

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

## SAFE LANE GAMING

*Förbättrad kapitalstruktur medför en  
solidare grund framöver*

2022-11-16

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 spelbolag vilka utvecklar och förvaltar mobilspel. 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 Q3-22    | 5-6   |
| Investeringsidé    | 7     |
| Bolagsbeskrivning  | 8-12  |
| Marknadsanalys     | 13-15 |
| Finansiell prognos | 16-22 |
| K3-regelverket     | 23    |
| Värdering          | 24-26 |
| Bull & Bear        | 27    |
| Ledning & styrelse | 28-29 |
| Appendix           | 30-31 |
| Disclaimer         | 32    |

## VÄRDEDRIVARE

7 av 10

En viktig värde drivare för SLG är dess förmåga att fortsätta utveckla nya framgångsrika spel, varför det blir viktigt för investerare att beakta hur lanserade spel utvecklas. SLG:s *soft launch* av Dig This 2! bedömer Analyst Group som en viktig trigger under resterande del av år 2022, men framförallt under år 2023, vilken har potentialen att generera starkt aktieägarvärde givet hur framgångsrik föregångaren var. Med flertalet världsledande förläggare som samarbetspartners, däribland Voodoo, erhålls värdefull *know-how* under spelutvecklingen, samtidigt som en bred distribuering av utvecklade spel möjliggörs. Nya samarbetsavtal med förläggare, vilka öppnar upp fler 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 har reducerats avsevärt under år 2022, men är alltjämt fortsatt hög. SLG är lönsamma på EBITDA-nivå, och uppvisade under Q3-22 en EBITDA-marginal om 38,5 %. 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, marknadsföring och försäljning. Styrelseordförande Björn Mannerqvist är idag VD för spelplattformsbolaget MOBA Network och har över tjugo års erfarenhet av digital marknadsföring. Vidare bedöms VD Arvid Klingström inneha värdefull erfarenhet genom tidigare roller på spelbolagen Paradox Interactive och King. Insiderägandet har tidigare varit relativt högt (ca 14 %) men givet senaste kvittningsemissionen är motsvarande ägande ca 5 %.

## RISKPROFIL

7 av 10

Vid utgången av Q3-22 uppgick kassan till 4,2 MSEK samtidigt som Bolagets räntebärande skulder uppgick till ca 50,3 MSEK. Genom en kvittningsemission under Q4-22 har balansräkningen förbättrats signifikant, men skuldsättningen är dock fortsatt hög vilket ställer höga krav på SLG:s förmåga att generera kassaflöde framgent. Raketspel har historiskt uppvisat starka kassaflöden givet en hög underliggande lönsamhet och stark omsättningstillväxt. Trender inom genrererna *Casual* och *Hyper-Casual* (vilka Raketspel verkar inom) är snabbbrörliga 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 summerar 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 årets första nio månader 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, stärkt utvecklingsteamet och under Q4-22 gått in i *Soft Launch* av spelet Dig This 2!, vilket Analyst Group estimerar kommer understödja en starkare tillväxt såväl som lönsamhet under år 2023. För år 2023 estimeras ett EBITDA-resultat om 29,4 MSEK och med en tillämpad forward EV/EBITDA-multipel om 6,2x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 0,021 kr i Base scenario.

Q3-rapporten kom in under förväntansbilden

SLG uppvisade under Q3-22 en nettoomsättning om 10,8 MSEK, motsvarande en negativ tillväxt om -37 % Y-Y och -7 % Q-Q. Frånvaron av nya spellanseringar under kvartalet har hämmat omsättningen, vilken har minskat under tre efterföljande kvartal, vilket Analyst Group bedömer är en effekt av en lägre spelaraktivitet inom Bolagets spelportfölj. Störst användartapp bedöms ha skett i Raketspel efter den framgångsrika lanseringen av Castle Raid! under Q3-21. Givet en ökad kostnadsbas i takt med rekryteringen av nyckelpersoner och utvecklare, har den sjunkande omsättningen medfört ett succesivt lägre EBITDA-resultat, vilken under Q3-22 uppgick till 4,2 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 38,5 %, ned från 39,5 % i Q2-22. Såväl omsättningen som EBITDA-resultatet kom in lägre än estimat, varför vi har gjort revideringar i våra tidigare helårsprognoser.

Soft Launch av Dig This! 2 utgör stark trigger

Under Q4-22 meddelade SLG att Bolaget har, tillsammans med Voodoo, gått in i *soft launch* av spelet Dig This 2!, vilket är uppföljaren på Bolagets mest framgångsrika spel, med över 125 miljoner nedladdningar. Spelet marknadsförs med begränsad budget samtidigt som spelet optimeras innan en eventuell global lansering blir aktuell, och utgör en stark trigger kommande kvartal enligt Analyst Group givet den starka respons som den första versionen erhöll.

Justerat värderingsintervall

Såväl omsättningen som EBITDA-resultatet var under vår prognos, vilket också varit fallet under de tre senaste kvartalet. Till följd av denna utveckling i kombination med en mindre multipelkontraktion inom peer-gruppen, har Analyst Group valt att revidera värderingsintervallet givet sänkta estimat. Vi ser dock positivt på att SLG under år 2022 lyckats stärka balansräkningen, senast genom en kvittningsemission vilken minskar de räntebärande skulderna avsevärt. Skuldsättningen är fortsatt hög, men med en förbättrad kapitalstruktur medförs betydligt lägre räntekostnader framgent, vilket följaktligen möjliggör för SLG att i högre uträkning kapitalisera på Bolagets starka underliggande lönsamhet. Vidare ser vi positivt på Bolagets *Soft Launch* av Dig This 2!, vilket bedöms som en stark trigger framöver.

AKTIEKURS | 0,019 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, 2023 ÅRS PROGNO

|          |          |          |
|----------|----------|----------|
| BEAR     | BASE     | BULL     |
| 0,007 kr | 0,021 kr | 0,030 kr |

| SAFE LANE GAMING                            |       |       |                   |       |                            |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------------------|-------|----------------------------|
| Senast betalt (2022-11-15)                  |       |       |                   |       | 0,019                      |
| Antal Aktier (st.)                          |       |       |                   |       | 6 992 771 330 <sup>1</sup> |
| Market Cap (MSEK)                           |       |       |                   |       | 132,9 <sup>1</sup>         |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)               |       |       |                   |       | 46,1 <sup>1</sup>          |
| Enterprise Value (MSEK)                     |       |       |                   |       | 179,0 <sup>1</sup>         |
| V.52 prisintervall (SEK)                    |       |       |                   |       | 0,136-0,014                |
| Lista                                       |       |       |                   |       | Nordic SME                 |
| UTVECKLING                                  |       |       |                   |       |                            |
| 1 månad                                     |       |       |                   |       | 26,7 %                     |
| 3 månader                                   |       |       |                   |       | -36,7 %                    |
| 1 år                                        |       |       |                   |       | -84,2 %                    |
| YTD                                         |       |       |                   |       | -84,4 %                    |
| HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2022-11-11 |       |       |                   |       |                            |
| Iron Branch Invest AB                       |       |       |                   |       | 72,2 %                     |
| Per Ekstig                                  |       |       |                   |       | 3,8 %                      |
| Bengt Gustafsson                            |       |       |                   |       | 2,4 %                      |
| New Equity                                  |       |       |                   |       | 2,3 %                      |
| Nordnet Pensionförsäkring                   |       |       |                   |       | 2,0 %                      |
| VD OCH ORDFÖRANDE                           |       |       |                   |       |                            |
| Verkställande Direktör                      |       |       |                   |       | Arvid Klingström           |
| Styrelseordförande                          |       |       |                   |       | Björn Mannerqvist          |
| FINANSIELL KALENDER                         |       |       |                   |       |                            |
| Bokslutskommuniké 2022                      |       |       |                   |       | 2023-02-23                 |
| PROGNOS (BASE), MSEK                        | 2020  | 2021  | 2022E             | 2023E | 2024E                      |
| Nettoomsättning                             | 29,2  | 55,7  | 48,1              | 58,4  | 74,2                       |
| Omsättningstillväxt                         | n.a.  | 90,9% | -13,6%            | 21,4% | 27,0%                      |
| Bruttoresultat                              | 29,2  | 46,5  | 31,1              | 41,4  | 55,9                       |
| Bruttomarginal                              | 99,9% | 62,7% | 64,6%             | 70,9% | 75,4%                      |
| EBITDA                                      | 13,6  | 33,2  | 19,0 <sup>2</sup> | 29,4  | 42,9                       |
| EBITDA-marginal                             | 46,6% | 59,6% | 39,6%             | 50,4% | 57,9%                      |
| P/S                                         | 4,6   | 2,4   | 2,8               | 2,3   | 1,8                        |
| EV/S                                        | 6,1   | 3,2   | 3,7               | 3,1   | 2,4                        |
| EV/EBITDA                                   | 17,0  | 5,4   | 9,4               | 6,1   | 4,2                        |

<sup>1</sup> Med hänsyn till kvittningsemissionen som beslutades under Q4-22, vilken medförde 4 307 816 399 nya aktier.

<sup>2</sup> Justerat för engångskostnader om 0,9 MSEK i Q2-22 uppgår det estimerade justerade EBITDA-resultatet till 19,9 MSEK år 2022.

# KOMMENTAR Q3-22

**10,8 MSEK  
NETTO-  
OMSÄTTNING  
I Q3-22**

**STÄRKT UPP  
UTVECKLINGS-  
TEAMET**

**FÖRDJUPAT  
SAMARBETE MED  
VOODOO**

## Frånvaron av nya spellanseringar hämmade omsättningstillväxten...

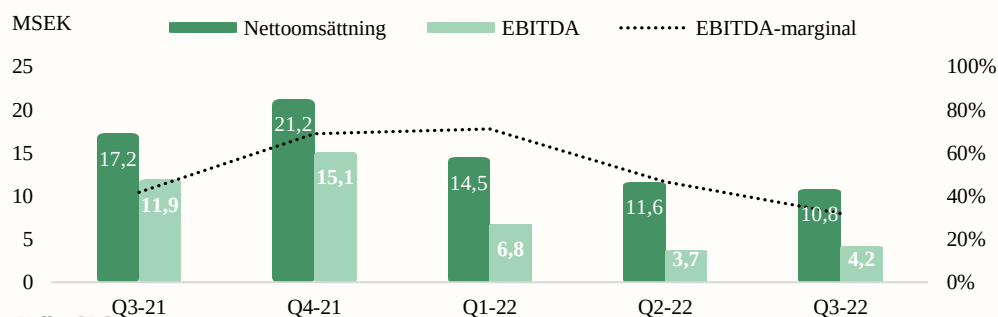
Under Q3-22 uppgick nettoomsättningen till 10,8 MSEK (17,2), motsvarande en minskning om -37 % Y-Y och -7 % Q-Q. Det bör dock tilläggas att innevarande kvartal ställs mot ett starkt jämförelsekvartal Y-Y då SLG släppte Bolagets senaste hitspel Castle Raid! under det tredje kvartalet 2021, vilket drev upp omsättningen. Uteblivna spellanseringar är dock fortsatt ett faktum och omsättningen under det tredje kvartalet 2022 var lägre än vad Analyst Group hade estimerat, där vi hade väntat en omsättning om ca 13-14 MSEK.

I rapporten kan vi utläsa att medan SLG:s spelprototyper inte mötte Bolagets spellanseringskrav under det tredje kvartalet, har SLG ytterligare spelprototyper igång parallellt under fjärde kvartalet, vilket möjliggörs av att SLG har stärkt upp teamet under 2022. Med ett större team tillåts SLG att öka takten inom spelutvecklingen, vilket följaktligen ökar sannolikheten att nya spel kan lanseras och att omsättningen framöver kan stärkas. SLG har historiskt bevisat att det krävs endast en lyckad spellansering för att kraftigt öka omsättningen och lönsamheten, vilket dotterbolaget Raketspel är ett tydligt kvitto på. Genom lanseringen av Bolagets, per dags dato, mest framgångsrika spel, Dig This!, ökade dotterbolaget Raketspel omsättningen från 2,2 MSEK om år 2019 till 50,8 MSEK år 2020, samtidigt som EBIT-resultatet växte till 46,6 MSEK, från -0,1 MSEK. Lanseringen av Castle Raid! hade likväl en stark positiv effekt på SLG:s omsättning och lönsamhet under Q3-Q4 2021. Att omsättningen däremot nu under tre efterföljande kvartal har minskat påvisar SLG:s beroende av att lansera nya hits för att upprätthålla en stark tillväxt inom verksamheten, samtidigt visar nuvarande spelportfölj att en relativt stabil bas av intäktsströmmar kan genereras, vilket vi har kunnat se under år 2022 givet frånvaron av nya spellanseringar, primärt under Q2-Q3 2022 då omsättningen har taktat kring 10-11 MSEK.

Vad som blir viktigt för SLG framöver, för att bibehålla denna bas av intäktsströmmar, är att fortsätta förädlingsarbetet omkring spelen, varför Analyst Group ser positivt på att Battle Camp ökade spelaraktiviteten med 30 % under det årliga Halloween-eventet, då det påvisar att de satsningar som görs avseende b.l.a. speluppdateringar, support och marknadsföring ger resultat. Vidare ser vi positivt på Raketspels fördjupade samarbete med den globala mobilspelsförläggaren Voodoo gällande vidareutvecklingen av Castle Raid!, där ambitionen är att ta spelet från Hyper-Casual-genren till ett mer renodlat Casual-spel. Analyst Group anser att detta är ett steg i rätt riktning för att å ena sidan bibehålla basen i intäktsströmmarna genom att göra spelet mer "sticky", å andra sidan möjliggör det ökade intäktsströmmar framöver från spelet givet att utvecklingsarbetet faller ut väl. Upplägget på avtalet bedömer vi även är gynnsamt för SLG givet Bolagets nuvarande finansiella ställning, då det innebär att inget ytterligare rörelsekapital behövs bindas upp för utvecklingsarbetet då Voodoo ansvarar för det, även om SLG ger upp något mer av den framtida intjänningen från spelet. Således blir risk-rewarden för SLG god då Bolaget parallellt kan fortsätta att fokusera på att utveckla nya spel.

## Frånvaron av nya spellanseringar och minskad aktivitet på befintliga spel förklarar den vikande omsättningen.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q3-21-Q3-22



Källa: SLG

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# KOMMENTAR Q3-22, FORTS.

## ...vilket sätter sina spår i EBITDA-resultatet

Justerat för de engångskostnader som belastade rörelsekostnaderna i Q2-22 om ca 0,9 MSEK, ökade de sammanlagda rörelsekostnaderna med ca 16 % jämfört med föregående kvartal, samtidigt som omsättningen minskade med ca 7 %, vilket speglar SLG:s ökade kostnadsbas som ett resultat av nyrekryteringar som gjorts under Q2-22. Däremot uppvisade SLG en starkare bruttomarginal under Q3-22, vilken uppgick till 66,7 % och motsvarar en ökning med ca fem procentenheter. Den starkare bruttomarginalen medförde att SLG kunde uppvisa ett EBITDA-resultat om 4,2 MSEK i Q3-22, vilket var i linje med det justerade EBITDA-resultatet i Q2-22 (4,6 MSEK), trots ökade rörelsekostnader och vikande omsättning. Då Analyst Group hade estimerat ett försäljningsmässigt starkare kvartal, låg våra EBITDA-estimat högre än vad SLG uppvisade under Q3-22, där vi hade estimerat ett EBITDA-resultat om ca 6,5-7 MSEK. .

## Fortsatta åtgärder vidtas för att stärka balansräkningen

Vid utgången av Q3-22 uppgick kassan till 4,2 MSEK, motsvarande en minskning om ca 4,4 MSEK jämfört med Q2-22. SLG har under 2022 arbetat med att stärka balansräkningen där Bolaget under Q2-22 förbättrade lånestrukturen genom att lösa merparten av Bolagets kortfristiga kreditfaciliteter genom ingåendet av en treårig kreditfacilitet. Som ett ytterligare led i att stärka balansräkningen har SLG ingått ett villkorad avtal med en del av Bolagets större långivare där befintliga lån upp till 90 MSEK ämnas lösas genom att en del av lånen betalas av och resterande del kvittas mot aktier till ett pris om 0,02 kr per aktie. Kvittningsemissionen kan maximalt medföra en utspädningseffekt om 62 %, vilket å ena sidan inte är en positiv datapunkt för aktieägare, å andra sidan ser Analyst Group inte mycket till alternativ för SLG då Bolaget behöver förbättra såväl kapitalstrukturen som kassaflödet, där kassaflödet idag är belastat i hög grad av räntekostnader. Genom att minska skuldsättningen tillåts SLG i större utsträckning att kapitalisera på Bolagets starka underliggande lönsamhet och organiskt stärka upp kassapositionen framöver. I Q3-rapporten blev det tydligt att arbetet med att stärka balansräkningen hittills har burit frukt, vilket minskade räntekostnader påvisade, vilka minskade med ca 5 MSEK Q-Q. Detta medförde ett starkare kassaflöde från den operationella verksamheten före förändringar av rörelsekapitalet, trots att omsättningen var något lägre i Q3-22 än föregående kvartal. Givet att kvittningsemissionen klubbas igenom på den extra bolagsstämman den 11 november, ges SLG bättre förutsättningar att organiskt generera kassaflöde som i sin tur kan användas till att fortsätta hålla hög innovationstakt samt successivt betala av resterande räntebärande skulder.

38,5 %  
EBITDA-  
MARGINAL

KVITTNINGS-  
EMISSIONEN  
LÄGGER EN  
SOLIDARE  
GRUND FÖR  
FRAMTIDEN

Q3-22 at a  
glance



-37 %

Organisk tillväxt Y-Y



38,5 %

EBITDA-marginal



4,2 MSEK

Kassa Q3-22



# INVESTERINGSIDÉ

SKA  
ETABLERA ETT  
POWERHOUSE  
INOM HYPER-  
CASUAL

STARK  
TILLVÄXT  
INOM  
HYPER-CASUAL

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

29,4 MSEK  
I EBITDA  
ESTIMERAS  
FÖR 2023E

NYA SPEL  
BEHÖVS  
UTVECKLAS  
FÖR ATT  
LEVERERA  
TILLVÄXT

## Stuvar om affärsstrategin – ska bli ett Powerhouse inom Hyper-Casual

Historiskt har SLG:s affärsstrategi varit att förvärva beprövade speltitlar/bolag för att därefter förvalta såväl som förädla dessa, samtidigt som synergier mellan spelen/bolagen ämnades utvinna för att göda en långsiktig tillväxt för koncernen. Under H2-22 lade SLG om affärsstrategin, där Bolaget nu och framöver är positionerade för att skapa ett *Powerhouse* inom *Hyper-Casual*-genren, vilket ska möjliggöras genom att vidareutveckla dotterbolaget Raketspels affärsmodell och därigenom verka som en spelstudio med egenutveckling av mobilspel. Som ett led i denna satsning har Bolaget vidtagit ett antal organisatoriska åtgärder, däribland genom rekryteringen av en ny VD i form av Arvid Klingström och Philip Arfwedson som ny CFO, där bådadera besitter välmeriterade erfarenheter, b.l.a. har Arvid haft tidigare chefsroller från stora spelbolag som Paradox Interactive samt King. En viktig pusselbit i SLG:s satsning av att etablera ett *Powerhouse* inom *Hyper-Casual* är samarbetet med Voodoo, en av världens största mobilspelsförläggare, vilka tillgodoser relevant data i beslutet om ett spel är värt att satsa på eller inte, men bidrar likväl med expertis, marknadsföring och distribution av spelen. Tillsammans med Voodoo har Raketspel lanserat de globala spelhitsen Dig This! och Castle Raid!, vilka har tillsammans över 150 miljoner nedladdningar.

## Hyper-Casual var den mest populära mobilspelsgenren under år 2021

*Hyper-Casual* är en genre inom mobilspel som under de senaste åren har varit under en stark framväxt och under år 2021 utgjorde genren över 30 % av de mest nedladdade mobilspelen, en ökning om ca 160 % från år 2018. *Hyper-Casual* spel kännetecknas i regel av att ha en kort livslängd, varför en trend de senaste åren bland spelutvecklare har varit att addera ett ökat djup i spelen i syfte att öka *retention rate*, samtidigt som det medför ökade möjligheter till IAP (*In App Purchase*) inom en genren som annars nästan uteslutande livnär sig på IAA (*In App Advertising*). *Hyper Casual*-genren utvecklas därmed i ökad grad mot mer *Hybrid-Casual* spel, ett skifte som SLG ämnar exekvera på genom Bolagets senaste hitspel Castle Raid! tillsammans med Voodoo.

## 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 kunde Raketspel generera en rörelsemarginal överstigande 80 % under åren 2019-2021, givet låga omkostnader och kostnadseffektiv spelutveckling. SLG har under Q4-22 gått in i en *soft launch* med uppföljaren Dig This 2!, vilket innebär att spelet marknadsförs med en begränsad budget samtidigt som spelet optimeras inför en eventuell global lansering. Analyst Group anser att detta utgör en attraktiv trigger framöver med potentialen att generera ett starkt aktieägarvärde, givet en framgångsrik global lansering.

## Prognos och värdering

Frånvaron av nya globala spellanseringar hittills under år 2022 har resulterat i att SLG utvecklats i en lägre takt än tidigare estimerat, samtidigt prognostiserar Analyst Group att SLG kan utvecklas starkare under år 2023 med stöd av b.l.a. ett nytt spelsläpp från Raketspel, där Dig This 2! utgör en stark trigger. För år 2023 estimeras SLG nå ett justerat EBITDA-resultat om 29,4 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har en forward EV/EBITDA-multipel om 6,2x applicerats som målmultipel, vilket motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,021 kr.

## Beroende av att lansera nya framgångsrika spel för att leverera stark tillväxt

Genom förvaltning såväl som förädling av befintlig spelportfölj kan SLG generera en stabil bas av intäktsströmmar, men för att uppvisa stark tillväxt framöver är Bolaget beroende av att kontinuerligt leverera nya spelhits, vilket är förknippat med en risk givet att utvecklade prototyper inte når SLG:s uppsatta spellanseringskrav. I ett scenario där SLG inte lyckats ta fram nya spelhits blir inte enbart tillväxten lidande utan även Bolagets kassaflöde, vilket har varit tydligt under år 2022, där den höga skuldsättningen har medfört höga räntekostnader, vilka blir svåra att täcka när omsättningen, tillika lönsamheten, viker ned. SLG har under år 2022 arbetat med att stärka upp balansräkningen och har dels lyckats ordna en förbättrad långsiktig lånestruktur, dels genomfört en kvittningsemission om strax under 90 MSEK, vilket medför avsevärt lägre räntekostnader framöver. Således ges SLG bättre förutsättningar att generera organiskt kassaflöde, vilket kan användas till investeringar samt successivt amortera ned resterande skuld.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# BOLAGSBESKRIVNING



**DIVERSIFIERAD  
SPELPORTFÖLJ**

**VÄRDEFULLA  
SAMARBETS-  
AVTAL PÅ  
PLATS**

**SLG  
OPERATIONS  
SKA  
UTVINNA  
SYNERGIER**

**Safe Lane Gaming** kom till börsen under hösten 2020 via ett omvänt förvärv av telekombolaget Challenger Mobile och är en spelstudio vilka producerar egenutvecklade mobilspel. Bolaget har en diversifierade spelportfölj som sträcker sig över flera olika genrer, från *Casual* och *Hyper-Casual* till *MMORPG*, *FPS*, *Word-Puzzle*, *RPG* samt *Strategy*. SLG har idag 15 aktiva spel vilka finns tillgängliga på olika plattformar, däribland App Store, Google Play och Amazon App Store, där SLG har totalt över 200 miljoner nedladdningar av Bolagets spel. Genom att inneha en diversifierad spelportfölj med spel inom flera genrer kan SLG sprida den operationella risken i verksamheten i termer av bl.a. trend- eller regeländringar. Trots relativt små medel har SLG lyckats producera mobilspel med miljontals nedladdningar, såsom *Dig This!* och *Castle Raid!*, vilket har möjliggjorts genom bl.a. Bolagets djupgående samarbete med Voodoo, en världsledande förläggare inom mobilspel med fokus *Casual* och *Hyper-Casual* spel, vilka har över 5 miljarder nedladdningar och 300 miljoner aktiva användare i månaden. SLG har därtill samarbeten med andra stora publicister såsom Carry1st och Azerion för distribuering av Bolagets utvecklade mobilspel.

Utöver egenutvecklade spel har SLG tidigare förvärvat speltillgångar i syfte att såväl förvalta som förädla dessa genom att exempelvis förbättra communityt och supporten. Det kan även handla om att ta fram nya funktioner, utvinna synergier eller optimera annonseringen omkring spelet, allt för att få spelarna att stanna längre i spelen, således öka livslängden tillika in-tjänningen per spelare. Exekveringen av detta arbete genomförs genom SLG:s affärsområde SLG Operations, vilken består utav externa konsulter samt medarbetare inom SLG, och genom att samla kompetenser från olika bolag och leverantörer med specifika expertisområden ges SLG en bredare förståelse för vilka metoder och tekniker som fungerar inom olika spel och genrer.

Inom SLG-koncernen återfinns idag två helägda dotterbolag, Raketspel och Battle Camp, SLG:s egna varumärke/spelstudio Vanguard Gaming Studio samt affärsområdet SLG Operations. Nedan illustreras koncernstrukturen samt ett urval av spelportföljen tillsammans med antalet nedladdningar för spelen.

## Överblick över koncernen och spelportföljen.

SLG koncernstruktur och spelportfölj samt antalet nedladdningar

**SLG**  
*at a glance*

  
**+ 200m  
Nedladdningar**

  
**+ 15  
Livespel**

  
**+ 58 MSEK  
Omsättning  
LTM**



Källa: SLG

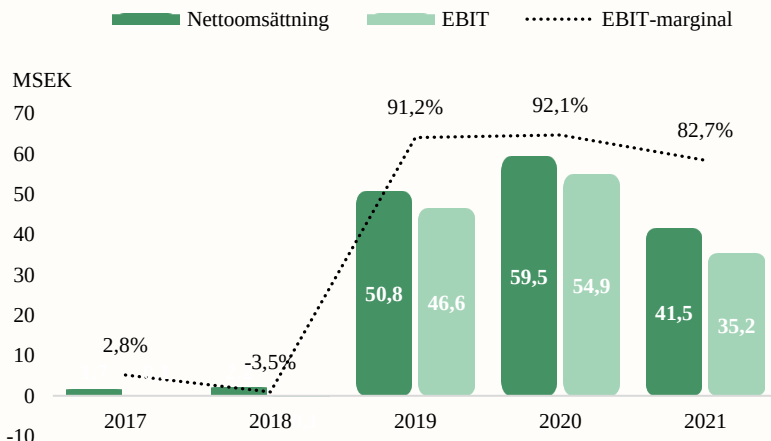
# BOLAGSBESKRIVNING



## Raketspel

Raketspel är en spelstudio som fokuserar på att utveckla mobilspel inom genren *Casual* och *Hyper Casual* och adresserar den globala mobilspelsmarknaden. Studio har idag fler än tio spel med ca 350 000<sup>1</sup> 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 studion 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 studions mest framgångsrika lansering fram till dags dato, med över 125 miljoner nedladdningar. Raketspels senaste spel, *Castle Raid!*, vilken lanserades under SLG:s regi, har haft över 44 miljoner nedladdningar sedan lanseringen i augusti 2021 och nådde därtill topplaceringar på flertalet listor.

Raketspel har, givet en kapital-lätt verksamhet, en stark under-liggande lönsamhet, vars finans-iella prestation vilar i förmågan att utveckla framgångsrika mobilspel och förädlingen av dessa. Bolaget har ett starkt *track record* av att leverera framgångsrika spel, under år 2019 lanserade Raketspel bolagets mest framgångsrika spel till dags dato, *Dig This!*, vilken blev en global hit, något som åter-speglades i efterföljande års omsättning och lönsamhet.



Då spel inom genrerna *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.



<sup>1</sup> Senast kommunicerat.

# BOLAGSBESKRIVNING



## Battle Camp

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. MMORPG är en spelgenre som i regel kräver mer tid av spelarna då spelmomenten är mer komplexa och kräver ett högre engagemang. Spelet har över 40 miljoner nedladdningar med ca 10 000<sup>1</sup> dagliga aktiva användare ("DAU"). Spelet finns tillgängligt på plattformarna App Store, Google Play och Amazon App Store, där intäktsmodellen baseras på primärt IAP (*In App Purchase*), men även 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, likväl säsongsevent, för att skapa tillväxt och öka engagemanget i spelen, något som bolagets senaste Halloween-event påvisade genom en ökning av spelaraktiviteten med 30 %. 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 år 2013.



### Spelfunktioner



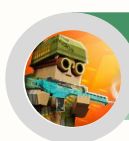
<sup>1</sup> Senast kommunicerat.

# BOLAGSBESKRIVNING



## 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. 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. Idag innehar studion spelen Idle War Camp, Death Dungeon och Fan of Guns.



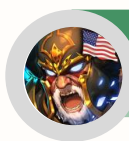
### Fan of Guns

First Person Shooter

~ 5,5M  
NEDLADDNINGAR

~ 440 000  
MAU

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<sup>1</sup> 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 månaders period verka gemensamt för att utveckla spelet vidare, för att på sådant vis säkerställa att spelet ges bästa möjliga förutsättningar att fortsätta leverera tillväxt.



### Death Dungeon

Role Playing Game (RPG)

~ 600 000  
NEDLADDNINGAR

~ 52 000  
MAU

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<sup>1</sup> 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 månaders period.



### Idle War Camp

Strategy

~ 80 000  
NEDLADDNINGAR

~ 12 000  
MAU

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<sup>1</sup> i MAU och ca 80 000 nedladdningar.

<sup>1</sup> Senast kommunicerat.

# 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.

## 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 kostnaderna till ca 144 tSEK, och utgjorde ca 1 % av nettoomsättningen, men givet att SLG under kvartalet även gjorde mindre justeringar i resultaträkningen antas vissa koncerninterna omklassificeringar ha utträttats under perioden, vilket Analyst Group bedömer påverkade kostnadsposten positivt under kvartalet, något som bekräftades under Q4-21 då motsvarande post uppgick till 1,2 MSEK eller 5,8 % av omsättningen. Rullande tolv månader uppgår kostnadspostens andel av omsättningen till ca 9 %, men inkluderar då även engångskostnader om 0,9 MSEK i Q2-22. Personalkostnader utgjorde ca 6,9 % av omsättningen under helåret 2021, men andelen har ökat under år 2022 som en resultat av nyrekrytering och vikande omsättning, där andelen rullande tolv månader uppgår till ca 10 %.

## Strategiska utsikter

Mobilspelsmarknaden är fragmenterad och konkurrensen är hård, varför det föreligger stora risker för spelutvecklare såsom SLG relaterat till att ta fram nya spel, givet osäkerheten kring dess framgång. SLG:s affärsfokus ligger primärt inom *Hyper-Casual*-genren, vilken kännetecknas av spel med relativt kort livslängd i relation till andra genres, samtidigt som spelutvecklingen medför betydligt lägre kostnader givet spelens enkelhet. Effekten av den korta livslängden inom *Hyper-Casual* har blivit särskilt tydlig under år 2022 och har speglats i den negativa utvecklingen i SLG:s omsättning och EBITDA-resultat som uppvisats under Q1-Q3 år 2022 givet frånvaron av nya spellanseringar. Viktigt för SLG framöver är att utveckla och bredda antalet projekt som är igång parallellt, för att på så vis kunna bli mer konsekventa i såväl spelutvecklingen som testning, vilket i sin tur ökar sannolikheten för nya framgångsrika spelsläpp, vilka kan skapa aktieägarevärde på kort tid.

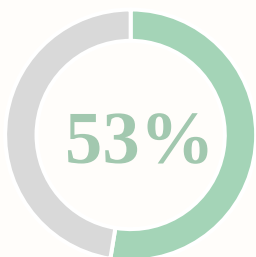
Under år 2022 har SLG arbetat med att stärka balansräkningen och som ett led i detta upptog Bolaget under Q2-22 en långfristig kreditfacilitet om 60 MSEK med en löptid om 3 år i syfte att lösa dyra kortfristiga räntebärande skulder, vilket förbättrade Bolagets långsiktiga lånstruktur. Därtill har SLG minskat Bolagets räntebärande skulder med ca 86 MSEK genom en kvittnings-emission under Q4-22, riktat mot Bolagets större långgivare. Den sammanlagda effekten av dessa åtgärder är avsevärt lägre räntekostnader, vilket medför att SLG i större utsträckning kan kapitalisera på Bolagets starka underliggande lönsamhet och organiskt stärka upp kassapositionen framöver. Med en stärkt kassaposition möjliggörs en ökad innovationstakt, samtidigt som SLG successivt kan amortera ned resterande skuld.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# MARKNADSANALYS

## Mobilspel utgör störst andel av spelindustrin

Safe Lane Gaming verkar inom spelindustrin och tillhandahåller en mobilspelportfölj inom flera genrer, såsom *Casual*, *Hyper-Casual*, *MMORPG* och *Role Playing Game*. Spelindustrin är idag den största underhållningsindustrin i världen med strax över tre miljarder spelare globalt, och delas primärt in i tre huvudkategorier: PC, mobil och konsol. Mobilspelsmarknaden har sedan år 2018 utgjort störst andel av spelindustrin i takt med marknadens höga tillväxt, jämfört med hela spelindustrin, och värderades till 98,4 mdUSD under år 2021, motsvarande en årlig tillväxt om 12,5 %, enligt analys- och marknadsundersökningsföretaget Newzoo. Den årliga tillväxten under år 2021 innebar en inbromsning från 2020 års kraftiga tillväxt om 30,1 %, vilken drevs av en ökad global spelaktivitet givet de fysiska restriktionerna som pandemin medförde. Under år 2022 estimeras mobilspel utgöra ca 53 % av hela industrin, med en marknadsstorlek om 103,5 mdUSD, motsvarande en tillväxt om 5,1 % Y-Y, att jämföra med 2,1 % vilken den totala spelindustrin estimeras växa med samma år.



Mobilspelsmarknadens andel av totala spelindustrin år 2022

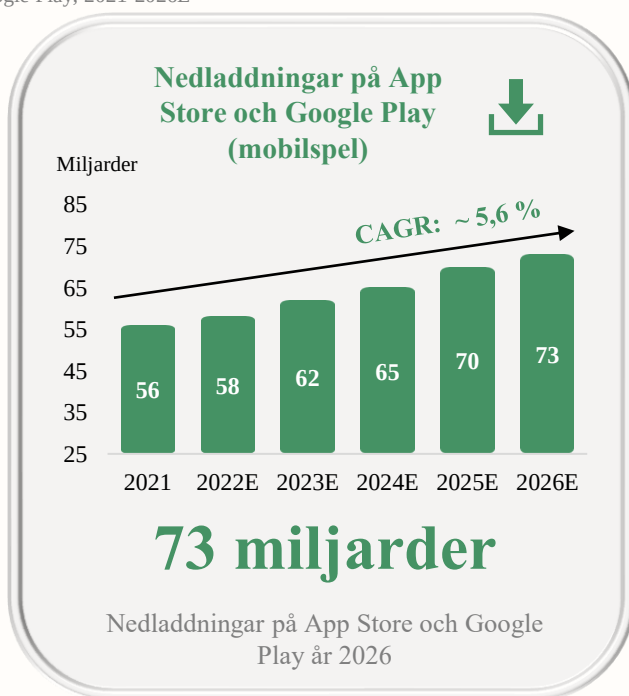
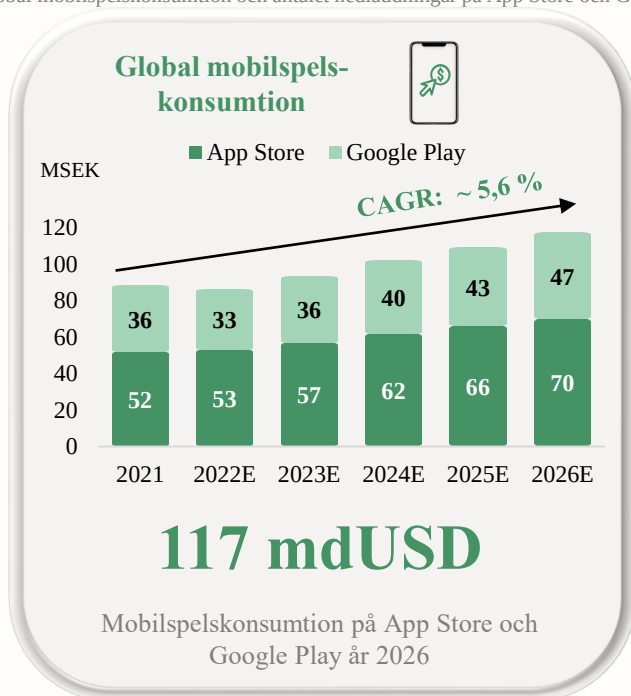
## Kvartalsvis data tyder på ett hack i tillväxtkurvan för mobilspelsmarknaden

Däremot, enligt kvartalsvis data från marknadsintelligensleverantörerna data.ai och Sensor Tower, har mobilspelare på global basis minskat spenderandet inom mobilspel på App Store och Google Play under Q1-Q3 2022, till följd av en fortsatt normalisering inom industrin efter den kraftiga ökningen under pandemin i kombination med rådande utmanande ekonomiska omvärldsläge, vilken påverkar konsumenternas beteende och köpkraft. Sensor Tower estimerar att tillväxttakten återhämtar sig mot slutet av år 2022, men att den globala mobilspelskonsumtionen på App Store och Google Play minskar med 2,2 % under år 2022<sup>1</sup>. Ur ett längre perspektiv estimerar Sensor Tower en fortsatt god tillväxt för mobilspelsmarknaden, där mobilspelskonsumtionen på App Store och Google Play väntas uppgå till 117 mdUSD år 2026, motsvarande en CAGR om 5,6 % från år 2021. Tillväxten väntas drivas av att allt fler människor i världen använder sig utav en smartphone, en ökande penetration i utvecklingsländer samt en växande medelklass, att mobilspel kan spelas var- och närsomhelst samt att mobilspel har lägre utveckling- och förvaltningskostnader.

<sup>1</sup> Medan Sensor Tower studerar spenderandet i mobilspel på App Store och Google, tar Newzoo även hänsyn till tredjeparts app stores såsom Amazon App Store, vilket kan vara en förklaring bakom att analysshusens estimat skiljer sig åt.

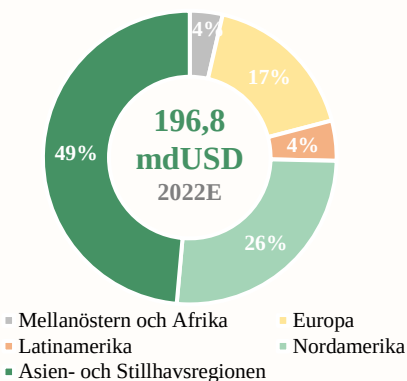
Den globala mobilspelskonsumtionen väntas uppgå till 117 mdUSD år 2026, motsvarande en CAGR om 5,6 % mellan åren 2021-2026.

Global mobilspelskonsumtion och antalet nedladdningar på App Store och Google Play, 2021-2026E



Källa: Sensor Tower, 2022

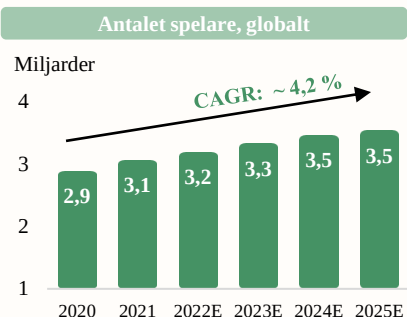
# MARKNADSANALYS



## Globala spelindustrin – per region

Asien- och Stillhavsregionen är den största regionen inom den globala spelindustrin och väntas utgöra ca 49 % av marknaden under 2022, motsvarande en marknadsstorlek om 95,6 mdUSD. Nordamerika är den näst största marknaden och väntas utgöra ca 26 % av marknaden, värderad till 51,3 mdUSD år 2022. 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 dato<sup>1</sup>.

## Antalet globala spelare väntas fortsätta växa starkt



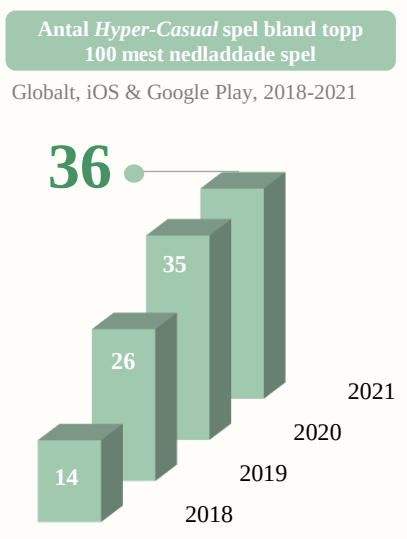
Under år 2021 uppgick antalet spelare på global basis till nära tre miljarder, vilket motsvarade en ökning med ca 5,3 % jämfört med 2020, och väntas växa med en årlig tillväxt om 4,2 % under perioden 2021-2025, för att uppgå till 3,5 miljarder spelare år 2025. Tillväxten förväntas drivas av en ökad population online, bättre nätverksinfrastruktur, prisvärda smartphones samt förbättrad mobilt nätverk. Dessa drivare bedöms få störst effekt i tillväxtregioner som Mellanöstern, Afrika och Latinamerika. Antalet mobilspelsanvändare väntas under år 2022 uppgå till ca 2,7 miljarder, i kontrast till Konsol och PC där motsvarande siffra är ca 0,6 miljarder respektive 1,1 miljarder<sup>1</sup>.

## 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 Rovio.

## Hyper-Casual ökar i popularitet – mest nedladdade genren under år 2021



*Hyper-Casual* är en genre inom mobilspelsfären som vuxit starkt de senaste åren i takt med ökad popularitet där genren var den mest nedladdade under år 2021, och utgjorde över 30 % av de mest nedladdade spelen, en ökning om ca 160 % sedan år 2018<sup>2</sup>. Det som utmärker ett *Hyper-Casual* spel är dess enkla spelmekanik, att de kräver minimal ansträngning för spelarna och har, generellt, en kort livslängd (*Life-Time Value*). För spelutvecklarna å andra sidan, är utvecklingstiden för *Hyper-Casual* spel kort, ofta endast ett par veckor, samtidigt som de är enkla att ta fram. Av den anledningen är konkurrensen hög, varför det är essentiellt för spelutvecklare att vara innovativa och snabbt utveckla nästa hitspel. Givet *Hyper-Casual* genrens enkla spelmekanik, tilltalar spelen en bred publik och då spelen dessutom oftast är gratis att ladda ned, är IAA den primära monetiseringsmodellen. Därmed är användarförvärv av stor vikt för *Hyper Casual*-spel då dessa kräver ett signifikant antal av nedladdningar för att bli framgångsrika. Då *Hyper-Casual* spel generellt har en kortare livslängd är *Retention rate* en annan viktig KPI, och för att öka spelens "stickiness" har allt fler *Hyper-Casual* spel börjat att öka spelens djup, för att få spelare att stanna kvar längre och öka engagemanget. Med andra ord har *Hyper-Causal*-genren i ökad grad utvecklats mot mer *Hybrid-Casual*, vilket således ökar möjligheterna till IAP för spelutvecklarna.

<sup>1</sup> Newzoo, Global Games Market, 2022

<sup>2</sup> Newzoo, Hyper Casual, 2022

# 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 (IAA) 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 Apples iOS14-uppdatering, vilken trädde i kraft i april 2021, har spelplanen för hur marknadsföring får gå till i mobiler, tillika mobilspel, förändrats 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

## 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 125 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 visade särskilt stark respons från marknaden, med över 44 miljoner nedladdningar från lanseringen i augusti 2021.

Raketspels samarbete med Voodoo, en av världens största mobilsspelsförläggare, har varit och är fortsatt en viktig parameter till bolagets framgång då Voodoo tillför värdefull expertis och data, men även med 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 spelförläggare 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.

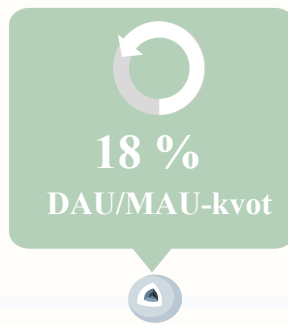
I samband med förvärvet av Raketspel under Q2-21 angav SLG att den genomsnittliga DAU, *Daily Active Users*, beräknat på ett 30 dagars snitt, uppgick till över 350 000 spelare. I våra prognoser har vi dock använt MAU, *Monthly Active Users*, vilket har härletts genom att applicera en DAU/MAU-kvot<sup>1</sup>. Kvoten är ett mått på spelets *stickiness* och då de spel som Raketspel utvecklar är av kortare livslängd, är det således rimligt att anta att spelen är mindre *sticky*, varför vi har antagit en DAU/MAU-kvot om 18 %, vilket ger en MAU om ca 2 miljoner under Q2-21. Givet den framgångsrika lanseringen av Castle Raid! under Q3-21 bedömer Analyst Group att Raketspel MAU uppgick till ca 3,2 miljoner vid utgången av 2021, men där avsaknandet av nya spelsläpp hittills under år 2022 har inneburit att MAU successivt har minskat under året, vilket även styrks av den negativa trenden i omsättningen som SLG har upplevt under Q1-Q3 2022.

Samtliga av Raketspels mobilspel är s.k *Free-to-Play*, vilket innebär att de är gratis att ladda ned, där intäkter genereras primärt genom 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 under år 2023 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.

Nedan framgår Analyst Groups antaganden vilka utgör grunden till gjorda estimat för perioden 2022-2024E.

DAU, DAU/MAU-kvot och ARPMAU, Raketspel

Angivna KPI:er baseras på senast kommunicerad data från Bolaget, vilka Analyst Group har använt som startvärde i upprättad modell och gjort estimat därefter.



Källa: Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

## Prognos för Raketspel, åren 2022-2024E, forts.

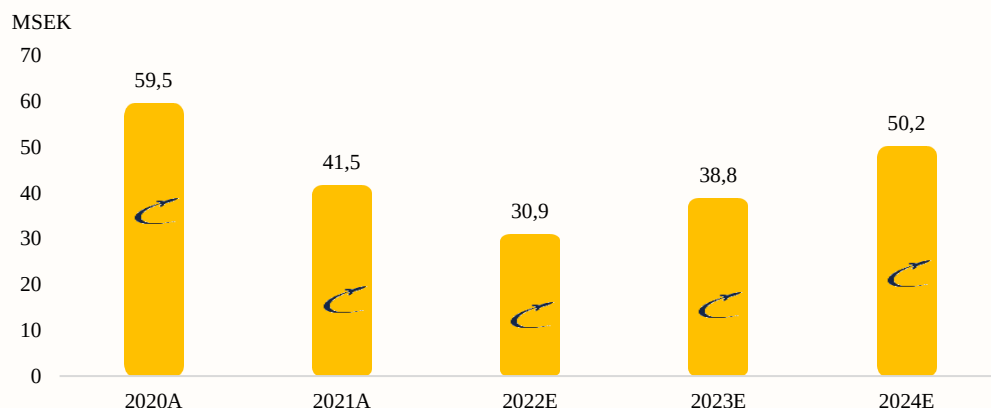
Under år 2021 redovisade Raketspel en nettoomsättning om 41,5 MSEK, vilket motsvarade en minskning med ca 30 % jämfört med år 2020, trots den framgångsrika lanseringen av Castle Raid! under Q3-21. Vidare minskade EBIT-resultatet som en effekt av omsättningstappet, vilken uppgick till 35,2 MSEK (54,9), 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 trendstyrd genre med kortare livslängd, varför nya framgångsrika spellanseringar behövs för att uppvisa tillväxt. Raketspel har haft ett flertal prototyper under utveckling under år 2022 och för att öka utvecklingstakten framöver anställde SLG en ytterligare spelutvecklare under år 2022. Fram till Q3-22 hade SLG:s utvecklade prototyper inte nått upp till Bolagets krav för global lansering, men under Q4-22 meddelade SLG att Bolaget har, tillsammans med Voodoo, gått in i en "soft launch"<sup>1</sup> av spelet Dig This! 2. Analyst Group bedömer att detta kan bli en viktigt värde drivare för SLG under år 2023 då det är uppföljaren av Bolagets mest framgångsrika spel.

Under Q4-22 ingick Raketspel ett fördjupat samarbete med Voodoo gällande vidareutveckling av spelet Castle Raid! med ambitionen att ta spelet från *Hyper-Casual*-genren till ett mer renodlat *Casual*-spel. Utformningen på avtalet bedömer Analyst Group som attraktivt då det innebär att SLG inte behöver binda upp mer rörelsekapital för utvecklingen av spelet, eftersom Voodoo ansvarar för detta, vilket medför att SLG kan fokusera på att utveckla nya spel. Voodoo får enligt det nya tecknade avtalet en större intjäning vid en, på förhand, bestämd nivå av intäkter på månadsbasis, således ges Voodoo ökade incitament att lyckas med vidareutvecklingen av spelet, vilket därmed gynnar SLG. Analyst Group estimerar att det fördjupade samarbetet med Voodoo avseende Castle Raid! kommer att få en positiv effekt på tillväxten under år 2023 givet de starka KPI:er som Castle Raid! nådde efter spelsläppet under Q3-21.

För helåret 2022 estimerar Analyst Group en omsättning om 30,9 MSEK för Raketspel, vilket motsvarar en minskning om ca 26 % Y-Y, givet avsaknaden av nya spelsläpp. Under år 2023 estimeras omsättningen nå 37,3 MSEK, motsvarande en tillväxt om ca 21 %, drivet av nya spellanseringar samt att det fördjupade samarbetet med Voodoo bär frukt.

## Nedan framgår Analyst Groups omsättnings- och MAU-estimat för Raketspel, 2022-2024E.

Nettoomsättning 2022-2024 och MAU-utveckling 2021-2024E



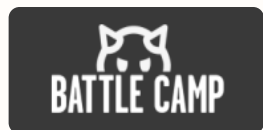
| Monthly Active Users (MAU), vid varje årslut |  | Raketspel              | Δ      |
|----------------------------------------------|--|------------------------|--------|
| December 2021                                |  | 3 181 019 <sup>2</sup> | n.a.   |
| December 2022E                               |  | 1 429 798              | -55,1% |
| December 2023E                               |  | 2 931 085              | 105,0% |
| December 2024E                               |  | 2 667 288              | -9,0%  |

<sup>1</sup> Innebär att spelet kommer att marknadsföras dagligen med en begränsad budget samtidigt som spelet optimeras för att, eventuellt, nå en global lansering.

<sup>2</sup> Analyst Groups estimat.

# 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, b.l.a. med SmileShark, men även genom att anordna veckovisa event samt lansering av större speluppdateringar, vilket senast skedde under Q2-22.

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 i Q2-22 kommunicerade Bolagets att community-engagemanget har ökat med ca 300 %, enligt interna prognoser, sedan SLG tog över under hösten 2020, vilket vidimerar att förädlingen av Battle Camp bär frukt. 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 kundförvärvs-kostnaderna, 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.

Idag har SLG över åtta rullande veckoevent, vilka därtill kompletteras med högprofiterande säsongsevent. Event har och är fortsatt en viktig intäktskälla för Battle Camp, vilket föregående års säsongsevent under halloween och jul således påvisade, vilka bådaderna inbringade bruttointäkter om ca 1 MSEK. Genom Battle Camps nära relation till spelarna i kombination med fortsatt förädling av spelet, förväntar Analyst Group sig att SLG kan fortsätta anordna värde drivande event för spelets användarbas framgent. Att SLG därtill avser att utöka spelshoppens med kostymer och andra attribut väntas kunna accelerera intjäningen per användare 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 implementerade SLG successivt 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.

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 ARPMAU om 33,5 SEK baserat på estimerad MAU och historisk omsättning under tidigare perioder.

Nedan framgår Analyst Groups antaganden vilka utgör grunden till gjorda estimat för perioden 2022-2024E.

DAU, DAU/MAU-kvot och ARPMAU, Battle Camp

Angivna KPI:er baseras på senast kommunicerad data från Bolaget, vilka Analyst Group har använt som startvärde i upprättad modell och gjort estimat därefter



Källa: Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

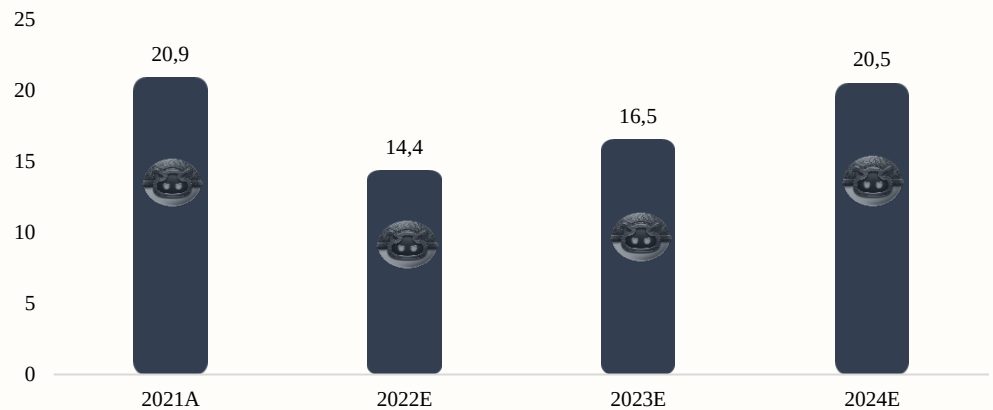
## Prognos för Battle Camp åren 2022-2024E, forts.

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. 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 tjäna Battle Camps expansion till nya geografiska regioner, vilket väntas ge extra skjuts i användartillväxten. Genom att SLG ökar engagemanget för spelet via event och förbättrar spelupplevelsen, expanderar till nya marknader via samarbeten och optimerar marknadsföringen för att öka nedladdningarna, men även ökar intäkterna per användare genom utveckling av nya monetiseringsfunktioner såsom IAA, estimeras Battle Camp kunna uppvisa en stark tillväxt under år 2023 och 2024. För helåret 2022 estimeras Battle Camp dock uppvisa en negativ tillväxt om ca -31 % givet hur SLG har presterat rent omsättningsmässigt YTD samt på grund av en viss försening i uppdatering av innehåll i spelet som antas ha påverkat omsättningen under år 2022. Vidare ger den nedskrivning 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, ytterligare evidens om att omsättningen har utvecklats negativt under år 2022.

### Nedan framgår Analyst Groups omsättnings- och MAU-estimat för Battle Camp, 2022-2024E.

Nettoomsättning 2021-2024 och MAU-utveckling 2021-2024E

MSEK



| Monthly Active Users (MAU), vid varje årslut | Battlecamp | Δ      |
|----------------------------------------------|------------|--------|
| December 2021 <sup>1</sup>                   | 50 000     | n.a.   |
| December 2022E                               | 30 500     | -39,0% |
| December 2023E                               | 56 425     | 85,0%  |
| December 2024E                               | 44 012     | -22,0% |

<sup>1</sup> Analyst Groups estimat.

Källa: Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

## Prognos för Vanguard Gaming Studio åren 2022-2024E



Som nämnt utgör Vanguard Gaming Studio SLG:s egna varumärke, tillika spelstudion, vari förvärvade spel/speltillgångar såväl förvaltas som förädlas och utgör ett komplement till koncernens övriga dotterbolag. Studios portfölj av speltitlarna består idag av Idle War Camp, Death Dungeon och Fan of Guns.

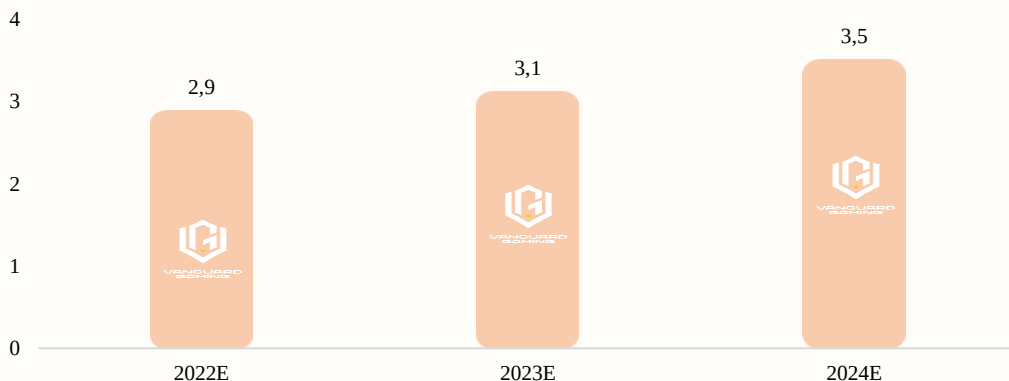
Drivande för tillväxten för Vanguard Gaming Studio kommer å ena sidan vara mindre förvärv, vilket Analyst Group explicit inte modellerar för i gjorda prognoser och ska därför ses som en extra option, å andra sidan organisk tillväxt inom befintliga och kommande spel. Genom att optimera marknadsföringen via SLG Operations och samarbetspartners, lansera spelen på nya marknader, i kombination med förbättringar av spelupplevelsen med 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 vid utgången av 2021 uppgick till ca 505 500<sup>1</sup>, med en genomsnittlig ARPMAU om 1,70 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 4 % per år under perioden 2022-2024 samtidigt som vi i våra estimat valt att hålla den genomsnittliga ARPMAU om 1,62 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 dock kan komma att påverkas av iOS14-uppdateringen som trädde i kraft i april 2021. För Death Dungeon och Fan of Guns, vilka erbjuder IAP, antas fördelningen mellan IAP och annons vara 50-50, givet spelens utformning.

### Nedan framgår Analyst Groups omsättnings- och MAU-estimat för Vanguard Gaming Studio, 2021-2024E.

Nettoomsättning 2021-2024 och MAU-utveckling 2021-2024E

MSEK



| Monthly Active Users (MAU), vid varje årsslut | VGS     | Δ      | Nettoomsättning, 2021-2024E | VGS       | Δ     |
|-----------------------------------------------|---------|--------|-----------------------------|-----------|-------|
| December 2021 <sup>1</sup>                    | 505 496 | n.a.   | 2021 <sup>2</sup>           | 2 961 427 | n.a.  |
| December 2022E                                | 379 122 | -25,0% | 2022E                       | 2 893 314 | -2,3% |
| December 2023E                                | 511 815 | 35,0%  | 2023E                       | 3 119 437 | 7,8%  |
| December 2024E                                | 450 397 | -12,0% | 2024E                       | 3 516 456 | 12,7% |

<sup>1</sup> Varav Fan of Guns utgör 440 000 givet kommunicerade MAU under december 2021.

<sup>2</sup> Analyst Groups estimat, det faktiska utfallet kan därmed skilja sig åt.

Analyst Groups prognoser

# FINANSIELL PROGNOSE

## Kostnadsprognos på koncernnivå för åren 2022-2024E

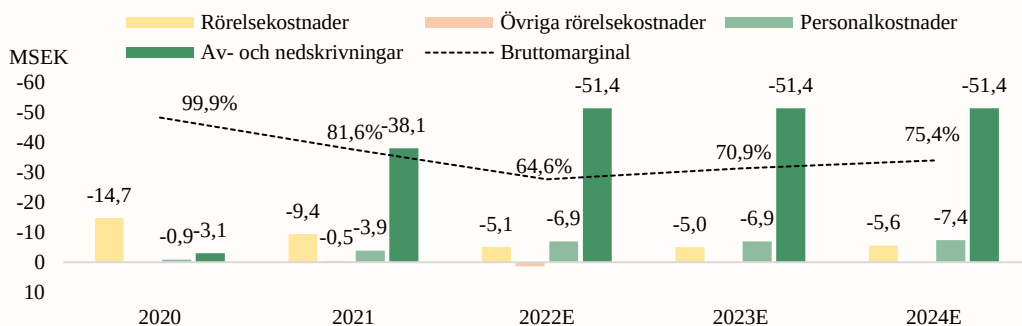
SLG erhåller intäkter från koncernens speltitlar dels via försäljning i spelen (IAP), dels genom annonsering i spelen (IAA). Intäkterna från IAP är avgiftsbelagda i enlighet med App Stores och Google Plays försäljningsavgifter om 30 % för all omsättning överstigande 1 MUSD (ca 8,6 MSEK), för respektive 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, vilka samarbetar med förläggaren Voodoo, används en *Revenue Share Model*, vilket medför att Voodoo i första hand tilldelas spelintäkterna (brutto) som genereras från spelen, varigenom SLG sedan erhåller nettointäkter från Voodoo, efter att de har tagit dess 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 64,6 %. Detta innebär således en sänkning från tidigare estimerad bruttomarginal om 67,6 %, givet en 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 är idag över 18 anställda 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 6,9 MSEK<sup>1</sup>, eller ~ 13,8 % av nettoomsättningen. Medan nettoomsättningen förväntas växa med en CAGR om ca 24 % under perioden 2023-2024 så väntas personalkostnaderna växa med en CAGR om ca 4 % 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 kvartalet även gjorde mindre justeringar i resultaträkningen antas vissa koncerninterna omklassificeringar ha utträttats under perioden, vilket Analyst Group anser kan ha påverkat kostnadsposten positivt under kvartalet, något som även bekräftades under efterföljande kvartal, där kostnadsposten har pendlat mellan 0,9-1,8 MSEK<sup>1</sup>, motsvarande en andel om 6-16 % av omsättningen. 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



<sup>1</sup> 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

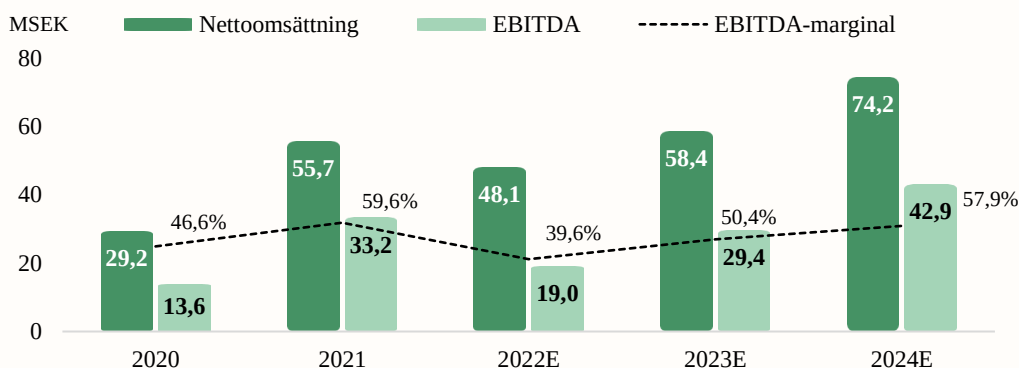
## Affärsmodellens höga skalbarhet medför starka marginaler och kassaflöden

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 19 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 39,6 %. Justerat för engångskostnaderna om 0,9 MSEK som uppkom under Q2-22, estimeras EBITDA-resultatet för år 2022 uppgå till 19,9 MSEK. Med stöd av nya spellanseringar och fortsatt arbete med att såväl förvalta som förädla befintliga spel under åren 2023-2024 väntas EBITDA-marginalen stärkas under prognosperioden i takt med ökad försäljning, vilket medför god skalbarhet, för att år 2024 uppgå till 57,9 %.

**39,6 %**  
**ESTIMERAD**  
**EBITDA-**  
**MARGINAL**  
**2022E**

### Hög skalbarhet i affärsmodellen medför starka kassaflöden.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Analyst Groups prognoser

Nedan presenteras en sammanställning av gjorda prognoser för SLG i ett Base scenario under perioden 2022-2024.

| Base scenario (MSEK)              | 2020        | 2021         | 2022E                   | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 29,2        | 55,7         | 48,1                    | 58,4         | 74,2         |
| 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>29,2</b> | <b>57,0</b>  | <b>48,1</b>             | <b>58,4</b>  | <b>74,2</b>  |
| Försäljningskostnader/KSV         | 0,0         | -10,5        | -17,0                   | -17,0        | -18,3        |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>29,2</b> | <b>46,5</b>  | <b>31,1</b>             | <b>41,4</b>  | <b>55,9</b>  |
| Bruttomarginal                    | 99,9%       | 81,6%        | 64,6%                   | 70,9%        | 75,4%        |
| Rörelsekostnader                  | -14,7       | -9,4         | -5,1                    | -5,0         | -5,6         |
| Personalkostnader                 | -0,9        | -3,9         | -6,9                    | -6,9         | -7,4         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>13,6</b> | <b>33,2</b>  | <b>19,0<sup>1</sup></b> | <b>29,4</b>  | <b>42,9</b>  |
| EBITDA-marginal                   | 46,6%       | 59,6%        | 39,6%                   | 50,4%        | 57,9%        |
| Av- och nedskrivningar            | -3,1        | -38,1        | -51,4                   | -51,4        | -51,4        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | -0,5         | 1,4                     | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>10,5</b> | <b>-5,4</b>  | <b>-31,0</b>            | <b>-22,0</b> | <b>-8,5</b>  |
| EBIT-marginal                     | 36,0%       | -9,4%        | -64,4%                  | -37,6%       | -11,4%       |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          |                         |              |              |
| Finansiella kostnader             | -5,7        | -28,7        | -22,4                   | -4,4         | -4,6         |
| <b>EBT</b>                        | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-53,4</b>            | <b>-26,4</b> | <b>-13,1</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0                     | 0,0          | 0,0          |
| <b>Periodens resultat</b>         | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-53,4</b>            | <b>-26,4</b> | <b>-13,1</b> |
| Nettomarginal                     | 16,6%       | -59,8%       | -110,9%                 | -45,1%       | -17,6%       |

<sup>1</sup> Engångskostnaderna uppgick under Q2-22 till 0,9 MSEK, justerat för dessa estimeras EBITDA-resultatet under år 2022 uppgå till 19,9 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)

-56,2 %

Omsättningstillväxt

-40,8 %

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 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.

2,6 %

Omsättningstillväxt

21,8 %

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.

31,9 %

Omsättningstillväxt

35,8 %

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.

49,0 %

Omsättningstillväxt

26,2 %

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.

15,9 %

Omsättningstillväxt

16,0 %

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                | 48,73%           | -56,2%  | 99,7%          | 2,6%             | 31,9%            | 49,0%           | 15,9% | <b>23,8%</b>      |
| Omsättningstillväxt senaste 3 åren | n.a.             | 15,2%   | 58,1%          | 3,3%             | 50,6%            | 50,7%           | 3,4%  | <b>30,2%</b>      |
| EBITDA-marginal                    | 50,2%            | -40,8%  | 25,6%          | 21,8%            | 35,8%            | 26,2%           | 16,0% | <b>14,1%</b>      |
| EBITDA-tillväxt                    | 51,19%           | -71,8%  | 16,5%          | -5,2%            | 29,8%            | 81,3%           | 2,8%  | <b>8,9%</b>       |
| EBITDA-tillväxt senaste 3 åren     | n.a.             | -319,0% | 42,8%          | 22,3%            | 48,1%            | 69,2%           | 16,3% | <b>-20,0%</b>     |
| Soliditet                          | 22,7%            | 94,0%   | 48,0%          | 73,0%            | 57,0%            | 34,0%           | 70,0% | <b>62,7%</b>      |
| Nettoskuld/EBITDA                  | 1,5              | -       | 2,2            | -0,6             | 1,6              | 4,0             | -3,6  | <b>0,7</b>        |
| Skuldsättningsgrad                 | 1,37             | 0,1     | 1,1            | 0,4              | 0,8              | 2,0             | 0,4   | <b>0,8</b>        |
| Omsättningshastighet               | 0,31             | 0,5     | 0,2            | 2,0              | 0,3              | 0,3             | 1,0   | <b>0,7</b>        |
| EV/EBITDA                          | 6,02             | -1,80   | 16,30          | 5,80             | 5,70             | 7,14            | 6,70  | <b>8,33</b>       |
| EV/S                               | 3,08             | 0,70    | 4,20           | 1,30             | 2,00             | 1,87            | 1,10  | <b>1,86</b>       |
| P/S                                | 2,29             | 2,30    | 3,60           | 1,40             | 1,50             | 1,02            | 1,60  | <b>1,90</b>       |
| Marknadsvärde                      | 133              | 74      | 73 447         | 1 701            | 9 748            | 3 026           | 5 339 | <b>15 556</b>     |

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

En relativ svaghet i SLG har tidigare varit Bolagets höga skuldsättning, vilken medförde en, enligt Analyst Group, högre finansiell risk i relation till peers. Givet den kvittningsemission som SLG kommunicerade under Q3-22, och som godkändes under bolagsstämman den 11 november 2022, tillåts SLG att väsentlig minska Bolagets skulder, vilket följaktligen minskar den finansiella risken, även om nettoskuldsättningen fortsatt är hög i relation till Market Cap. SLG har under år 2022 arbetat med att stärka balansräkningen, däribland genom att förbättra den långsiktiga lånestrukturen, vilket tillsammans med kvittningsemissionen medför avsevärt lägre räntekostnader framgent, varvid SLG ges bättre förutsättningar att generera starkt organiskt kassaflöde från Bolagets höga underliggande lönsamhet.

Medan SLG väntas uppvisa en negativ utveckling i såväl omsättningen som EBITDA-resultatet under år 2022, estimeras samtliga i peer-gruppen visa tillväxt under året, dock väntas merparten av tillväxten drivas av förvärv snarare än organiskt, samtidigt som merparten av peer-bolagens EBITDA-marginal estimeras kontrahera Y-Y.

| Prognoser                         | Safe Lane Gaming | Qiiwi  | Embracer Group <sup>1</sup> | G5 Entertainment | Stillfront Group | Media and Games | Rovio | Genomsnitt, peers         |
|-----------------------------------|------------------|--------|-----------------------------|------------------|------------------|-----------------|-------|---------------------------|
| CAGR 2022-2024 (omsättning)       | 10,0%            | n.a.   | 42,6%                       | 4,8%             | 14,7%            | 14,9%           | 4,8%  | <b>16,4%</b> <sup>2</sup> |
| EBITDA-tillväxt 2022-2024 (årlig) | 9,0%             | n.a.   | 50,7%                       | 4,6%             | 12,7%            | 19,3%           | 3,7%  | <b>18,2%</b> <sup>2</sup> |
| <b>EBITDA-marginal</b>            |                  |        |                             |                  |                  |                 |       |                           |
| LTM                               | 59,6%            | -40,8% | 25,6%                       | 27,1%            | 35,8%            | 26,2%           | 16,0% | <b>26,1%</b>              |
| 2021                              | 59,6%            | -12,4% | 30,6%                       | 27,1%            | 35,8%            | 25,8%           | 17,7% | <b>27,4%</b>              |
| 2022E                             | 39,6%            | n.a.   | 29,9%                       | 20,6%            | 35,3%            | 28,6%           | 16,4% | <b>26,2%</b>              |
| 2023E                             | 50,4%            | n.a.   | 34,1%                       | 25,5%            | 36,2%            | 28,6%           | 17,2% | <b>28,3%</b>              |
| 2024E                             | 57,9%            | n.a.   | 36,1%                       | 26,4%            | 37,1%            | 28,8%           | 17,2% | <b>29,1%</b>              |
| Forward EV/EBITDA 2022E           | 9,40             | n.a.   | 7,17                        | 5,62             | 5,23             | 5,49            | 7,13  | <b>6,13</b>               |
| Forward EV/EBITDA 2023E           | 6,08             | n.a.   | 5,48                        | 4,35             | 4,71             | 4,87            | 6,73  | <b>5,23</b>               |

<sup>1</sup> Embracer har brutet räkenskapsår.

# VÄRDERING

Den genomsnittliga forward EV/EBITDA-multipeln år 2023 för jämförelsebolagen uppgår till 5,2x, 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. Samtidigt ska det tilläggas att teamet bakom Raketspel har uppvisat en stark förmåga att skapa framgångsrika spel historiskt, däribland Dig This! och Castle Raid!. Vidare har SLG en högre finansiell risk relaterat till verksamheten jämfört med peers, en risk som dock har minskat signifikant i och med kvittningsemissionen som skedde under Q4-22.

SLG estimeras växa nettoomsättningen och EBITDA-resultatet i en lägre takt än jämförelsebolagen under perioden 2022-2024, däremot ska det poängteras att merparten av peer-bolagens CAGR i omsättningen och EBITDA under perioden "räddas upp" av en stark tillväxt under år 2022, vilken, som tidigare nämnts, primärt har drivits av förvärv snarare än organiskt. Om perioden 2023-2024 istället studeras, vilken utgår från estimat enbart baserade på organisk tillväxt, väntas SLG växa såväl nettoomsättningen och EBITDA-resultatet i en betydligt högre takt än peer-gruppen, dessutom med en markant högre EBITDA-marginal än genomsnittet.

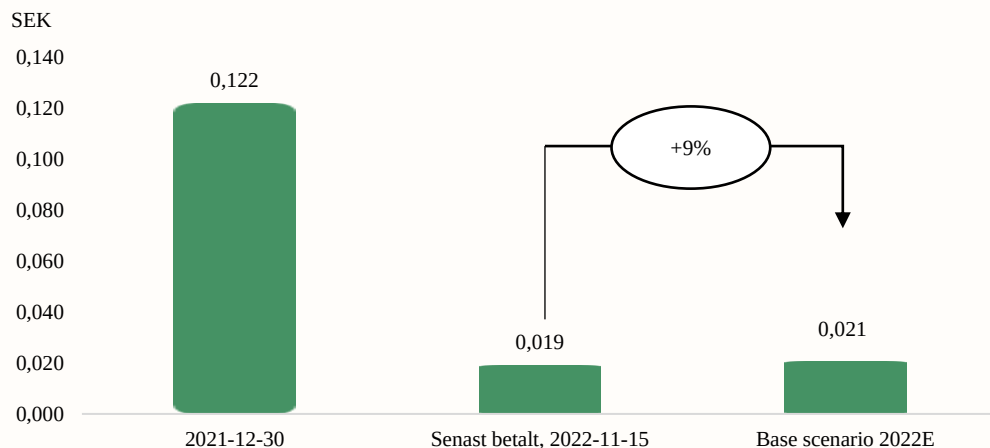
| Prognoser                         | Safe Lane Gaming | Qiiwi | Embracer Group | G5 Entertainment | Stillfront Group | Media and Games | Rovio | Genomsnitt, peers |
|-----------------------------------|------------------|-------|----------------|------------------|------------------|-----------------|-------|-------------------|
| CAGR 2023-2024 (omsättning)       | 24,2%            | n.a.  | 12,0%          | 3,8%             | 7,4%             | 12,6%           | 1,5%  | 7,4%              |
| EBITDA-tillväxt 2023-2024 (årlig) | 50,2%            | n.a.  | 23,5%          | 17,4%            | 10,0%            | 13,0%           | 3,7%  | 13,5%             |

Givet ovannämnda, i kombination med en förbättrad finansiell position, anser Analyst Group att SLG bör premieras något för den högre estimerade EBITDA-marginalen samt tillväxt i nettoomsättningen och EBITDA-resultatet under åren 2023-2024. Givet en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,2x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 29,4 MSEK, motiveras ett Enterprise Value om 182 MSEK. Efter avdrag av 2023 års estimerade nettoskuld ges ett Market Cap om 144,5 MSEK, vilket, med hänsyn till kvittningsemissionens utspädningseffekt om 62 %<sup>1</sup> motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,021 kr i ett Base scenario.

**0,021 KR**  
**VÄRDE PER**  
**AKTIE**  
**(BASE)**

**I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 0,021 kr, givet 2023 års estimerade EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,2x.**

Värdering givet tillämpad EV/EBITDA-multipel



<sup>1</sup> Kvittningsemissionen som beslutades under Q4-22 medförde 4 307 816 399 nya aktier.

Analyst Groups prognoser

# BULL & BEAR

**0,030 KR**  
**VÄRDE PER**  
**AKTIE**  
**(BULL)**

**0,007 KR**  
**VÄRDE PER**  
**AKTIE**  
**(BEAR)**

## Bull scenario

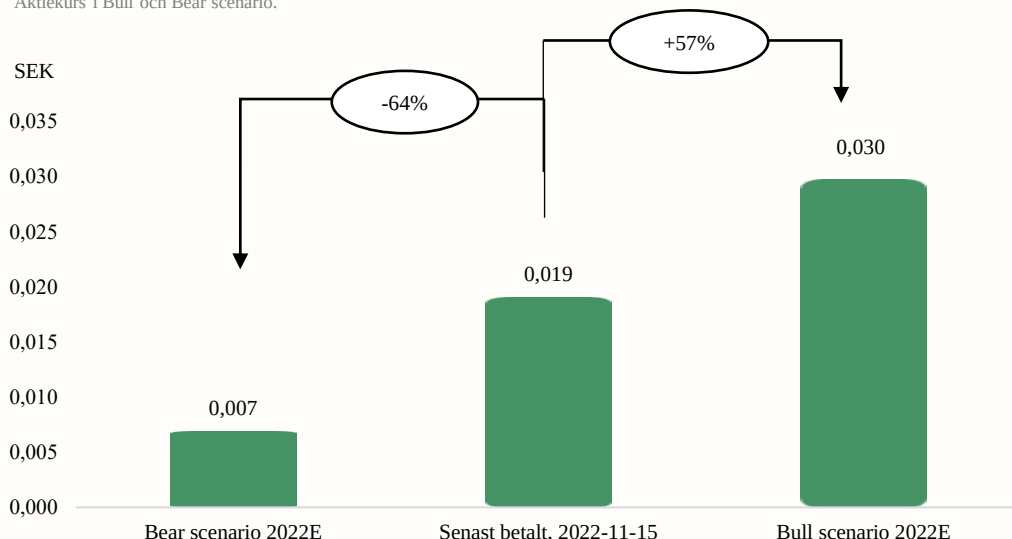
I ett Bull scenario väntas SLG stärka upp teamet bakom Raketspel med ytterligare anställda för att accelerera spelutvecklingen i syfte att ta fram betydligt fler spelprototyper än dagens mål om 20 nya prototyper per år, där 30-35 prototyper antas. Detta estimeras mynna ut i att Raketspel kan ta fram 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 35,2 MSEK år 2023, vilket med en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,7x, motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,030 kr.

## Bear scenario

iOS14-uppdatering från Apple, vilken skedde i april år 2021, 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 vilka 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, men likväl 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 estimeras SLG uppvisa ett EBITDA-resultat om 15,5 MSEK år 2023 och med en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6x motiveras ett potentiellt värde per aktie om 0,007 kr.

## Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

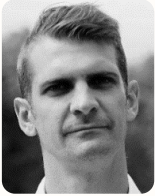
Aktiekurs i Bull och Bear scenario.



Analyst Groups prognoser

# LEDNING & STYRELSE

Ägardata har hämtat från Holdings, senast uppdaterat: 2022-11-11



## 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 (3,8 %) 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 (1,1 %) 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 (0,01 %)*

# APPENDIX

| Base scenario (MSEK)              | 2020        | 2021         | 2022E                   | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|-------------------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 29,2        | 55,7         | 48,1                    | 58,4         | 74,2         |
| 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>29,2</b> | <b>57,0</b>  | <b>48,1</b>             | <b>58,4</b>  | <b>74,2</b>  |
| Försäljningskostnader/KSV         | 0,0         | -10,5        | -17,0                   | -17,0        | -18,3        |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>29,2</b> | <b>46,5</b>  | <b>31,1</b>             | <b>41,4</b>  | <b>55,9</b>  |
| Bruttomarginal                    | 99,9%       | 81,6%        | 64,6%                   | 70,9%        | 75,4%        |
| Rörelsekostnader                  | -14,7       | -9,4         | -5,1                    | -5,0         | -5,6         |
| Personalkostnader                 | -0,9        | -3,9         | -6,9                    | -6,9         | -7,4         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>13,6</b> | <b>33,2</b>  | <b>19,0<sup>1</sup></b> | <b>29,4</b>  | <b>42,9</b>  |
| EBITDA-marginal                   | 46,6%       | 59,6%        | 39,6%                   | 50,4%        | 57,9%        |
| Av- och nedskrivningar            | -3,1        | -38,1        | -51,4                   | -51,4        | -51,4        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | -0,5         | 1,4                     | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>10,5</b> | <b>-5,4</b>  | <b>-31,0</b>            | <b>-22,0</b> | <b>-8,5</b>  |
| EBIT-marginal                     | 36,0%       | -9,4%        | -64,4%                  | -37,6%       | -11,4%       |
| Finansiella intäkter              |             |              |                         |              |              |
| Finansiella kostnader             | -5,7        | -28,7        | -22,4                   | -4,4         | -4,6         |
| <b>EBT</b>                        | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-53,4</b>            | <b>-26,4</b> | <b>-13,1</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0                     | 0,0          | 0,0          |
| <b>Periodens resultat</b>         | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-53,4</b>            | <b>-26,4</b> | <b>-13,1</b> |
| Nettomarginal                     | 16,6%       | -59,8%       | -110,9%                 | -45,1%       | -17,6%       |

| Bull scenario (MSEK)              | 2020        | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E       |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Nettoomsättning                   | 29,2        | 55,7         | 51,0         | 65,0         | 87,9        |
| 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         |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>29,2</b> | <b>57,0</b>  | <b>51,0</b>  | <b>65,0</b>  | <b>87,9</b> |
| Försäljningskostnader/KSV         | 0,0         | -10,5        | -17,8        | -17,6        | -20,4       |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>29,2</b> | <b>46,5</b>  | <b>33,2</b>  | <b>47,4</b>  | <b>67,5</b> |
| Bruttomarginal                    | 99,9%       | 81,6%        | 65,1%        | 73,0%        | 76,8%       |
| Rörelsekostnader                  | -14,7       | -9,4         | -5,2         | -5,1         | -5,4        |
| Personalkostnader                 | -0,9        | -3,9         | -6,9         | -7,1         | -7,2        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>13,6</b> | <b>33,2</b>  | <b>21,0</b>  | <b>35,2</b>  | <b>54,9</b> |
| EBITDA-marginal                   | 46,6%       | 59,6%        | 41,2%        | 54,2%        | 62,5%       |
| Av- och nedskrivningar            | -3,1        | -38,1        | -51,4        | -51,4        | -51,4       |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | -0,5         | 1,4          | 0,0          | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                       | <b>10,5</b> | <b>-5,4</b>  | <b>-29,0</b> | <b>-16,2</b> | <b>3,5</b>  |
| EBIT-marginal                     | 36,0%       | -9,4%        | -56,8%       | -24,9%       | 3,9%        |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| Finansiella kostnader             | -5,7        | -28,7        | -22,4        | -4,4         | -4,6        |
| <b>EBT</b>                        | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-51,4</b> | <b>-20,6</b> | <b>-1,1</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 10,6         | 4,2          | 0,2         |
| <b>Periodens resultat</b>         | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-40,8</b> | <b>-16,4</b> | <b>-0,9</b> |
| Nettomarginal                     | 16,6%       | -59,8%       | -79,9%       | -25,2%       | -1,0%       |

<sup>1</sup> Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 19,9 MSEK.

<sup>2</sup> Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 21,9 MSEK.

# APPENDIX

| Bear scenario (MSEK)              | 2020        | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                   | 29,2        | 55,7         | 46,2         | 41,0         | 37,9         |
| 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          |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>29,2</b> | <b>57,0</b>  | <b>46,2</b>  | <b>41,0</b>  | <b>37,9</b>  |
| Försäljningskostnader/KSV         | 0,0         | -10,5        | -17,2        | -13,8        | -14,0        |
| <b>Bruttoresultat</b>             | <b>29,2</b> | <b>46,5</b>  | <b>28,9</b>  | <b>27,3</b>  | <b>23,9</b>  |
| Bruttomarginal                    | 99,9%       | 81,6%        | 62,6%        | 66,4%        | 63,1%        |
| Rörelsekostnader                  | -14,7       | -9,4         | -5,3         | -5,2         | -5,0         |
| Personalkostnader                 | -0,9        | -3,9         | -7,0         | -6,6         | -6,4         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>13,6</b> | <b>33,2</b>  | <b>16,6</b>  | <b>15,5</b>  | <b>12,4</b>  |
| EBITDA-marginal                   | 46,6%       | 59,6%        | 36,0%        | 37,7%        | 32,8%        |
| Av- och nedskrivningar            | -3,1        | -38,1        | -51,4        | -51,4        | -51,4        |
| Övriga rörelsekostnader           | 0,0         | -0,5         | 1,4          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>10,5</b> | <b>-5,4</b>  | <b>-33,4</b> | <b>-35,9</b> | <b>-39,0</b> |
| EBIT-marginal                     | 36,0%       | -9,4%        | -72,4%       | -87,6%       | -102,8%      |
| Finansiella intäkter              | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Finansiella kostnader             | -5,7        | -28,7        | -22,4        | -4,4         | -4,6         |
| <b>EBT</b>                        | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-55,8</b> | <b>-40,3</b> | <b>-43,6</b> |
| Skatt                             | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Periodens resultat</b>         | <b>4,8</b>  | <b>-34,1</b> | <b>-55,8</b> | <b>-40,3</b> | <b>-43,6</b> |
| Nettomarginal                     | 16,6%       | -59,8%       | -120,8%      | -98,3%       | -115,0%      |

<sup>1</sup> Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 17,5 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](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm