaget Challenger Mobile, är ett förvärvsintensivt bolag inom mobilspelsindustrin. Bolagets affärsmodell bygger på att utveckla, förvärva samt förvalta spel för alla tillgängliga plattformar. Sedan H2-20 har Safe Lane Gaming förvärvat flertalet spelbolag, tillika speltitlar, och koncernen är idag uppbyggd på fyra strategiska vertikaler i enlighet med nedan koncernstruktur, och som förklaras mer ingående på sida 9-12.



Förvärvsstrategi

SLG har inte för avsikt att utveckla egna spel internt från grunden, även om det skall ske i förvärvade bolag. Förvärvsstrategin grundas i att förvärva beprövade speltitlar/bolag med en stark användarbas och stabila kassaflöden, där det finns en god potential att utveckla samt förädla de förvärvade speltitlarna. Det kan t.ex. handla om att bygga ett community, support eller nya funktioner, allt för att få spelare att stanna längre i spelen och öka intjäningen därigenom. Genom att inte utveckla egna spel utan istället förvärva etablerade speltitlar/bolag medförs en lägre operationell risk. Vidare ämnar SLG inneha en diversifierad spelportfölj inom flera genrer för att sprida riskerna ytterligare i termer av bl.a. trender och regeländringar, samtidigt som det möjliggör för SLG att forma Bolagets M&A-strategi utifrån det. Under kommande 3–5 åren är målsättningen att genomföra 20 strategiska förvärv av mogna spelbolag.



RAKETSPEL

Raketspel i siffror



+ 160m
Nedladdningar



+ 350 000
DAU



~ 42 MSEK
Omsättning
år 2021



~ 35 MSEK
EBIT-resultat
år 2021

Raketspel är en spelstudio som fokuserar på att utveckla mobilspele inom genren *Casual* och *Hyper Casual* och adresserar den globala mobilspelelsmarknaden. Studio har idag fler än tio spel med ca 350 000 dagliga användare ("DAU") och över 160 miljoner nedladdningar, varav 45 miljoner skedde under 2021, samt återfinns på bl.a. plattformarna App Store och Google Play. Spelen är s.k. *free-to-play* spel och genererar intäkter genom *In App Purchase* (IAP) samt *In App Advertising* (IAA). Bolaget grundades år 1999 av spelpionjärerna Per Ekstig och Oskar Andersson, vilka besitter lång och gedigen erfarenhet inom branschen. Tidigare utvecklade Raketspel primärt spel åt andra företag, där studio bl.a. utvecklade det erkända spelet *Blipville* åt TV4, vilket var en svensk virtuell mötesplan där personer kunde interagera med varandra via en egenskapad avatar, med över 200 000 svenska registrerade användare under 2017. För några år sedan gick dock Raketspel över till att istället utveckla egna spel, där spelet *Dig This!* är studios mest framgångsrika lansering fram till dags dato, med över 115 miljoner nedladdningar. Raketspels senaste spel, *Castle Raid!*, vilken var under SLG:s regi, har haft över 44 miljoner nedladdningar sedan lanseringen i augusti 2021 och nådde därtill topplaceringar på flertalet listor. Under åren 2016-2019 växte Raketspel omsättningen med 3 341 % och omsatte under år 2020 ca 59,5 MSEK med ett EBIT-resultat om ca 54,9 MSEK, motsvarande en EBIT-marginal om 92,1 %.

Då spel inom genrererna *Casual* och *Hyper-Casual* i regel har kortare livslängd än andra genrer, avser Raketspel att kompensera för eventuella fluktuationer i intäktsflöden genom att kontinuerligt utveckla nya spel, där målet är att testa uppemot 20 prototyper varje år som ska mynna ut i 1-2 nya spel årligen. Raketspel har även konstruerat en s.k. *Crowd Funding Back end* i några av sina spel, däribland *Dig This!* Och *Cut This!*, som möjliggör att användare inom spelens community kan skapa egna levels och lösningar som, efter granskning, kan publiceras. Det innebär att Raketspel kan erhålla både content och IAP-lösningar via spelens community, vilket å ena sidan möjliggör lägre interna spelutvecklingskostnader, å andra sidan bidrar till mer intäkter via IAP och tillika ökad *retention rate* hos spelarna då det ökar engagemanget.

Samarbetsavtal

Under Q1-21 ingick Raketspel samarbetsavtal med publiken Carry1st avseende en nylansering av spelet *Mine Rescue!* i syfte att nå ut till en bredare publik än tidigare. Sedan lanseringen av *Dig This!* har Raketspel samarbetat med Voodoo, vilka är en världsledande publicist inom mobilspele med fokus inom genren *Hyper-Casual* spel, med över 5 miljarder nedladdningar och 300 miljoner aktiva användare per månad. Tillsammans med Voodoo lanserade Raketspel *Castle Raid!* på den globala marknaden under Q3-21 som är ett *Hyper-Casual* spel med inslag av pusselspel, en nisch som Raketspel varit framgångsrika med historiskt med spel som *Dig This!* och *Mine Rescue!*. Under Q4-21 tecknade Raketspel därtill ett samarbetsavtal med Azerion, en av världens största publicister inom online spel, i syfte att distribuera det befintliga spelet *Downhill Chill* genom nya kanaler.

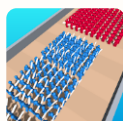
Spel i urval och antal nedladdningar

Dig This!



+115 MILJONER
NEDLADDNINGAR

Castle Raid!



+44 MILJONER
NEDLADDNINGAR

Mine Rescue!



+1,5 MILJON
NEDLADDNINGAR

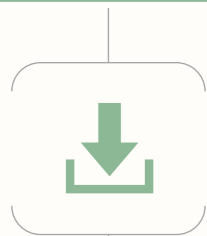
Cut This!



+100 000
NEDLADDNINGAR

BATTLE CAMP

Battle Camp i siffror



+ 40m
Nedladdningar



+ 10 000
DAU



~ 25 MSEK
Årlig
omsättning
(2020)

Battle Camp är ett bolag inom mobilspelsindustrin och har idag ett mobilspel inom genren MMORPG (*Massively Multiplayer Online Role-Playing Game*) som har funnits sedan 2013. Spelet har över 40 miljoner nedladdningar med ca 10 000 dagliga aktiva användare ("DAU"). Spelet finns tillgängligt på plattformarna App Store, Google Play och Amazon App Store, där intäktsmodellen baseras på IAP (*In App Purchase*) och IAA (*In App Advertising*). Spelet har rankats som nummer ett inom sin genre på flera marknader, och geografiskt är bolagets största marknader USA, Brasilien, Ryssland och Frankrike.

Tillväxtstrategin för Battle Camp är att vidareutveckla, optimera, förvalta och marknadsföra spelet för att attrahera nya, samt engagera befintliga, användare. Därutöver är målet att återfå en stor del av de miljontals användare som någon gång laddat ned spelet. Battle Camp har en omfattande följarskara på sociala medier och har på så vis kunnat etablera ett starkt, tillika globalt, community, vilket särskiljer Battle Camp från merparten på mobilspelsmarknaden. Detta möjliggör således att SLG kan upprätthålla en god support men även interagera med sina spelare för att bl.a. få förslag på hur spelet kan förbättras. Battle Camp genomför därtill löpande veckovisa events för att skapa tillväxt och öka engagemanget i spelen. Att spelet möjliggör social interaktion bland spelarna, dels genom chatt, dels genom att bilda lag och tävla tillsammans, är en stor nyckelfaktor till att spelet har kunnat leverera en hög omsättning sedan 2013.

Samarbetsavtal

Battle Camp har tecknat två samarbetsavtal för att vidareutveckla och förädla spelet, där det första tecknades med det sydkoreanska spelföretaget IOI Games Inc (IOI), det andra med SmileShark. Avtalet med IOI är tillsvidare och med samarbetet införskaffar SLG sig en bredare kompetens inom spelutveckling, varigenom IOI tillsammans med SLG:s interna utvecklings-team ska arbeta för förbättra och optimera Battle Camp-spelet. Med partneravtalet breddar SLG Bolagets kontaktnät inom den koreanska spelmarknaden, vilket förväntas vara värdefullt för att utöka användarbasen för Battle Camp i Sydkorea, samt skapa en ingång för SLG att etablera ett starkt fotfäste i östra Asien. SmileShark utgörs av utvalda experter från Amazon, med huvudkontor i Sydkorea, där målet med samarbetet är att sänka Battle Camps serverkostnader samt effektivisera serverupplägget, vilket förväntas möjliggöra bättre förutsättningar för spelets utveckling och tillika användarupplevelsen.

Funktioner spelet



Fånga och utveckla över 2 000 monster

Strida mot monster

Upptäck en virtuell värld online

Tävla i veckovisa event

Utforma trupper med vänner och andra spelare

Designa din unika avatar, genom att bl.a. välja mellan ett stort urval av dräkter och accessoarer

Strid mot andra spelare

VANGUARD GAMING STUDIO

Vanguard Gaming Studio är SLG:s eget varumärke, tillika spelstudio, vari förvärvade spel/speltillgångar som är av mindre storlek förvaltas och förädlas och utgör ett komplement till koncernens övriga dotterbolag. Idag innehar studion spelen Idle War Camp, Death Dungeon och Fan of Guns, med tecknade LOI-avtal för Sticky Games och Super Spell Heroes.

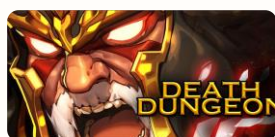
Tillväxtstrategi

Genom interna resurser i form av SLG Operations tillsammans med externa samarbeten avser SLG att gemensamt ta fram optimerings- och förvaltningsstrategier för respektive speltitel i portföljen, med målsättningen att öka antalet aktiva spelare och installationer samt optimera spelens CPI (*Cost Per Install*). Konkreta strategier kan exempelvis vara att öka spelets exponering på nya marknader genom att utveckla stöd för nya språk, ta fram en iOS-version för de spel som ännu inte finns på App Store, men även förbättra spelupplevelsen genom nya funktioner samt vidareutveckla spelen i sin helhet.

Idle War Camp

Idle War Camp är ett strategispel inom krigssegmentet som lanserades på marknaden under år 2020, och finns idag tillgängligt för nedladdning på Google Play och App Store. Intäktsmodellen baseras på annonsering i spelet där SLG använder flertalet oberoende plattformar. Vid tillfället av förvärvet hade spelet ca 12 000 i MAU och ca 80 000 nedladdningar.

Death Dungeon



Death Dungeon: *Demon Hunting RPG* lanserades under år 2020 och är ett spel inom genren *Role Playing Game* (RPG) och *Fantasy*, där spelet kan laddas ned på Google Play och App Store. Intäkterna genereras genom *IAP* och *IAA*, där spelet har ca 52 000 i MAU. SLG ingick ett samarbete med spelutvecklaren Victory Games under Q1-21 för att öka användarbasen av Death Dungeon genom att gemensamt ta fram en strategi för optimering och förvaltning av spelet. Samarbetet medförde att de aktiva användare steg från 40 000 per månad till 52 000 per månad under loppet av två månaders arbete, och i enlighet med avtalets utformning kommer Victory Games att vara knutna till spelet och dess utveckling under en tolv månadersperiod.

Death
Dungeon
i siffror



~ 4,6 MSEK
(Årsbasis)



~ 52 000
MAU



+ 600 000
Nedladdningar

Fan of Guns



Fan of Guns är ett spel inom genren *First Person Shooter* (FPS) vars utformning har likheter med Counter-Strike, ett av världens största FPS-spel, samt en grafik som påminner om Minecraft, ett av världens mest populära spel. Spelet har ca 5,5 miljoner nedladdningar och ca 440 000 i MAU, med intäkter som genereras dels genom *IAP*, dels *IAA*, och spelet kan idag laddas ned via Google Play och App Store. Utvecklarna av spelet Fan Of Guns ska tillsammans med SLG under en tolv månadersperiod verka gemensamt för att utveckla spelet vidare, för att på sådant vis säkerställa att spelet ges bästa möjliga förutsättningar att fortsätta leverera tillväxt.

Fan of Guns
i siffror



~ 1,4 MSEK
(Årsbasis)



~ 440 000
MAU



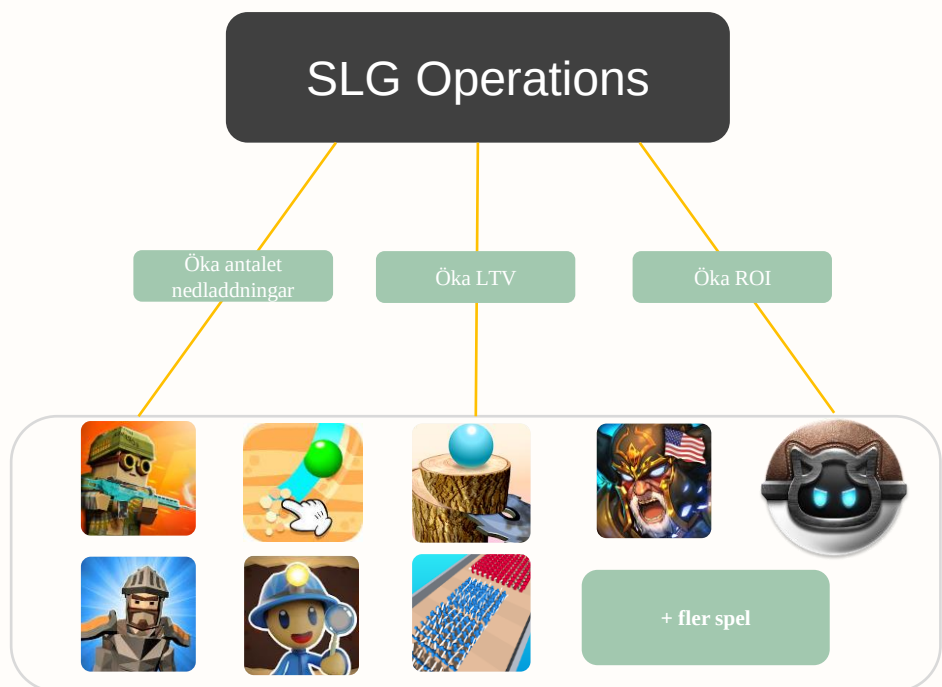
+ 5,5m
Nedladdningar

SLG OPERATIONS

SLG Operations är ett affärsområde inom SLG som fokuserar på synergier, bl.a. genom annonsoptimering och förvaltning av spelen i syfte att dels locka nya och gamla användare, dels öka intjäningsförmågan per spelare, vilket går inom ramen av SLG:s affärsidé att förvalta och förädla förvärvade speltitlar. Teamet bakom består utav externa konsulter, samt medarbetare från SLG, och genom att samla kompetenser från olika bolag och leverantörer med olika expertisområden möjliggörs synergier i termer av att SLG får en bredare förståelse för vilka metoder och tekniker som fungerar för vissa typ av spel eller event, som sedan kan appliceras på Bolagets spelportfölj. Då SLG har en bred portfölj av speltitlar inom olika genrens krävs en professionell marknadsförings- och supportenhet, vilket SLG, med SLG Operations, säkerställer genom att förvärva den kunskap som en diversifierad portfölj kräver.

Konkret arbetar SLG Operations operativt genom kontinuerliga marknadsföringskampanjer och förberedande av *soft launches*. Bland annat använder SLG Operations *Performance Marketing* vilket i regel innebär att betalning sker efter prestation snarare än en bestämd avgift, varför allt går att mäta och få data på, något som möjliggör lägre kostnader relaterat till marknadsföringen och mynnar ut i en högre ROI.

SLG Operation är synergimakarna inom SLG-koncernen.



BOLAGSBESKRIVNING

Intäktsdrivare

Övergripande baseras SLG:s intäktsmodell på försäljning i spel på mobilplattformar (IAP) och annonser i spelen (IAA). Koncernen erhåller därutöver mindre royaltyintäkter relaterat till upplåtandet av rättigheter för andra att använda SLG:s spel i andra sammanhang. För att distribuera Bolagets spel på diverse plattformar, såsom App Store och Google Play, tas en plattformsavgift av det pris som slutanvändare betalar. Redovisningsmässigt upptar SLG dock hela bruttointäkten som nettoomsättning, samtidigt som plattformens andel av intäkter redovisas som en avgående kostnadspost. Då SLG inte avser att utveckla egna spel, med dotterbolaget Raketspel som undantag, är intäkterna beroende av att SLG fortsätter att förvalta och förädla spelen för att förlänga livstiden i spelet ytterligare, men även genom ytterligare förvärv, vilket är i linje med SLG:s förvärvsstrategi.

Kostnadsdrivare

Plattformsavgifterna som Google Play och App Store tar ut för att företag ska få distribuera sina spel på plattformarna bokas in som bruttokostnader, men eftersom att SLG erhåller en mix av intäktsströmmar från IAP, som är avgiftsbelagda, och IAA, som inte är avgiftsbelagda, kan SLG erhålla hög bruttomarginal, som under H1-21 uppgick till ca 90 %. Från Q3-21 och framåt avses även det arbete som konsulter utför och som direkt är hänförligt till utvecklingen av spel att redovisas som bruttokostnader, vilket förklarar nedgången i bruttomarginalen under Q3-21 och Q4-21, som uppgick till 75 % respektive 77 %, men illustrerar samtidigt en mer rättvisande bruttomarginal för SLG framöver. För att distribuera större spel använder SLG sig av publicister, där avtalen kan se olika ut med olika publicister. Raketspels samarbetsavtal med Voodoo är av en s.k. *Revenue Share Model*, vilket innebär att Raketspel och Voodoo delar på intäkterna. Voodoo erhåller i första hand intäkterna från spelet som de har ansvarat för, varpå Raketspel får sin andel av intäkterna (netto), varför intäkter som tillfaller Raketspel är av 100 % bruttomarginal. På rörelsenivå är det avskrivningar som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilket förklaras av att SLG genomfört flertalet rörelseförvärv och eftersom SLG redovisar i enlighet med K3-regelverket avskrivs förvärvad goodwill linjärt över fem till tio år, beroende på förvärvsstorlek.

Övriga externa kostnader utgörs primärt av lokalhyra, overhead, men även IT-tjänster och digital marknadsföring. Under Q3-21 uppgick de externa kostnader till ca 144 tSEK, och utgjorde ca 1 % av nettoomsättningen, men givet att SLG under kvartalet även har gjort mindre justeringar i resultaträkningar antas vissa koncerninterna omklassificeringar gjorts under perioden, vilket Analyst Group bedömer kan ha påverkat kostnadsposten positivt under kvartalet och de facto är högre framgent. Det kunde vi även se under Q4-21 då motsvarande post uppgick till 1,2 MSEK eller 5,8 % av omsättningen. Personalkostnader uppgick samtidigt till 1,1 MSEK under Q4-21, vilket motsvarade ca 5 % av nettoomsättningen och för helåret 2021 uppgick personalkostnaderna till ca 6,9 % av omsättningen.

Strategiska utsikter

Olikt andra marknader har pandemin i stor utsträckning gynnat spelindustrin med bakgrund i reserestriktioner och *lock downs* som inneburit att fler personer behövt hålla sig hemma, vilket har resulterat i ett ökat intresse för gaming. Mobilspel har gått särskilt starkt och har sedan 2018 utgjort störst andel av spelindustrin, och medan spelindustrin som helhet uppvisade en negativ tillväxt under 2021, växte mobilspelsmarknaden med 4,4 % till en marknadsstorlek om 91 mdSEK. Marknaden är fragmenterad och konkurrensen är hård, och för spelutvecklare föreligger det stora risker relaterat till att ta fram nya spel, givet osäkerhet kring dess framgång. Att SLG istället fokuserar på att bygga en diversifierad spelportfölj genom att förvärva beprövade, tillika lönsamma, speltillgångar/-bolag reduceras den operationella risken samtidigt som starka kassaflöden kan genereras givet den höga lönsamheten förknippad till mobilspel. För att SLG ska fortsätta Bolagets påbörjade förvärvsresa är det av vikt att Raketspel lyckas ta fram nya framgångsrika spel och att SLG kan öka engagemanget, nedladdningar och livslängden i spelportföljen för att fortsätta generera starkt organiskt kassaflöde, vilket kan användas för att förvärva nya speltillgångar samtidigt som Bolaget kan hålla ned skuldsättningen. Viktigt att poängtera är att SLG även behöver sluta gynnsamma finansieringslösningar i form av lån och emissioner för att förvärvsstrategin ska vara lyckosam och ekonomiskt hållbar framgent. Som ett led i detta upptog SLG under Q2-22 en långfristig kreditfacilitet om 60 MSEK med en löptid om 3 år i syfte att lösa kortfristiga räntebärande skulder, vilket följaktligen ger SLG en förbättrad kontroll över Bolagets lånesituation.

MARKNADSANALYS

Safe Lane Gaming verkar inom spelindustrin och tillhandahåller en bred mobilspelpportfölj inom flera genrer, såsom *Casual*, *Hyper-Casual*, *MMORPG* och *Role Playing Game*. Spelindustrin är idag den största underhållningsindustrin i världen med strax under tre miljarder spelare globalt, och delas primärt in i tre huvudkategorier, PC, mobil och konsol. År 2020 var otvivelaktigt ett unikt år och medan andra marknader drabbades hårt av nationella reserestriktioner och *lock downs*, växte den globala spelindustrin med 23,1 % från 144,4 mdUSD år 2019 till 177,8 mdUSD år 2020 enligt Newzoo. Den snabbast växande kategorin, tillika den största, inom industrin var mobilspel som växte 27,4 % under 2020, vars marknadsstorlek uppgick till 86,8 mdUSD motsvarande ca 49 % av hela spelindustrin.

Även om pandemin medförde ökat engagemang och spenderande inom spelindustrin under år 2020 har pandemin inneburit utmaningar inom spelindustrin, i termer av förseningar inom spelutveckling och publiceringar till följd av distansarbete, men även bristen på halvledare har en negativ påverkan på lanseringen av nästa generations konsoler. Förseningar inom spelutveckling och publiceringar estimeras av Newzoo ha störst inverkan på spel med höga produktionsvärden och större team, vanligtvis s.k. AAA-spel för konsol och PC. Mobilspelsindustrin, å andra sidan, påverkas däremot i en lägre utsträckning, med bakgrund till den relativt lägre komplexitet som spelutvecklingen associeras med. Den globala spelindustrin, med bakgrund till ovanstående, uppvisade en negativ tillväxt om 1,1 % under 2021, men väntas samtidigt växa med en årlig tillväxt om 8,7 % mellan 2019-2024. Mobilspelsindustrin, å andra sidan, växte under 2021 med 4,4 % jämfört med 2020, för att då värderas till ca 90,6 mdUSD, motsvarande ca 52 % av totala spelindustrin.

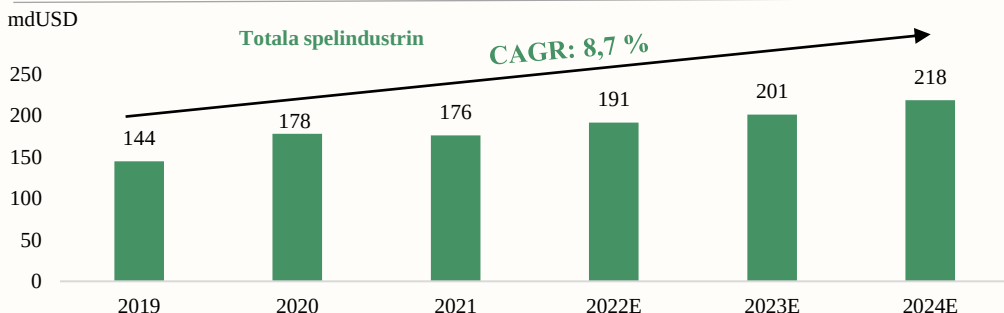
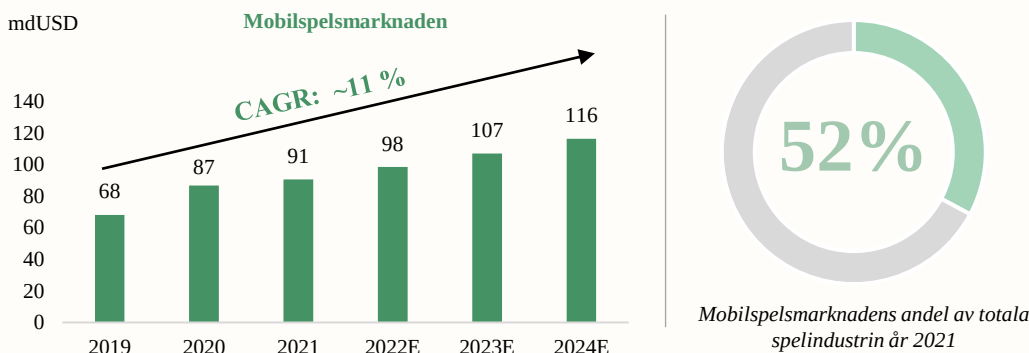
Mobilspel har, och förväntas fortsätta, vara det snabbast växande segmentet inom spelindustrin, med en estimerad årlig tillväxt mellan 2019-2024 uppgående till ca 11 %. Det finns många anledningar bakom detta, däribland faktorer som att allt fler människor i världen använder sig utav en smartphone, en ökande penetration i utvecklingsländer samt växande medelklass i bl.a. Indien, att mobilspel kan spelas var- och närsomhelst samt att mobilspel har lägre utvecklings- och förvaltningskostnader. Utrullningen av 5G väntas även ge ytterligare bränsle till mobilspelsmarknaden då det innebär snabbare och mer tillförlitlig, tillika responsiv, anslutning till internet och molntjänster, vilket ger stöd för nya trender som exempelvis Cloud Gaming¹.

Cloud Gaming

Cloud Gaming innebär i sin enkelhet att konsumenterna kan välja ett spel från ett stort urval, och spela det på vilken enhet som önskas, utan att behöva ladda ned spelet. Med 5G kommer konsumenterna kunna ladda ned eller streama AAA-mobilspel till deras mobiler, snabbt och oberoende av plattform, direkt från en Cloud Gaming-tjänst eller direkt från en spelutgivare.

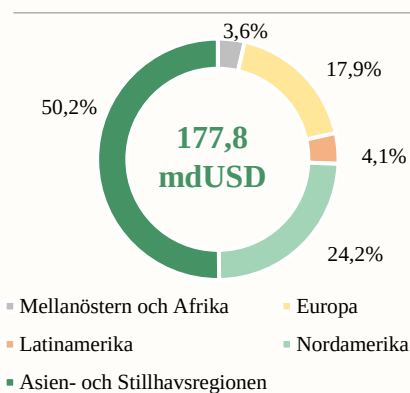
Mobilspelsmarknaden väntas fortsätta växa snabbare än den totala spelindustrin.

Mobilspelsmarknaden, mobilspelsindustrins andel av totala spelindustrin samt totala spelindustrin, 2019-2024E



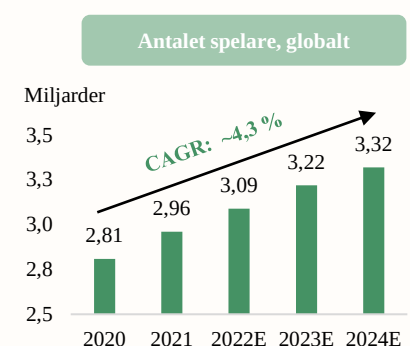
Källa: Newzoo, 2021

MARKNADSANALYS



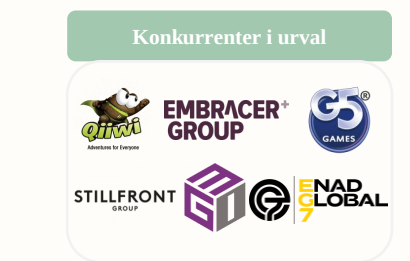
Globala spelindustrin – per region

Asien- och stillahavsregionen är den största regionen inom den globala spelindustrin och utgjorde ca 50,2 % av marknaden under 2021, motsvarande 88,2 mdUSD, varav Kina är den största bidragaren, vars marknad värderas till 45,6 mdUSD. Nordamerika är den näst största marknaden och utgör ca 24 % av marknaden, värderad till 42,6 mdUSD år 2021. Fram till år 2024 väntas spelmarknaderna i Asien- och Stillhavsregionen samt Nordamerika växa med en årlig tillväxt om 8,7 % och 7,9 %. Högst tillväxt på spelmarknaden, å andra sidan, väntas komma från mer tillväxtorienterade regioner, såsom Latinamerika, Mellanöstern och Afrika, primärt drivet av en snabbare tillväxt i smartphone-penetrationen, givet den lägre penetrationen fram till dags dato¹.



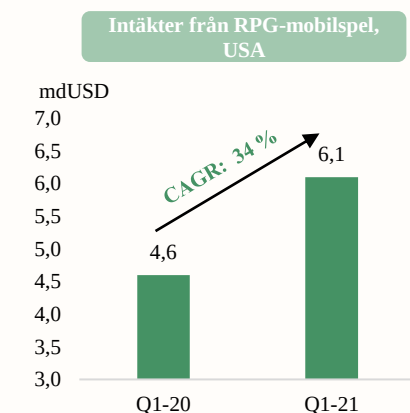
Antalet globala spelare väntas fortsätta växa starkt

Under år 2021 uppgick antalet totala spelare globalt uppgå till nära tre miljarder, vilket var en ökning med ca 5,3 % jämfört med 2020, och väntas växa med en årlig tillväxt om 4,3 % under perioden 2020-2024, för att då uppgå till 3,3 miljarder spelare år 2024. Tillväxten förväntas drivas av en ökad population online, bättre nätverks-infrastruktur, prisvärda smartphones samt förbättrad mobilt nätverk. Dessa drivare bedöms få störst effekt i tillväxtregioner som Mellanöstern, Afrika och Latinamerika. Antalet mobilspelsanvändare uppgick till ca 2,8 miljarder under 2021, i kontrast till Konsol och PC där motsvarande siffra är ca 0,9 miljarder respektive 1,4 miljarder¹.



Konkurrenssituationen

SLG konkurrerar på den globala mobilspelsmarknaden, vilket är en hårt konkurrensutsatt marknad med stora globala aktörer som oftast har en fot i flera av värdekedjans steg. Det finns idag en stor mängd spelutvecklare men distributionen av mobilspel är i huvudsak koncentrerad till två marknadsplatser i form av Apples App Store och Googles Google Play, vilket medför en betydande konkurrens för spelutvecklare på dessa marknadsplatser. Bolaget bedömer att sina direkta konkurrenter är de som äger, driver och vidareutvecklar spel såsom t.ex. Qiiwi Games, G5 Entertainment, Stillfront Group, Embracer Group, Media and Games och Enad Global 7.



Mobilmarknadens spelarter

Mobilmarknadens spelarter kan delas upp i olika segment; a) Casual users b) Mid Core users c) Casino d) Sports (hardcore users primärt på PC/Konsol), där de två förstnämnda primärt räknas som nöjes-och tidsfördriv.

RPG (Roll Playing Game) är en kategori inom mobilspel där en eller flera spelare interagerar med varandra i en virtuell värld, i den formen som benämns rollspel. Rollspelskategorin är mycket populär över hela världen och speciellt under senaste decenniet på den mobila plattformen. En av de mest populära formerna av Rollspel är MMORPG (Massive Multiplayer Online Role Playing Games) delvis för att sociala aspekterna har visat sig bli viktigare med tiden. Förutom Multiplayer är även PvP (Person versus Person) en viktig ingrediens. Inom RPG finns olika kategorier som Action, Survival, Squad, Fighting, Idle, Turn-based eller MMORPG som har olika intäktsmodeller beroende på antal nedladdningar, och intäkt per nedladdning (ingen, låg eller hög avgift)². Enligt analysföretaget Sensor Tower har intäkterna från mobilspel bara från RPG-spelen ökat med 34% i USA under första kvartalet av 2021, till 6,1 mdUSD, jämfört med samma period 2020³.

¹ Newzoo, Global Games Market, 2021

² Venturebeat, Mobile RPG Market, 2020

³ Sensortower, 2020

MARKNADSANALYS : FÖRDJUPNING

iOS14 och dess påverkan på mobilspelsmarknaden

Under de senaste två decennierna har internetpenetrationen, tillika dess användning, ökat lavinartat. Som ett resultat av det, har riktad och personifierad marknadsföring blivit den största intäktsströmmen för datadrivna tech-företag som Google och Facebook. Inom det mobila ekosystemet har i-app-marknadsföring blivit en viktig intäktskälla för apputvecklare såväl som speltillverkare. Allt fler mobilspelpublicister och utvecklare förlitar sig på intäkter från marknadsföring i spel, i synnerhet i de spel som kategoriserar som *casual*. I och med den senaste iOS14-uppdatering från Apple, som trädde i kraft i april 2021, kommer spelplanen för hur marknadsföring får gå till i mobiler, tillika mobilspel, att förändras radikalt, då uppdateringen innebär att Apple tar bort dess "identifierare" för marknadsförare (IDFA). Varför detta är av betydelse är för att de gör det i princip omöjligt för företag att spåra slutanvändares beteende på iOS-enheter. Tidigare har användare manuellt behövt ta bort möjligheten för appar att spåra dem, vilket har resulterat i att appar har kunnat spåra användarnas aktivitet från olika appar, till exempel hur länge ett särskilt spel används eller hur mycket pengar som spenderas på spelet. Dessa insikter har appar/företag i sin tur kunnat använda för att forma personifierad marknadsföring till slutanvändare för att driva nedladdningar och engagemang till diverse spel, men även för att mäta effektiviteten på erlagd marknadsföringsbudget.

Med den senaste uppdateringen behöver Apples 1,5 miljarder aktiva enhetsanvändare godkänna att deras personliga data delas innan en app kan hämta data, för att sedan delas med andra företag, i syfte att spåra användares aktivitet genom olika appar och hemsidor. Vad detta får för inverkan för mobilindustrin är att den detaljerade informationen som tidigare erhållits från spelanvändare försvinner, vilket har varit en viktigt grundbult för att driva nedladdningar och konvertering till spelen. Mobilspel som i synnerhet erhåller intäkter från marknadsföring i spel kommer bli särskilt påverkade, även spelpublicister som förlitar sig på exakt användarinriktning för sin marknadsföring. Ett resultat av denna uppdatering kan bli att företag kommer uppleva högre *Customer Acquisitions Costs* och lägre ROI på deras marknadsföringsinvesteringar. På en global nivå, väntas däremot tillväxtdrivarna för mobilspelsmarknaden överkomma de negativa aspekter, såsom borttagningen av IDFA, och enligt Newzoo väntas mobilindustrin snabbt finna alternativa tillvägagångssätt för att överkomma Apples nya standard. Att SLG samarbetar med en världsledande publicist som Voodoo är därför värdefullt när en större förändring på marknaden sker, t.ex. iOS14-uppdateringen.

FINANSIELL PROGNOSE

Fler förvärv i korten – men inget som har modellerats för explicit

De finansiella prognoser härleds utifrån individuella estimeringar från respektive dotterbolag, Raketspel, Battlecamp och Vanguard Studio. Vanguard Studio inkluderar de mindre spel som SLG har förvärvat och per idag utgörs av Idle War Camp, Death Dungeon och Fan of Guns. Därutöver har SLG tecknat LOI-avtal för ytterligare spel, Stickya Games och Superspell Heroes, som, givet att dessa realiserar, kommer falla inom ramen för Vanguard Gaming Studio. Dock, till följd av svårigheter att idag ge några prognoser kring dessa eventuellt tillkommande speltitlar, tillika framtida speltitlar som kan komma att förvärfvas, inkluderas de inte explicit i gjorda estimat. Det lämnar således utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen.

DAU/MAU-kvot

För att uppskatta en MAU Raketspel, vilka inte explicit har åskådliggjort denna KPI, har Analyst Group använt sig av en härledd DAU/MAU-kvot för att uppskatta aktuell MAU, som är sedan tänkt att utgöra ett startvärde för Analyst Groups estimat. En DAU/MAU-kvot visar proportionen av månatliga aktiva användare som interagerar med ett spel på daglig basis, och ger en viss indikation på spelets *retention rate*, även om det medför svårigheter att uppskatta vilka användare som behålls och vilka som faller bort. För att exemplifiera, en DAU/MAU ratio om 50 % skulle betyda att den genomsnittliga användaren använder spelet 15 av 30 dagar per månad. Ju högre DAU/MAU-kvot är, desto mer *sticky* är spelet/appen/produkten. Enligt Sequoia Capital kan en DAU/MAU-kvot mellan 10-20 % anses vara ett standard, där appar som har en kvot över 20 % anses vara bra, samtidigt som appar med över 50 % anses vara i världsklass. För Raketspel har Analyst Group antagit en DAU/MAU-kvot om 18 % vilket, givet 350 000 DAU, ger en MAU om 1 944 444 och används därmed som ett startvärde i gjorda prognoser för användartillväxten.

FINANSIELL PROGNOSE

Prognos för Raketspel, åren 2022-2024E



Raketspel utvecklar mobilspel inom *Casual* och *Hyper-Casual* segmentet, vilka kännetecknas av att ha kortare livslängd än andra genrer, varför Raketspel kontinuerligt behöver utveckla nya spel för att bibehålla och öka nuvarande intjäning. Målet är att årligen ta fram 20 prototyper som ska mynna ut i 1-2 nya spel. Det mest framgångsrika spelet fram till dags dato är Dig This! som har över 115 miljoner nedladdningar och har varit den största drivaren bakom Raketspels starka omsättningsökning under 2019-2020. Att utveckla nya framgångsrika spel kommer därför vara avgörande för att upprätthålla ett starkt momentum även framgent. Sedan SLG tillträdde Raketspel under Q2-21 har spelstudion dels gjort uppdateringar i Dig This!, dels lanserat två nya spel, Cut This! samt Castle Raid!, där sistnämnda har visat särskilt stark respons från marknaden, med över 44 miljoner nedladdningar från lanseringen i augusti 2021. Castle Raid! lanserades tillsammans med utgivaren Voodoo under Q3-21, och är ett *Hyper-Casual* spel med inslag av pusselspel, vilket är ett koncept som historiskt visat sig vara framgångsrikt, med Dig This! som ett tydligt bevis på det. Castle Raid! toppade flera listor världen över kort efter lanseringen, däribland flera Tier 1-länder som USA, Kanada och Tyskland, inom flera kategorier på dels Google Play, dels App Store. Detta är viktigt för den organiska tillväxten för ett spel, eftersom det medför ökad visibilitet, vilket driver nedladdningar och engagemang.

Att Raketspel bl.a. har ett samarbete med Voodoo, en av världens största publicister, har varit en viktig parameter till dess framgång då expertis erhålls inom värdefulla insikter såsom distribution, monetisering, app-optimering, annons/marknadsföring, produktstrategi och internationalisering. Apples iOS-uppdatering som trädde i kraft i april 2021 påverkar i synnerhet spel som huvudsakligen erhåller intäkter via annons, vilket Raketspel gör, och att i ett sådant skede ha ett samarbete med en världsledande spelstudio är av stor vikt för att hitta alternativa sätt att t.ex. utforma marknadsföringen. Även om iOS-uppdateringen kan komma att bli en hämmande faktor för Raketspels tillväxt, är vi av uppfattningen att Raketspels bevisade förmåga att skapa spelhits i kombination med en stark växande marknad, väger tyngre och medför att Raketspel förväntas visa stark tillväxt framgent.

I samband med förvärvet av Raketspel under Q2-21 angav SLG att den genomsnittliga DAU, *Daily Active Users*, beräknat på ett 30 dagars snitt, uppgick till över 350 000 spelare. I våra prognoser har vi dock använt MAU, *Monthly Active Users*, vilket vi har härlett genom att applicera en DAU/MAU-kvot om 18 % och som kan ses som ett mått på spelets *stickiness*. Då spelen som Raketspel utvecklar är av kortare livslängd, är det således rimligt att anta att spelen är mindre *sticky*, varför vi genom härled DAU/MAU-kvot har estimerat att Raketspel hade en MAU om ca 2 miljoner under Q2-21. Samtliga av Raketspels mobilspel är s.k. *Free-to-Play*, vilket innebär att de är gratis att ladda ned, men genererar intäkter via annonser (IAA) och till viss grad IAP. ARPMAU, *Average Revenue Per Monthly Active User*, har estimerats till 1,5 SEK, baserat på uppskattad MAU och Raketspels historiska omsättning. Dessa två KPI:er har legat till grund för den estimerade omsättningstillväxten för Raketspel fram till år 2024. Genom att fortsätta göra uppdateringar (buggfixar, nya språk, nya levels m.m.), lansera nya framgångsrika spel, penetrera nya marknader och optimera marknadsföringen till spelen genom SLG operations samt via publicister, estimerar Analyst Group att SLG kan attrahera ett ökat antal spelare från utgången av år 2022 och framåt. Givet att spel inom *Casual* och *Hyper-Casual* å ena sidan är trendstyrkt, å andra sidan är associerat med annonsintäkter i större utsträckning, estimerar vi att ovannämnda ARPMAU är konstant under prognosperiod för att ta höjd för eventuella fluktuationer mellan olika perioder.

Raketspel redovisade under år 2021 en nettoomsättning om 41,5 MSEK, vilket var en minskning med ca 30 % jämfört med år 2020, trots den framgångsrika lanseringen av Castle Raid! under Q3-21. Vidare minskade EBIT-resultatet som en effekt av omsättningstappet, vilken uppgick till 35,2 MSEK (54,9), motsvarande en EBIT-marginal om 82,7 % (92,2 %). Utvecklingen är dock inte, enligt Analyst Group, förvånande då ett bolag inte kan "leva på" en framgångsrik lansering som Dig This! eller Castle Raid! då det är spel inom en trendstyrkt genre med kortare livslängd, varför nya framgångsrika spellanseringen behövs för att uppvisa tillväxt. Raketspel har haft ett flertal prototyper under utveckling under H1-22, men där resultatet av speltesterna inte har nått upp till SLG:s krav för global lansering. Ytterligare prototyper finns kvar att testa, därtill har SLG rekryterat en utvecklare i syfte att öka utvecklingstakten framöver. För helåret 2022 estimerar Analyst Group att Raketspel kan nå en omsättning om 35,6 MSEK, där vi tar höjd för att Raketspel lanserar ett nytt spel under H2-22, där vi bedömer att effekten av lanseringen i synnerhet kommer att synas under Q4-22.

FINANSIELL PROGNOSE

Prognos för Battle Camp åren 2022-2024E

SLG har under åren 2021-2022 arbetat intensivt för att utveckla och förädla Battle Camp i syfte att öka engagemanget, samt med att optimera marknadsföringen primärt via *performance marketing* för att öka antalet nedladdningar. Detta har genomförts genom att teckna samarbetsavtal med Sydkoreanska IOI Games och SmileShark, men även genom att anordna veckovisa event samt lanseringen av en större speluppdatering under Q2-22. Samarbetet med IOI är viktigt i den bemärkelsen att SLG får tillgång till värdefull kompetens för att utveckla och förädla Battle Camp vidare, men även för att öka *users reach* för att framöver utöka användarbasen i Sydkorea, vilket en lokal kompetens möjliggör i högre utsträckning.

Idag har SLG över åtta rullande veckoevent och strategin har visat sig vara lyckosam. Sedan SLG tog över har Battle Camp även förbättrat kommunikationen med sitt community, genom att exempelvis upprätta kundundersökningar varannan vecka för att kontinuerligt hålla sig uppdaterade på vad spelarna tycker om spelets utveckling. Battle Camp har dessutom en öppen communitymail för att få respons och förslag gällande hur spelet kan förbättras. Dessa strukturella förändringar har varit en viktig pusselbit för att öka spelarnas engagemang, och SLG:s första egenskapade event, Aurora Awakening, vilken anordnades under Q3-21 resulterade i ett säljrekord, med en bruttointäkt om ca 0,5 MSEK under eventet. Säljrekordet överträffades därefter markant av bolagets halloween- och julevent under Q4-21, vilka bådaderna inbringade bruttointäkter om över 0,9 MSEK, och vidimerar därmed att Bolagets strategi att förvalta, tillika förädla, förvärvade speltillgångar ger mervärde. Event har och är fortsatt en viktig intäktskälla för Battle Camp och Analyst Group förväntar sig att SLG kan fortsätta anordna värdedrivande event för spelets användarbas framgent. Att vara lyhörda till vad communityt efterfrågar är i synnerhet viktigt för att göra spelet mer *sticky* och öka spelets *retention rate*, det vill säga förmågan att behålla sina användare länge. Detta är även viktigt för att hålla nere kundförvärvskostnaderna, eftersom ett företag då inte behöver lägga lika mycket resurser på att återfå eller bibehålla befintlig kundbas. Genom att SLG kontinuerligt håller sig uppdaterade om vad spelarna efterfrågar, kan SLG hålla uppe och även öka engagemanget för Battle Camp, vilket Analyst Group estimerar kommer att driva användartillväxten, samtidigt som spelarnas köpkraft i spelet ökar, i takt med ökat engagemang. Att SLG därtill avser att utöka spelshoppens med kostymer och andra attribut väntas kunna accelerera intjäningen per användare framgent ytterligare, då denna form av IAP är populärt i dagens spelvärld där större aktörer som Fortnite och Counter Strike genererar stora intäkter genom den formen av transaktioner.

Battle Camp är ett spel som historiskt har genererat intäkter, nästan uteslutande, från IAP, men under år 2021 har SLG successivt implementerat nya annonslösningar i spelet (IAA). Syftet med strategin är att jämna ut spelets intäktsströmmar från IAP och IAA, samtidigt som det möjliggör för SLG att öka intäkterna ytterligare framgent. Detta strategiska initiativ, vilka SLG Operations arbetar med, har uppvisat starka resultat, där annonsintäkterna i Battle Camp ökade med 300 % i H2-21 jämfört med H1-21.

En viktig tillväxt drivare för Battle Camp, bortsett från att utveckla, tillika förädla, spelet som sådant samt stärka spelets community, är att penetrera nya marknader för att utöka användarbasen. Samarbetet med IOI Games öppnar upp möjligheter att expandera i första hand till den sydkoreanska marknaden och kan på sikt leda in till nya marknader i Asien likaså. Genom synergier från SLG Operations kan SLG även utvärdera vilka typer av spel som fungerar särskilt bra på vissa marknader och använda det för att tajma Battle Camps expansion till nya geografiska regioner, vilket väntas ge extra skjuts i användartillväxten. I våra modeller har vi antagit att Battle Camps MAU uppgår till 50 000 vid utgången av år 2021, givet en applicerat DAU/MAU-kvot om 20 % på tidigare offentliggjord DAU, samt en ARPMU om 33,5 SEK baserat på estimerad MAU och historisk omsättning under tidigare perioder. Genom att SLG ökar engagemanget för spelet via event och förbättra spelupplevelsen, expandera till nya marknader via samarbeten och optimera marknadsföringen för att öka nedladdningarna, men även ökar intäkterna per användare genom utveckling av nya monetiseringsfunktioner såsom IAA, estimeras en CAGR om 13 % för åren 2023-2024. Detta är dock lägre än vad vi tidigare estimerat (16 %) och grundas primärt i den avskrivning som SLG kommunicerade att Bolaget har gjort i Battle Camp under Q2-22 efter att Battle Camps omsättning och resultat inte har levt upp till SLG:s förväntningar sedan förvärvet under H2-20. För helåret 2022 estimeras Battle Camp uppvisa en negativ tillväxt om -18 % givet hur SLG har presterat rent omsättningsmässigt under H1-22 samt på grund av en viss försening i uppdatering av innehåll i spelet som antas påverka omsättningen under år 2022.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

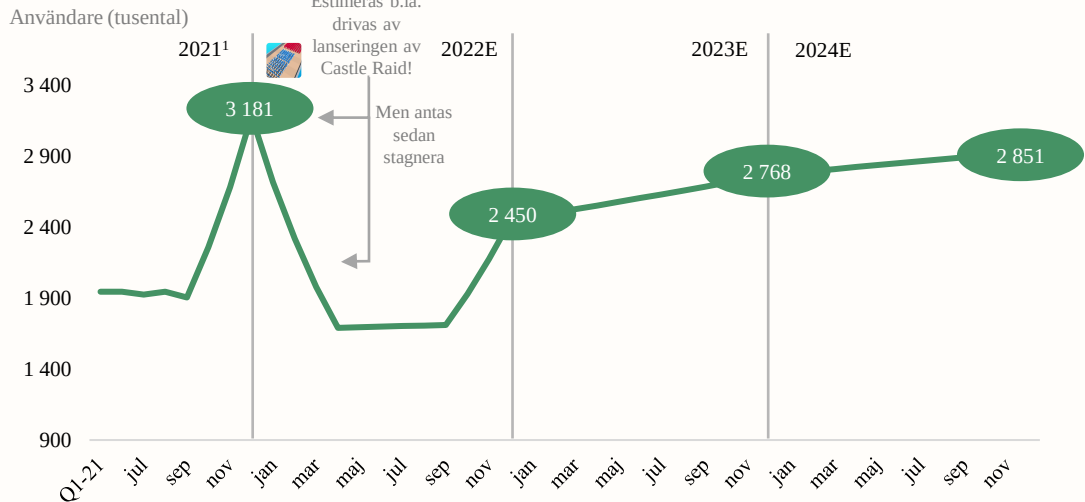


ANORDNADE
EVENT HAR
GETT
STARKA
RESULTAT

FINANSIELL PROGNOSE

Nedan framgår Analyst Groups estimat för antalet månatliga aktiva spelare för Raketspel, 2021-2024E

Antal månatliga aktiva spelare, Raketspel, 2021-2024E

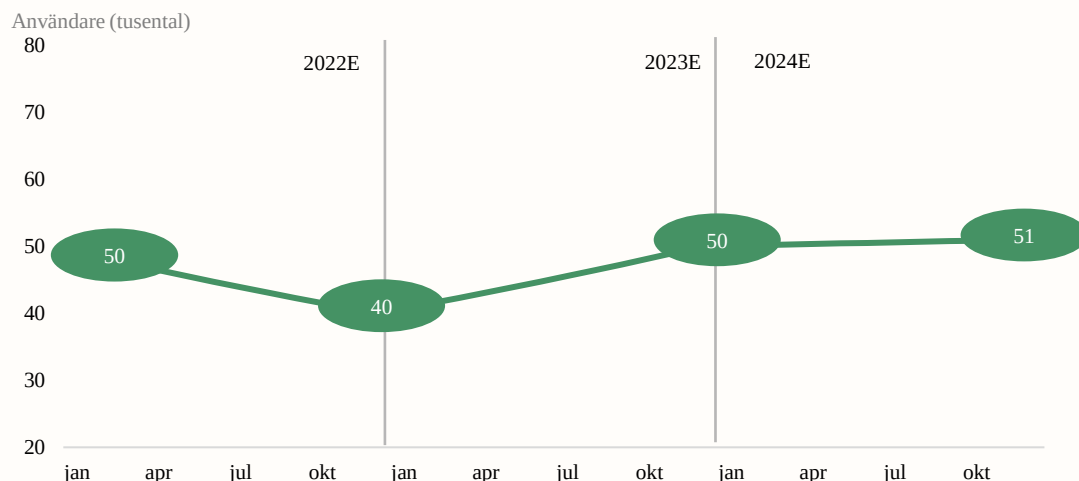


Monthly Active Users (MAU), vid varje årsslut Raketspel			Nettoomsättning, 2021-2024E Raketspel		
		Δ			Δ
December 2021	3 181 019 ¹	n.a.	2021	41 545 998 ²	n.a.
December 2022E	2 449 578	-23,0 %	2022E	35 654 265	-14,2 %
December 2023E	2 768 023	13,0 %	2023E	47 139 279	32,2 %
December 2024E	2 851 063	3,0 %	2024E	50 630 401	7,4 %

Analyst Groups prognoser

Nedan framgår Analyst Groups estimat för antalet månatliga aktiva spelare för Battle Camp, 2021-2024E

Antal månatliga aktiva spelare, Battle Camp, 2021-2024E



Monthly Active Users (MAU), vid varje årsslut Battle Camp			Nettoomsättning, 2021-2024E Battle Camp		
		Δ			Δ
December 2021 ¹	50 000	n.a.	2021 ¹	20 124 150	n.a.
December 2022E	40 000	-20,0 %	2022E	16 430 949	-18,4 %
December 2023E	50 000	25,0 %	2023E	17 161 666	4,5 %
December 2024E	51 000	2,0 %	2024E	20 973 106	22,2 %

Analyst Groups prognoser

¹ Analyst Groups estimat.
² Enligt årsredovisning år 2021.

FINANSIELL PROGNOSE

Prognos för Vanguard Gaming Studio åren 2022-2024E

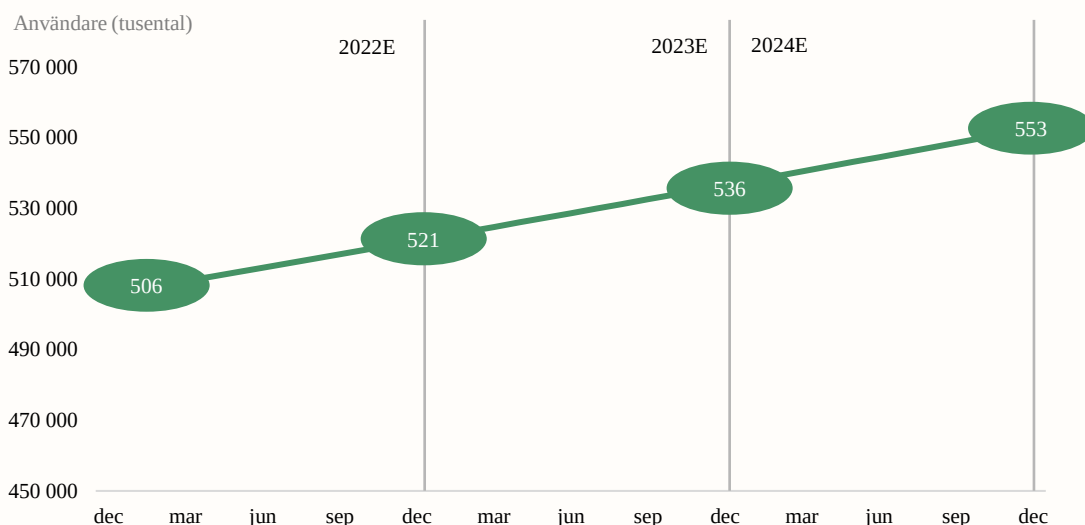


Som nämnt utgörs Vanguard Gaming Studio av de mindre spel som SLG löpande kommer att förvärva och består idag av speltitlarna Idle War Camp, Death Dungeon och Fan of Guns, med tecknade LOI-avtal för speltitlarna Stickya Games och Superspell Heroes. Drivande för tillväxten för Vanguard Gaming Studio kommer å ena sidan vara förvärv, vilket Analyst Group explicit inte modellerar för i gjorda prognoser och ska därför ses som en extra option, å andra sidan organisk tillväxt inom befintliga och kommande spel. Genom att optimera marknadsföringen via SLG Operations och samarbetspartners, lansera spelen på nya marknader, i kombination med förbättringar av spelupplevelsen via nya funktioner och allmän buggfix, estimerar Analyst Group att SLG kan öka användartillväxten men även spelens *retention rate*. Styrkan i samlade kompetenser från olika bolag och leverantörer som utgör SLG Operations väntas kunna medföra tydliga operationella synergier då SLG kan se vilka metoder och tekniker som fungerar för ett särskilt spel, tillika spelgenre, på en särskild marknad och använda dessa insikter till såväl befintliga spel som tillkommande. En stark strukturell tillväxt inom mobilspelsmarknaden och ökad smartphonepenetration väntas kunna ge ytterligare medvind till användartillväxten.

Analyst Group uppskattar att den aggregerade MAU för samtliga speltitlar uppgår till ca 505 687¹ vid utgången av 2021, med en genomsnittlig ARPMAU om 1,71 SEK baserad på estimerad MAU och historisk omsättning. Dessa KPI:er utgör grund för våra estimat där vi antagit att den aggregerade MAU, med bakgrund till ovan nämnda tillväxt drivare, växer med en CAGR om 3 % per år samtidigt som vi i våra estimat valt att hålla den genomsnittliga ARPMAU om 1,71 SEK konstant över prognosperioden för att ta höjd för fluktuationer i intjäningen per spelare som mindre spel kan associeras med. Idle War Camp erhåller idag endast intäkter via annons, varför högre bruttomarginal kan erhållas då ingen plattformsavgift behövs betalas, men vars intäkter således kan komma att påverkas av iOS14-uppdateringen som trädde i kraft i april 2021. För Death Dungeon och Fan of Guns, som erbjuder IAP, antas fördelningen mellan IAP och annons vara 50-50, givet spelens utformning.

Nedan framgår våra estimat för antalet månatliga aktiva spelare för Vanguard Gaming Studio 2021-2024E

Antal månatliga aktiva spelare, Vanguard Gaming Studio, 2021-2024E



Monthly Active Users (MAU), vid varje årsslut			Nettoomsättning, 2021-2024E		
	VGS	Δ		VGS	Δ
December 2021 ¹	505 687	n.a.	2021 ²	2 994 796	n.a.
December 2022E	520 858	3,0 %	2022E	4 664 753	55,8 %
December 2023E	536 484	3,0 %	2023E	4 804 695	3,0 %
December 2024E	552 572	3,0 %	2024E	4 948 836	3,0 %

¹ Varav Fan of Guns utgör 440 000 givet kommunicerade MAU under december 2021.

² Analyst Groups estimat, det faktiska utfallet kan därmed skilja sig åt.

FINANSIELL PROGNOSE

Kostnadsprognos på koncernnivå för åren 2022-2024E

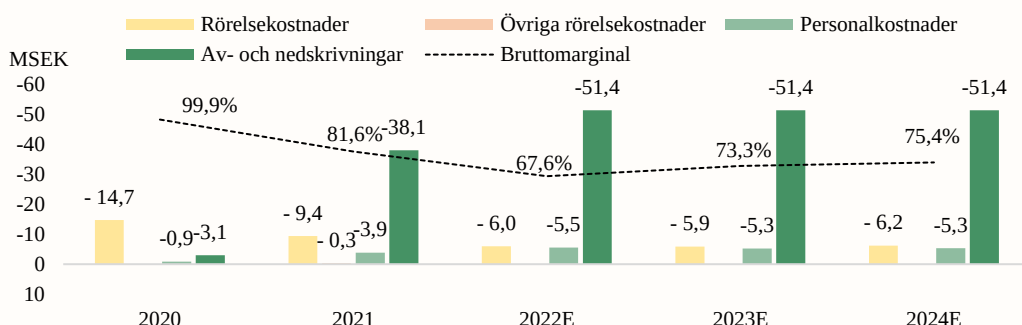
SLG erhåller intäkter från koncernens speltitlar dels via försäljning i spelen (IAP), dels genom annonsering i spelen (IAA). Intäkterna från IAP är avgiftsbelagda i enlighet med App Stores och Google Plays försäljningsavgifter om 30 % för all omsättning överstigande 1 MUSD (ca 8,6 MSEK), för respektive appbutik. Då SLG:s omsättning överstiger 1 MUSD, och estimeras göra det under hela prognosperioden, har Analyst Group modellerat för 30 % i försäljningsavgift på samtliga av SLG:s bruttointäkter, samt antagit att intäkterna är jämnt fördelade, d.v.s. 50/50, mellan App Store och Google Play. För Raketspel, som samarbetar med publicisten Voodoo, används en *Revenue Share Model*, vilket innebär att Voodoo i första hand tilldelas spelintäkterna (brutto) som genereras från spelen, varigenom SLG sedan erhåller nettointäkter från Voodoo, efter att de har tagit sin andel av intäkterna. Då Voodoo sköter all administrering av exempelvis distribuering och marknadsföring är intäkterna som SLG erhåller förknippade med 100 % bruttomarginal eftersom Voodoo redan betalat försäljningsavgifterna till respektive appbutik, vilket således förklarar varför Raketspel historiskt inte har haft några bruttokostnader relaterat till försäljningen. Givet utformningen på Raketspels avtal med Voodoo, där Raketspel utgör störst andel av koncernens intäkter, erhålls höga bruttomarginaler på koncernnivå. Då SLG från Q3-21 och framåt avser att redovisa de direkta kostnader hänfört till konsulternas arbete med spelutvecklingen som bruttokostnader estimeras en bruttomarginalen under prognosperioden vara lägre än historiskt och för år 2022 estimeras en bruttomarginal om 67,6 %. Detta innebär således en sänkning från tidigare estimerad bruttomarginal om 76,3 %, givet lägre estimerad omsättning för Raketspel under år 2022. Då konsulterna primärt är lokaliserade i lågkostnadsländer, tillkommer emellertid inga större kostnader vid högre försäljningsvolym, vilket vi estimerar under åren 2023-2024, varför bruttomarginalen estimeras öka successivt under prognosperioden.

SLG har en slimmad organisation och har idag över 24 medarbetare världen över. Givet en global arbetsstyrka och skalbar speltillverkning, där själva utvecklingen av spelen är kostnadseffektiv, estimeras personalkostnaderna öka i en lägre takt än omsättningen, och således utgöra en successivt lägre andel av omsättningen under prognosperioden. För 2022 estimeras personalkostnader uppgå till ca 5,9 MSEK¹, eller ~ 9,8 % av nettoomsättningen. Medan nettoomsättningen förväntas växa med en CAGR om ca 12 % under perioden 2022-2024 så väntas personalkostnaderna växa men en CAGR om ca 10 % under samma period, vilket påvisar skalbarheten när spelen väl kommer upp i högre volymer.

På rörelsenivå utgör rörelsekostnader näst störst andel av kostnadsbasen, i vilka kostnader för t.ex. digital marknadsföring, lokalhyra, IT-tjänster, Ad-hoc och konsultarvoden ingår. Under Q3-21 uppgick kostnadsposten till ca 144 tSEK, men givet att SLG under det kvartalet även har gjort mindre justeringar i resultaträkningar antas vissa koncerninterna omklassificeringar gjorts under perioden, vilket Analyst Group anser kan ha påverkat kostnadsposten positivt under kvartalet och de facto är högre framgent. Det kunde vi även se Q4-21 och Q1-22 då motsvarande post uppgick till ca 1,2 MSEK. Under Q2-22 uppgick kostnadsposten till 1,9 MSEK¹ men belastades samtidigt av engångskostnader. Givet att rörelsekostnaderna består av relativt fasta kostnader estimeras kostnadsposten att successivt minska som andel av omsättningen under prognosperioden. Då SLG redovisar i enlighet med K3-regelverket, och historiskt har gjort flertalet rörelseförvärv, väntas avskrivningar fortsätta att utgöra en stor andel av Bolagets kostnader, vilka dock inte är kassaflödespåverkande.

Givet löpande rörelseförvärv utgör avskrivningar störst andel av kostnadsbasen.

Personalkostnader, Övriga externa kostnader, av- och nedskrivningar samt bruttomarginal, 2020-2024E



¹ Engångskostnaderna uppgick under Q2-22 till 0,9 MSEK vilket Analyst Group estimerar belastade personalkostnaderna med 0,3 MSEK och övriga externa kostnader med 0,6 MSEK.

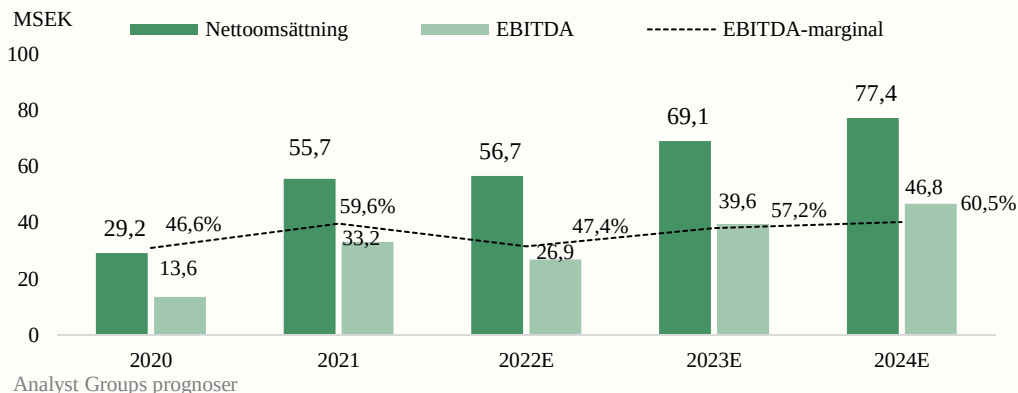
FINANSIELL PROGNOSE

Affärsmodellens höga skalbarhet medför starka marginaler och kassaflöden

Givet en slimmad organisation, kostnadseffektiv speltillverkning och låga fasta kostnader medför affärsmodellen hög skalbarhet och stark lönsamhet vid höga försäljningsvolymer. Detta blir särskilt tydligt för ett bolag som Raketspel vars EBIT-marginal uppgick till ca 92 % under 2019-2020, efter den framgångsrika lanseringen av Dig This!. Större avskrivningar belastar dock SLG:s EBIT-marginal, varför det är mer rättvisande att titta på EBITDA-marginalen för att studera den underliggande lönsamheten samt kassaflödena som rörelsen genererar. Då vi har sänkt omsättningsestimaten för år 2022 får det, givet en relativt fast kostnadsbas samt en lägre estimerad bruttomarginal, en stor effekt på estimerad EBITDA för år 2022, för vilken väntas uppgå till 26,9 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 47,4 %. Justerat för engångskostnaderna om 0,9 MSEK som uppkom under Q2-22, estimeras EBITDA-resultatet för år 2022 uppgå till 27,8 MSEK. Med stöd av nya framgångsrika lanseringar under åren 2023-2024, vilket Analyst Group estimerar, väntas EBITDA-marginalen stärkas under prognosperioden i takt med ökad försäljning, vilket medför god skalbarhet, för att år 2024 uppgå till 60,5 %.

Hög skalbarhet i affärsmodellen medför starka kassaflöden.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Nedan presenteras en sammanställning av gjorda prognoser för SLG i ett Base scenario under perioden 2022-2024, vilket som nämnt utgår enbart från organisk tillväxt.

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	29,2	55,7	56,7	69,1	77,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	29,2	57,0	56,7	69,1	77,4
Försäljningskostnader/KSV	0,0	-10,5	-18,4	-18,4	-19,0
Bruttoresultat	29,2	46,5	38,4	50,7	58,3
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	67,6%	73,3%	75,4%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-6,0	-5,9	-6,2
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-5,5	-5,3	-5,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0
EBITDA	13,6	33,2	26,9¹	39,6	46,8
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	47,4%	57,2%	60,5%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,4	-51,4	-51,4
EBIT	10,5	-5,2	-24,5	-11,9	-4,6
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-43,2%	-17,2%	-6,0%
Finansiella intäkter	0,0	0,0			
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-34,0	-31,1	-27,1
EBT	4,8	-33,9	-58,6	-43,0	-31,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	4,8	-33,9	-58,6	-43,0	-31,7
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-103,2%	-62,2%	-41,0%

¹ Engångskostnaderna uppgick under Q2-22 till 0,9 MSEK, justerat för dessa estimeras EBITDA-resultatet under år 2022 uppgå till 27,8 MSEK.

K3-REGELVERKET & VÄRDERING

GOODWILL MÅSTE SKRIVAS AV LÖPANDE ENLIGT K3- REGELVERKET

SLG redovisar enligt K3-regelverket, vilket står i kontrast till andra börsnoterade bolag som redovisar enligt IFRS (International Financial Reporting Standards). Största skillnaden mellan de två redovisningsprinciperna är att goodwill måste skrivas av löpande enligt K3-regelverket, och måste skrivas av under maximalt tio år. Företag som redovisar enligt IFRS skriver ej av goodwill löpande på samma sätt, då goodwill anses ha en obestämd nyttjandeperiod enligt IFRS. Företag som redovisar enligt IFRS gör istället en så kallad nedskrivningsprövning, minst en gång per år, där företagen prövar om värdet på tillgången kan motiveras.

Företag som redovisar enligt IFRS brukar därför generellt belastas mindre av avskrivningar än företag som redovisar enligt K3-regelverket. Resultatet av att SLG redovisar enligt K3-regelverket blir att Bolaget har höga avskrivningar för goodwill, då Bolaget är förvärvsdrivet. Detta belastar Bolagets EBIT-marginal och nettomarginal negativt, och får det att se ut som Bolaget är mindre lönsamt. Av denna anledning hänvisar SLG till EBITDA-resultatet, och på EBITDA-nivå, på proformabasis, var SLG lönsamma under år 2020 samt även senaste tolv rullande månaderna.

Ett exempel på ett, för många svenska investerare, känt bolag som använder K3-regelverket, och som likt SLG är förvärvsdrivet, är spelbolaget Embracer. I Embracers fall går det tydligt att se hur de löpande avskrivningarna påverkar både EBIT- och nettoresultatet kraftigt negativt, och får det att se ut som bolagets lönsamhet är avsevärt lägre än vad den faktiskt är. Som exempel hade Embracer under bolagets räkenskapsår 2021 en EBITDA-marginal om 44,2 %, vilket ligger i linje med andra spelbolag, men en nettomarginal om endast 3,2 %, vilket är långt under andra spelbolag som exempelvis Paradox, som redovisar enligt IFRS.

I takt med att SLG fortsätter genomföra förvärv, då det är den viktigaste delen av Bolagets tillväxtplan framgent, så kommer avskrivningarna öka ytterligare, vilket kommer påverka EBIT-marginalen och nettomarginalen negativt. Därför, för att ge den underliggande verksamheten i SLG en mer rättvis värdering, väljer Analyst Group att värdera SLG utefter en EV/EBITDA-multipel.

VÄRDERING

Värdering av Safe Lane Gaming appliceras på koncernnivå, vilket innebär att värderingen tar avstamp från hur den finansiella profilen och de strategiska förutsättningarna ser ut för koncernen som helhet. För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om bolagens produktportföljer och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och SLG avseende produkterbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.



Qiiwi Games är en utvecklare av mobilspel riktat mot s.k. *Casual Gamers* inom genrer Trivia, Match-3 och Word/Puzzle. Spelen exponeras mot de mobila plattformarna iOS och/eller Android, där bolagets intäkter består i huvudsak av köp som spelarna gör i spelen (*In App Purchase*) samt annonsintäkter (*In App Advertising*). Qiiwi har under de senaste åren utvecklat närmare 20 mobilspel med totalt ca 23 miljoner nedladdningar.

Peers i siffror (R12)

-58,0 %

Omsättningstillväxt

-35,4 %

EBITDA-marginal



Embracer Group är ett moderbolag till företag som utvecklar och förlägger PC, konsol- och mobilspel för den globala spelmarknaden. Bolaget har en bred spelportfölj med över 240 speltitlar, såsom Saint Rows, Goat Simulator och Dead Island för att nämna några. Embracer är förvärvsintensiva och har en framgångsrik historia av att förvärva och utveckla varumärken, studios och förlagsverksamheter. Under det brutna räkenskapsåret 2020/2021 förvärvade Embracer 24 bolag till koncernen. Bolaget har 80 interna studios och fler än 8 500 medarbetare samt kontrakterade utvecklare i fler än 40 länder. Embracer har ca 160 pågående spelutvecklingsprojekt varav mer än 90 väntas slutföras under räkenskapsåret 2021/2022. Fram till det senaste räkenskapsåret har Embracer primärt varit aktiva inom premiumspel för PC och konsoler men har under 2020/2021 genomfört flertalet fusioner och förvärv inom mobilsegmentet.

99,7%

Omsättningstillväxt

25,6 %

EBITDA-marginal



G5 Entertainment utvecklar och publicerar Free to Play spel (med möjligheter till IAP) till både mobil- och PC-segmenten och distribuerar sina spel genom dels sin egna plattform G5 Store, dels App Store, Google Play, Amazon Appstore samt Microsoft Store. Spelportföljen utgörs idag av 30 spel som inriktas mot *Casual*-segmentet, inom genrer Hidden Object, Solitaire/Match-2, Match-3 samt ordspel. Utöver att utveckla egna spel licensierar G5 även andra spel från oberoende spelstudios för att reducera den finansiella risken samtidigt som det expanderar bolagets erbjudande till marknaden. G5:s spel är tillgängliga på den globala marknaden, vari bolaget har störst exponering mot Nordamerika, men där även Europa och Asien utgör en stor del av intäktsmixen.

-0,2 %

Omsättningstillväxt

23,6 %

EBITDA-marginal



Stillfront Group grundades år 2010 och utvecklar samt lanserar Free to Play webbläsar- och mobilspel inom segmenten Strategy; Simulation, RPG&Action och Casual & Mash-up. Stillfront har en diversifierad spelportfölj och specialiserar sig på spel med långa livscykler och lojala användare. Den aktiva portföljen består av drygt 60 spel, där mobilspelen distribueras främst av Google Play, App Store och Facebook, medan webbläsarspelen primärt distribueras av Stillfronts studios. Utöver att utveckla egna spelstudios har Stillfront en tydlig förvärvsstrategi som går ut på att förvärva lönsamma spelstudios av låg risk med en global räckvidd. Stillfronts huvudmarknader är Europa, USA och MENA-regionen.

29,8 %

Omsättningstillväxt

35,7 %

EBITDA-marginal



Media and Games är ett digitalt spel- och medieföretag med största delen av sin verksamhet i Europa och Nordamerika. Bolaget utvecklar inte egna spelstudios för att skapa nya spel, utan förvärvar spellicenser eller speltitlar som bolaget avser att utveckla samt förädla. Detta är en del av bolagets långsiktiga strategi, att förvärva, bygga, integrera och förbättra spel- och mediabolag. Media and Games har under de senaste sex åren förvärvat fler än 30 bolag/tillgångar och spelportföljen utgörs idag av mer än 10 MMO (Massive Multiplayer Online) och över 5 000 casual-spel. Bolagets spel är primärt Free to Play, vari Media and Games genererar intäkter genom IAP och annons i spelen.

60,7 %

Omsättningstillväxt

25,8 %

EBITDA-marginal



Rovio Entertainment Oyj är finsk spelbolag som verkar inom mobilspelsutveckling. Bolaget opererar inom tre segment; spel, varumärkeslicensering och övrigt. Spelsegmentet består av bolagets mobilspelverksamhet vilken inkluderar alla utvecklade mobilspel från affärsenheten som sedan distribueras genom olika mobila plattformar, där bolagets mest kända spel är Angry Birds som släpptes för första gången år 2009, vilket har över 4,5 miljarder nedladdningar sedan dess. Bolaget licensierar utgör ca 3 % av intäkterna och sedan 2010 har över två miljarder av Rovios licensierad konsumentprodukter och tjänster sålts. Under år 2021 hade Rovio över 100 licenstagare över hela världen.

15,2 %

Omsättningstillväxt

17,8 %

EBITDA-marginal

VÄRDERING

SLG har en kort historik, vilket medför svårigheter att utvärdera Bolagets operationella förmåga, strategi och framtidsutsikter. Vad som däremot går att konstatera är att spelportföljen utgörs av beprövade, tillika lönsamma, speltillgångar på rörelsenivå, vilket medför starka organiska kassaflöden. Då det finns likheter i affärsmodellen, tillika lönsamheten, gentemot peers, samt att SLG redovisar enligt K3, har vi valt att värdera SLG utifrån en EV/EBITDA-multipel.

12R	Safe Lane Gaming	Qiiwi	Embracer Group	G5 Entertainment	Stillfront Group	Media and Games	Rovio	Genomsnitt, peers
Omsättningstillväxt	179,98%	-58,0%	99,7%	-0,2%	29,8%	60,7%	15,2%	24,5%
Omsättningstillväxt senaste 3 åren	n.a.	19,5%	58,1%	2,5%	47,0%	46,9%	2,8%	29,5%
EBITDA-marginal	56,3%	-35,4%	25,6%	23,6%	35,7%	25,8%	17,8%	15,5%
EBITDA-tillväxt	n.a.	-340,4%	16,5%	1,8%	23,2%	109,5%	14,6%	-29,1%
EBITDA-tillväxt senaste 3 åren	n.a.	-316,6%	42,8%	24,6%	44,4%	65,0%	19,8%	-20,0%
Soliditet	25,6%	92,0%	48,0%	70,0%	54,0%	35,0%	69,0%	61,3%
Nettoskuld/EBITDA	3,8	-	2,2	-0,8	1,5	3,1	-3,2	0,6
Skuldsättningsgrad	2,90	0,1	1,1	0,4	0,8	1,8	0,4	0,8
Omsättningshastighet	0,32	0,5	0,2	1,7	0,2	0,3	1,0	0,7
EV/EBITDA	5,42	-2,50	17,60	4,20	6,50	8,54	5,80	8,53
EV/S	3,11	0,90	4,50	1,00	2,30	2,24	1,00	1,99
P/S	0,91	2,40	3,90	1,20	1,80	1,32	1,60	2,04
Marknadsvärde	59	87	81 738	1 552	11 328	3 680	5 244	17 272

Kännetecknande för jämförelsegruppen är att merparten är under stark tillväxt, med har en hög lönsamhet på EBITDA-nivå, där Qiiwi sticker ut med en negativ EBITDA-marginal. Detta återspeglar således den starka tillväxten som varit inom spelindustrin historisk och samtidigt den höga underliggande lönsamheten som finns inom spelbranschen.

Vi ser störst likheter mellan SLG och jämförelsebolagen Media and Games samt Stillfront, där båda verkar inom *Free to Play*-segmenten, med en tydlig förvärvsagenda. Media and Games påminner om SLG i den bemärkelse att de inte utvecklar egna spel utan förvärvar spel med syftet att integrera, bygga och förbättra. Detta innebär, likt för SLG, en lägre operationell risk då spelutveckling per se å ena sidan är av högre risk, å andra sidan förknippad med högre lönsamhet. Likt Media and Games, ämnar SLG förvärva speltillgångar som av någon anledning är någorlunda vanskött, bortglömt eller av annan anledning inte lever upp till identifierad potential, i syfte att med interna resurser utveckla, förädla och optimera förvärvade spel. Battle Camp är ett sådant exempel, som har över 40 miljoner nedladdningar från olika plattformar men där inga större förändringar gjorts i spelet senaste åren, vilket har medfört att spelet har tappat användare. SLG har på kort tid, genom bl.a. skapandet av nytt innehåll, stärkt communityt och diverse optimeringar, lyckats attrahera nya såväl som gamla spelare, där målet är att locka tillbaka de 40 miljoner som tidigare har spelat Battle Camp. Olikt Media and Games å andra sidan, förvärvar SLG lönsamma speltillgångar, vilket nödvändigtvis inte är en prioritet för Media and Games, vilket minskar risken något i SLG:s förvärvsstrategi i relation till Media and Games.

För att hålla ett högt förvärvstempo, vilka merparten av jämförelsebolagen ämnar göra, är den genomsnittliga skuldsättningsgraden relativt hög, vilket ökar risken, men givet den starka underliggande lönsamheten som återfinns i spelbolag där starka kassaflöden kan genereras löpande, i kombination med gynnsamt ränteklimat, hålls risken nere. Skuldsättningen i SLG är för närvarande hög men har förbättrats något efter nettolikviden om 95 MSEK som SLG tillfördes genom företrädesemissionen i januari 2022 vilken möjliggjorde en slutbetalning till säljarna av Raketspel. Vid utgången av Q2-22 uppgick de räntebärande skulderna till ca 136,8 MSEK från ca 200 MSEK vid utgången av Q4-21, samtidigt som kassan uppgick till 8,5 MSEK vid utgången av Q2-22.

VÄRDERING

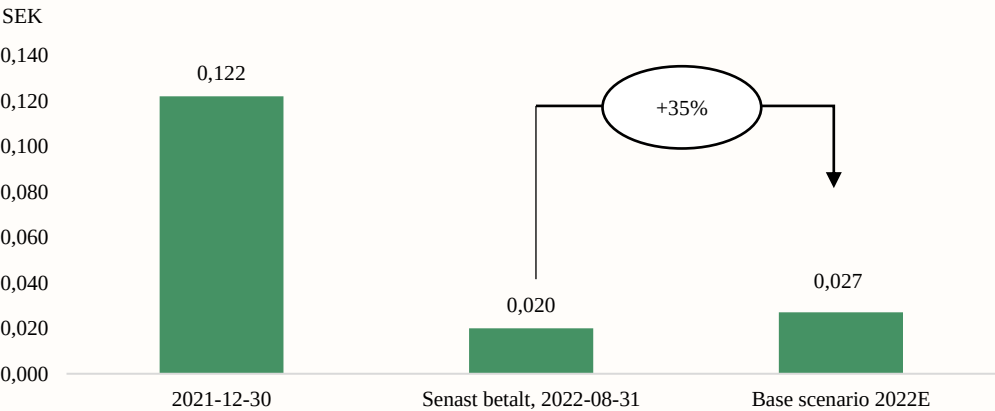
Prognoser	Safe Lane Gaming	Qiiwi	Embracer Group ¹	G5 Entertainment	Stillfront Group	Media and Games	Rovio	Genomsnitt, peers
CAGR 2022-2024	11,2%	n.a.	41,4%	4,8%	14,9%	15,8%	5,1%	16,4% ²
EBITDA-tillväxt 2022-2024 (årlig)	11,3%	n.a.	49,8%	7,9%	13,8%	20,6%	4,7%	19,4% ²
EBITDA-marginal								
LTM	59,6%	-35,4%	25,6%	27,1%	35,7%	25,8%	17,8%	26,4%
2021	59,6%	-12,4%	30,6%	27,1%	35,7%	25,8%	17,7%	27,4%
2022E	46,8%	n.a.	32,9%	22,2%	36,7%	28,8%	16,6%	27,5%
2023E	56,6%	n.a.	35,5%	28,1%	37,2%	28,8%	17,6%	29,4%
2024E	59,8%	n.a.	36,5%	29,2%	37,8%	29,1%	17,6%	30,0%
Forward EV/EBITDA 2022E	7,55	n.a.	7,34	4,23	5,77	6,91	7,01	6,25
Forward EV/EBITDA 2023E	5,13	n.a.	6,06	3,19	5,11	6,06	6,50	5,38

Den genomsnittliga forward EV/EBITDA-multipeln (år 2022) för jämförelsebolagen uppgår till 6,3x, exklusive Qiiwi Games vilka har en negativ multipel. Safe Lane Gaming är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag sett till marknadsvärde, vilket, i kombination med en kort operationell historik i dess nuvarande form och skala, motiverar en värderingsrabatt. Därtill har SLG en smalare spelportfölj jämfört med jämförelsebolagen, vilket gör Bolaget mer sårbart om spel inte levererar, även om SLG fram till dags dato har förvärvat speltillgångar inom flera olika genrer och ämnar göra det även framgent för att sprida riskerna i form av trender, regeländringar m.m. Då SLG inte avser att utveckla egna spel från grunden utan förvärva beprövade speltillgångar reducerar affärsmodellen den operativa risken, då spelutveckling som sådan är förknippad med å ena sidan högre risk, å andra sidan högre lönsamhet. Raketspel utvecklar dock egna spel från grunden och givet att Raketspel än idag utgör en stor andel av den totala nettoomsättningen, är det en risk att ta i beaktning, och som vi tar hänsyn till genom antagen multipel. Samtidigt ska det tilläggas att teamet bakom Raketspel har uppvisat en stark förmåga att skapa framgångsrika spel historiskt, däribland Dig This! och Castle Raid!.

SLG estimeras växa nettoomsättningen och EBITDA-resultatet i linje med jämförelsebolagen under perioden 2022-2024, justerat för förvärvad omsättnings- och EBITDA-tillväxt i Embracer under år 2022², dock med en markant högre EBITDA-marginal än genomsnittet. Givet ovannämnda och med hänsyn tagen till kort operationell historik, stort beroende av Raketspel, lägre Market Cap och högre skuldsättning än jämförelsebolagen, i kombination med ett rådande börs klimat som kännetecknas av ökad riskaversion, anser Analyst Group att SLG sammantaget bör värderas i nära linje med genomsnittet och till en forward EV/EBITDA-multipel om 6,6x på 2022 års estimerade EBITDA-resultat. Det ger ett Enterprise Value om 184 MSEK. Efter avdrag av 2022 års estimerade nettoskuld ges ett Market Cap om 73 MSEK, vilket motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,027 kr i ett Base scenario.

I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 0,027 kr, givet 2022 års estimerade EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,6x.

Värdering givet tillämpad EV/EBITDA-multipel



Analyst Groups prognoser

0,027 KR
VÄRDE PER
AKTIE
(BASE)

¹ Embracer har brutet räkenskapsår.

² I Q1-22 (brutet räkenskapsår) uppvisade Embracer en negativ organisk tillväxt om 12 % och för helåret 2022/2023 guidar bolaget för en organisk tillväxt om 20-35 %. Givet att Embracer når en organisk tillväxt om 27 % (mitten av intervallet) för år 2022 blir genomsnittstillväxten (CAGR) för omsättningen 17 % under åren 2022-2024, således hade då den genomsnittliga CAGR:n för peer-gruppen uppgått till 11,5 %. Den genomsnittliga årliga organiska tillväxten i EBITDA-resultatet, givet ovannämnda, väntas därför istället vara ca 18-20 % för Embracer under åren 2022-2024, vilket innebär att genomsnittet för peer-gruppen, allt annat lika, blir ca 13 %.

BULL & BEAR

0,43 KR
VÄRDE PER
AKTIE
(BULL)

0,007 KR
VÄRDE PER
AKTIE
(BEAR)

Bull scenario

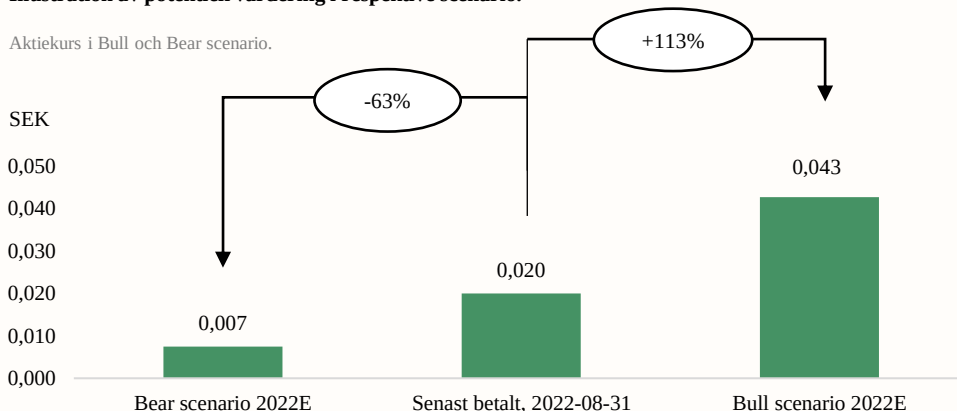
I ett Bull scenario väntas SLG stärka upp teamet bakom Raketspel med ytterligare anställda för att accelerera spelutvecklingen i syfte att ta fram betydligt fler spelprototyper än dagens mål om 20 nya prototyper per år, där 30-35 prototyper antas. Detta estimeras mynna ut i att Raketspel kan ta fram fler spel än dagens mål om 1-2 nya spel årligen, vilket väntas resultera i en starkare tillväxt än vad som estimeras i ett Base scenario och givet den höga skalbarhet som affärsmodellen medför kan en högre lönsamhet och ett starkare kassaflöde genereras organiskt. Vidare estimerar Analyst Group att SLG:s optimering- och förädlingsarbete mynnar ut i fler nedladdningar och längre, tillika högre, LTV (Life Time Value) bland befintliga speltillgångar än vad som estimeras i ett Base scenario, vilket accelererar tillväxten ytterligare. I ett Bull scenario estimeras SLG uppvisa ett EBITDA-resultat om ca 33 MSEK år 2022, vilket med en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,7x, motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,43 kr.

Bear scenario

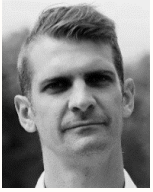
Senaste iOS14-uppdatering från Apple väntas i ett Bear scenario innebära att SLG möter svårigheter med dels förvärv av nya användare till Bolagets spel, dels monetariseringen i spelen, då det blir svårare att både anpassa marknadsföringen för individuella användare och följa upp på marknadsföringens effekt. Detta väntas påverka i synnerhet Raketspel som erhåller majoriteten av intäkterna via annonser i spelen, vilket skulle få en negativ effekt på omsättningen. Vidare estimeras Raketspel inte kunna skapa lika framgångsrika spel som Dig This! vilket gör att den höga omsättningen som uppvisades under åren 2019-2020 inte går att upprätthålla. Med Raketspel som, i ett Bear scenario, tappar en stor del av den omsättning som historiskt uppvisats, får det en negativ effekt på genererade kassaflöden inom rörelsen, vilket i sin tur medför svårigheter att organiskt investera i andra befintliga speltillgångar såväl som att finansiera kommande speltillgångar, men även klara av Bolagets höga skuldsättning. Ytterligare extern kapitalanskaffning kan då bli nödvändigt, t.ex. genom nyemission, med risk för sämre villkor för att attrahera investerare. I ett Bear scenario, givet ovannämnda resonemang avseende kassaflödet tillsammans med en fortsatt hög nettoskuld, har Analyst Group i ett Bear scenario valt att värdera SLG utifrån värdet av IT-plattformen, då Bolagets höga räntekostnader antas resultera i ett negativt kassaflöde under prognosperioden. Givet de framgångsrika spel som Raketspel har lanserat historiskt och den användarbas som Battle Camp har, samt har haft, anser Analyst Group att IT-plattformen har ett värde värt att beakta, trots att estimaten i ett Bear scenario indikerar ett negativt kassaflöde under prognosperioden. Vid utgången av Q2-22 hade Bolagets IT-plattform ett bokfört värde om 26 MSEK och med hänsyn till rådande marknadssentiment, de finansiella estimaten i ett Bear scenario samt rådande nettoskuld, bedömer Analyst Group att en rabatt på det bokförda värdet av IT-plattformen är rättfärdigat. I ett Bear scenario värderar Analyst Group IT-plattformen till 20 MSEK, vilket hade motsvarat ett market cap mot EBITDA om ca 1x på 2022 års estimat, vilket motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,007 kr per aktie.

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull och Bear scenario.



Analyst Groups prognoser

**Arvid Klingström, CEO**

Arvid tillträdde rollen som VD för SLG den 1 september 2022 efter Jesper Nord som fortfarande är kvar i Bolaget, med helhetsansvar över dotterbolagen BattleCamp AB. Arvid har tidigare arbetat inom spelbolag såsom Paradox Interactive och King, med rollerna Head of Player Services samt Head of Studio.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: inga aktier

**Philip Arfwedson, CFO**

Philip tillträdde som CFO den 1 augusti 2022 och kommer närmast från rollen som Financial Director på Link Mobility, där han har ingått i företagets ledningsgrupp med det övergripande ansvaret för ekonomifunktionen. Därutöver har Philip varit involverad i arbetet gällande verksamhetsstyrningen, affärsutveckling och strukturering. Philip har varit högst delaktig i Link Mobilitys kraftiga tillväxt under de senaste åren där Link mellan åren 2016-2020 har haft en genomsnittlig årlig tillväxt (CAGR) om ca 38 %. Dessförinnan kommer Philip från rollen som Business Controller på Com Hem AB.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: inga aktier

**Per Ekstig, CTO och medgrundare av Raketspel samt styrelseledamot**

Per Ekstig, född 1968, är styrelseledamot sedan juni 2021. Per är civilingenjör i Datateknik från Linköpings Tekniska Högskola. Han har lång erfarenhet av spelutveckling och har sitt fokus på konceptutveckling, prototyping samt både frontend- och backend-programmering. Per var med och grundade Raketspel år 2000 och har där axlat rollen som CTO och styrelseordförande.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: 267 m aktier (9,95 %) genom bolaget Ekstig Holding AB.

**Johan Henkow, CEO i Raketspel**

Johan Henkow, född 1983, är CEO i Raketspel. Johan har en bred erfarenhet inom digital affärsutveckling, försäljning och marknadsföring. Johan har tidigare arbetat på Klarna, H&M and Lifesum innan han började på Raketspel 2018. Johan har ett stort intresse för spel och engagerar sig i frågor som berör teknik och spelkoncept. Johan är civilingenjör inom industridesign från Linköpings Universitet.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: 73 m aktier (3,75 %) genom bolaget Prostyr AB.

**Nicklas Hagström, COO**

Nicklas K Hagström, född 1981, har en bred erfarenhet inom affärsutveckling. Nicklas arbetar som COO i SLG och operationellt i Battlecamp AB. Nicklas har stor erfarenhet av bl.a. marknadsföring, start-ups och affärsutveckling. Nicklas har tidigare arbetat på Drivhuset, CEVT, Gemalto m.fl.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: inga aktier

**Björn Mannerqvist, Styrelseordförande**

Björn Mannerqvist är idag VD för MOBA network och har arbetat med digital marknadsföring i över 20 år. Han är även styrelsemedlem i Ayima Nordic AB. Björn var tidigare VD för Future Gaming Group International AB och styrelsemedlem i bland annat Future Gaming Group International AB och Tourn International AB.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: inga aktier

**Jesper Nord, Styrelseledamot**

Jesper Nord, född 1986, var Bolagets VD mellan oktober 2020 till september 2022. Han har en kandidat inom Industridesign med fokus på produktutveckling, användarvänlighet och affärsutveckling från Lunds Tekniska högskola samt studerat App-utveckling på Yrkeshögskolan i Göteborg med fokus på programmering, UX design och interaktionsdesign. Han har tidigare suttit som VD i Game Chest Group som är noterat på Spotlight Stock Market. Jesper har sedan 2011 arbetat som egenföretagare och som anställd inom app- och webbplatsutveckling, interaktionsdesign, digital design, affärsutveckling och projektledning. Jespers erfarenheter inom UX-design och som digital strateg gör att han kan ta fram målgrupper till Bolaget.

Aktieinnehav i Safe Lane Gaming: 961 538 st (0,05 %)

APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	29,2	55,7	56,7	69,1	77,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	29,2	57,0	56,7	69,1	77,4
Försäljningskostnader/KSV	0,0	-10,5	-18,4	-18,4	-19,0
Bruttoresultat	29,2	46,5	38,4	50,7	58,3
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	67,6%	73,3%	75,4%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-6,0	-5,9	-6,2
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-5,5	-5,3	-5,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0
EBITDA	13,6	33,2	26,9¹	39,6	46,8
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	47,4%	57,2%	60,5%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,4	-51,4	-51,4
EBIT	10,5	-5,2	-24,5	-11,9	-4,6
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-43,2%	-17,2%	-6,0%
Finansiella intäkter	0,0	0,0			
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-34,0	-31,1	-27,1
EBT	4,8	-33,9	-58,6	-43,0	-31,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	4,8	-33,9	-58,6	-43,0	-31,7
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-103,2%	-62,2%	-41,0%

Bull scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	29,2	55,7	64,7	82,1	96,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	29,2	57,0	64,7	82,1	96,6
Försäljningskostnader/KSV	0,0	-10,5	-20,1	-19,8	-20,7
Bruttoresultat	29,2	46,5	44,6	62,2	75,9
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	68,9%	75,8%	78,5%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-6,4	-6,0	-6,2
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-6,2	-5,8	-6,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0
EBITDA	13,6	33,2	32,0²	50,4	63,7
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	49,5%	61,4%	65,9%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,4	-51,4	-51,4
EBIT	10,5	-5,2	-19,4	-1,0	12,3
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-30,0%	-1,2%	12,7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-34,0	-31,1	-27,1
EBT	4,8	-33,9	-53,5	-32,1	-14,8
Skatt	0,0	0,0	11,0	6,6	3,0
Periodens resultat	4,8	-33,9	-42,5	-25,5	-11,7
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-65,6%	-31,1%	-12,1%

¹ Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 27,8 MSEK.

² Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 32,9 MSEK

APPENDIX

Bear scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	29,2	55,7	49,0	43,6	36,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	29,2	57,0	49,0	43,6	36,6
Försäljningskostnader/KSV	0,0	-10,5	-18,5	-13,1	-10,5
Bruttoresultat	29,2	46,5	30,5	30,5	26,1
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	62,2%	69,9%	71,3%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-6,0	-5,2	-4,9
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-5,7	-5,1	-4,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,0
EBITDA	13,6	33,2	18,9¹	20,1	16,4
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	38,5%	46,2%	44,8%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,4	-51,4	-51,4
EBIT	10,5	-5,2	-32,6	-31,3	-35,0
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-66,5%	-71,7%	-95,7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-34,0	-31,1	-27,1
EBT	4,8	-33,9	-66,6	-62,4	-62,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	4,8	-33,9	-66,6	-62,4	-62,1
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-136,0%	-143,0%	-169,6%

¹ Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 19,8 MSEK.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Safe Lane Gaming AB (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm