

## Lagt en nödvändig grund för att uppnå långsiktig tillväxt

Frånvaron av nya spellanseringar under år 2022 resulterade i en successivt minskad omsättning sedan rekordkvartalet Q4-21, vilket medförde en stor effekt på EBITDA-resultatet. SLG har dock fått flertalet operativa pusselbitar på plats och stärkt utvecklings-teamet, vilket, tillsammans med en växande mobilspelsmarknad, estimeras möjliggöra en god tillväxt såväl som lönsamhet under prognosperioden. För år 2023 estimeras ett EBITDA-resultat om 16,1 MSEK och med en tillämpad forward EV/EBITDA-multipel om 7,5x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 0,010 kr (0,015) i Base scenario<sup>1</sup>.

### ▪ Omsättningen och EBITDA-resultatet är under fortsatt press

Kombinationen av en utebliven framgång i inledningen av den globala lanseringen av *Dig This 2!* under kvartalet och efterverkande positiva effekter från spelsläppet av *Castle Raid!* under jämförelsekvartalet medförde en nedgång i nettoomsättningen om 42 % Y-Y, vilken uppgick till 8,3 MSEK (14,5). Utfallet var lägre än estimerat, och innebär att SLG i fem efterföljande kvartal har uppvisat en minskande omsättning. Parallellt har SLG sekventiellt förstärkt humankapitalet, vilket har drivit upp personalkostnaderna, varigenom EBITDA-marginalen har satts under press, uppgående till 17,8 %, att jämföra med 67,1 % under rekordkvartalet Q4-21. Analyst Group anser att SLG:s finansiella utveckling tydligt belyser den ökade konkurrensen inom *Hyper Casual*-spel, exempelvis lanserades över 500 % fler spel inom genren under år 2022 jämfört med år 2021, vilket medför svårigheter att "sticka ut" samt resulterar i högre CPI:er. Vi bedömer att detta är bidragande faktorer till den utveckling som uppvisats senaste kvartalen vad gäller Bolagets finansiella resultat och nya spelsläpp. Utfallet under Q1-23 medför att Analyst Group har reviderat estimaten avseende omsättningen och EBITDA, då vi bedömer att SLG kan få det svårt att uppnå tidigare estimat.

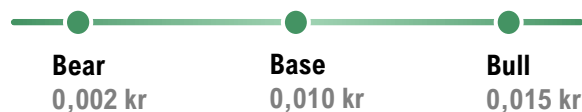
### ▪ Nytt ingånget avtal kan addera fler intäktströmmar

Under Q1-23 ingick SLG avtal med den italienska spelstudion Fantastico Studio avseende utveckling och lansering av Bolagets befintliga spel *Duck Race* på fler spelplattformar, såsom Nintendo Switch, Sony Playstation och Xbox. Att lansera ett spel från en plattform till en annan medför en ökad reach och möjlighet att förlänga spelets LTV, vilket följaktligen har potential att addera ytterligare intäktströmmar till SLG, samtidigt som Bolaget tillåts maximera intjäningen från tidigare utvecklade spel.

### ▪ Justerat värderingsintervall

Utfallet under Q1-23 väcker, enligt Analyst Group, vissa frågetecken avseende den stabilitet i omsättningen som uppvisades under H2-22, samtidigt innefattar det första kvartalet färre event inom *Battle Camp*, vilket kan vara en förklarande faktor. Givet att framgången från *Dig This 2!* uteblev, i kombination med frånvaron av andra spelsläpp fram till dags dato, estimerar Analyst Group att Q2-23 kommer att vara i linje med vad som uppvisades under H2-22. Det är dock tydligt att SLG investerar för långsiktig tillväxt genom ökad rekrytering, vilket möjliggör ökad produktionskapacitet, således gör SLG mer konkurrenskraftiga i en annars konkurrensutsatt marknad. Vi estimerar ett H2-23 blir en starkare period, vilket stöds av nya spelsläpp, men givet ett svagare H1-23, enligt vår bedömning, har vi reviderat våra prognoser, tillika värderingsintervallet.

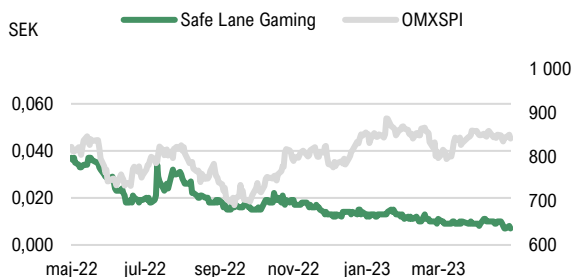
### VÄRDERINGSINTERVALL



### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-05-16)	0,007
Antal Aktier (st.)	8 219 117 651 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	57,5 <sup>1</sup>
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	44,5 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	102,0 <sup>1</sup>
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 2 2023	2023-08-25

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2023-03-29)

Iron Branch Invest AB	52,6 %
Thomas Jansson	17,6 %
Avanza Pension	3,8 %
Per Ekstig	3,8 %
New Equity	2,3 %

Prognoser (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>55,7</b>	<b>47,1</b>	<b>46,8</b>	<b>57,2</b>	<b>61,0</b>
Omsättningstillväxt	90,9%	-15,4%	-0,7%	22,3%	6,7%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>46,5</b>	<b>30,5</b>	<b>31,2</b>	<b>38,9</b>	<b>42,1</b>
Bruttomarginal	62,7%	64,6%	66,6%	68,0%	69,0%
<b>EBITDA</b>	<b>33,2</b>	<b>17,6</b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>25,3</b>
EBITDA-marginal	59,6%	37,4%	34,3%	39,5%	41,5%
P/S	1,2	1,4	1,4	1,1	1,1
EV/S	2,0	2,3	2,4	1,9	1,8
EV/EBITDA	3,3	6,2	6,9	4,9	4,3

<sup>1</sup> Analyst Group har estimerat en utspädnings effekt om 14,9 % med hänsyn till den riktade emissionen samt den tilläggsköpeskilling som ska ske vid utgången av Q2-23. Läs mer om våra antaganden under värderingsavsnittet.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-10
Marknadsanalys	11-13
Finansiell prognos	14-18
K3-regelverket	19
Värdering	20-22
Bull & Bear	23
Ledning & styrelse	24-25
Appendix	26-27
Disclaimer	28-29
	30

### OM BOLAGET

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.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Arvid Klingström

Styrelseordförande Björn Mannerqvist

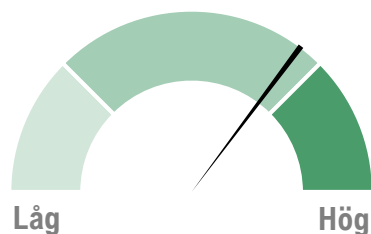
### ANALYTIKER

Namn Christoffer Jennel

Telefon +46 731 58 95 55

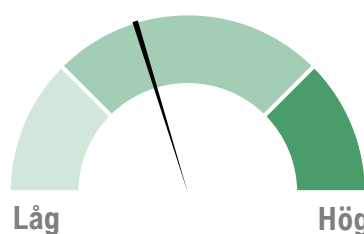
E-mail christoffer.jennel@analystgroup.se

### Värde drivare



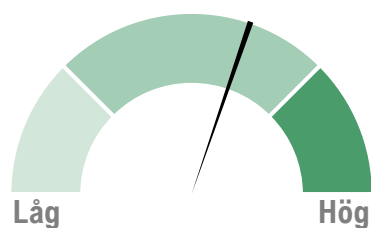
En viktig värde drivare för SLG är dess förmåga att fortsätta utveckla nya framgångsrika spel, varför det blir viktigt för investerare att beakta hur lanserade spel utvecklas. Under år 2022 stärktes utvecklingsteamet, vilket öppnar upp för en högre produktionskapacitet samt fler spellanseringar framgent. 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.

### Lönsamhet



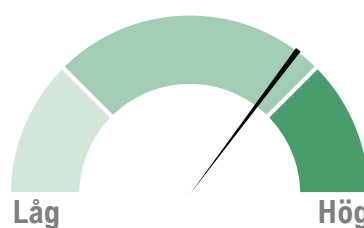
SLG uppvisar fram till dags dato negativt nettoresultat, vilket delvis förklaras av Bolagets tillämpade redovisningsprincip (K3), vilket medför, givet flertalet genomförda rörelseförvärv, höga avskrivningar, vilka ej är kassaflödespåverkande, då goodwill behövs skrivas av på minst fem år. Nettoresultatet hämmas därtill av höga räntekostnader, givet SLG:s höga skuldsättning, vilken dock har reducerats avsevärt under år 2022, men är alljämt fortsatt hög. SLG är lönsamma på EBITDA-nivå, och uppvisade under år 2022 en EBITDA-marginal om 37,4 %. Betyget är baserat på historik och är ej framtidsbaserat.

### Ledning & Styrelse



Per Ekstig och Oskar Andersson grundade Raketspel år 1999 och besitter en lång och gedigen erfarenhet inom branschen. Övriga i ledning och styrelse har relevant och bred kompetens inom bl.a. spel- och affärsutveckling, marknadsföring och försäljning. Styrelseordförande Björn Mannerqvist är idag VD för spel-plattformsbolaget 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 %.

### Risk



Vid utgången av Q1-23 uppgick kassan till 6,5 MSEK samtidigt som Bolagets räntebärande skulder uppgick till ca 51 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 genren *Hyper Casual* är snabbväxande och om SLG inte lyckas lansera nya framgångsrika spel kan kassaflödet fortsätta att påverkas negativt. Vidare är SLG beroende av att kunna bibehålla viktiga nyckelpersoner inom koncernen för att inte tappa momentum avseende Bolagets tillväxt och innovationsförmåga.

## 8,3 MSEK OMSÄTTNING Q1-23

## HYBRID CAUSAL FÅR ÖKAT FÄSTE

## LANSERINGEN AV DIG THIS 2! UNDERSTEG VÅRA FÖRVÄNTNINGAR

### Nettoomsättningen minskade med 43 % Y-Y

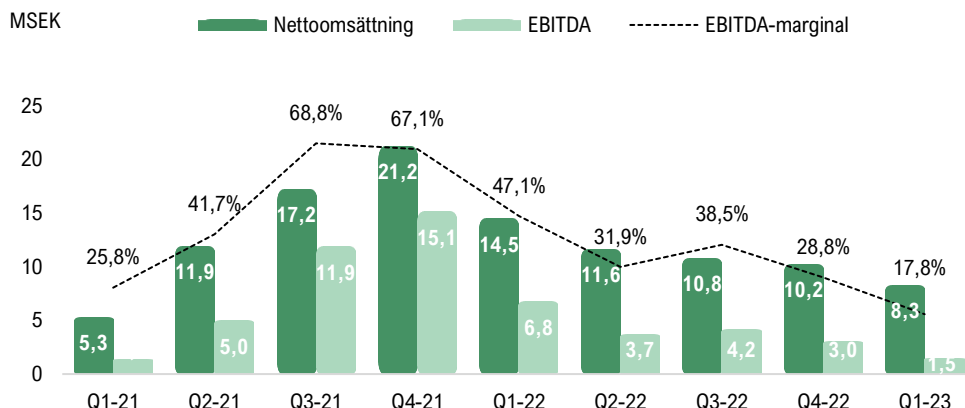
Under Q1-23 presenterade SLG en nettoomsättning uppgående till 8,3 MSEK, motsvarande en minskning med -42,8 % Y-Y (14,5) och ca -18,9 % Q-Q (10,2). Nedgången, sett till Y-Y, hänförs till att SLG under jämförbart kvartal föregående år upplevde fortsatta positiva effekter från spelsläppet av Castle Raid! under Q3-21, samtidigt som en större framgång i den globala lanseringen av Dig This 2! uteblev, där intäktsnivåer från spelet har varit väsentligt lägre än tidigare spelsläpp. Analyst Group har tidigare noterat en viss stabilitet i SLG:s intäktsströmmar i frånvaron av nya spellanseringar, ca 10-11 MSEK, men utfallet under Q1-23 väcker vissa frågetecken kring den stabilitet som uppvisats under Q2-Q4 2022. Det ska dock poängteras att det, säsongsmässigt, är färre event inom Battle Camp under det första kvartalet, och därmed kan förklara diskrepansen från ovannämnd period, vilket även synliggörs i vikande MAU inom kategorin Other Games (-4,3 % Q-Q). En större nedgång i MAU gick dock att urskilja inom kategorin Hyper Casual, motsvarande -24 % Q-Q, och med hänvisning till den globala lanseringen av Dig This 2! i början av mars, ser Analyst Group utvecklingen som ett svaghetstecken.

Att konkurrensen inom *Hyper Casual*-spel har hårdnat efter det större uppsving som spelkategorin upplevde under åren 2020–2021 är inget nytt, däremot har den blivit särskilt tydlig under år 2022 med stigande CPI:er då ett kraftigt ökat spelutbud ställer högre krav på större marknadsföringsbudgetar för att attrahera spelare. En tydlig trend är även att spelare söker ett ökat djup i *Hyper Casual*-spelen, vilket har givit spelkategorin *Hybrid-Casual* ett större uppsving under senaste åren, där antalet nedladdningar under år 2022 ökade med ca 13 % Y-Y, parallellt som nedladdningar inom *Hyper Casual* minskade med nära 20 % enligt statistik från Sensor Tower. Det som utmärker *Hybrid-Casual* är att den produktmodellen kombinerar spelmekaniken från *Hyper Casual*-spel med den retention och monetariseringmöjligheter som återfinns i *Mid-core* och *Casual*-spel. Trots att SLG profilerar sig som en spelutvecklare inom *Hyper Casual*, har fokuset under flera år varit att bygga ett större djup i bolagets spel och spelprojekt, vilket även VD Arvid Klingström adresserade i Q1-rapporten. Analyst Group bedömer även att det är just det fokuset som har varit en viktig faktor i bolagets historia, med spelsläpp såsom Dig This 1! Och Castle Raid!.

Däremot är SLG beroende av att lansera nya spelhits för att växa starkt, där frånvaron av spelsläpp medför en succesiv nedgång i intäkterna, alternativt stillastående genom förädlingsarbete av spelet, vilket även är det som har påvisats sedan lanseringen av Castle Raid! under Q3-21. Analyst Group hade större förhoppningar avseende spelsläppet av Dig This 2! och då effekterna av ett spelsläpp inom *Hyper Casual*/*Hybrid-Casual* tenderar att få relativt direkta effekter på räkenskaperna, har Analyst Group sänkt förväntningarna vad gäller intäktsgenereringen från existerande spelportfölj kommande kvartal, inklusive Dig This 2!. Utfallet under Q1-23 var därmed lägre än vad vi estimerat, givet våra helårsprognoser för år 2023, och även om Bolagets kvartalsomsättning tenderar att vara volatil, som ett resultat av spelsläpp, bedömer Analyst Group det som svårt för SLG att möta omsättningsestimaten för år 2023 om 56,4 MSEK. Vi estimerar att Q2-23 blir ett ytterligare kvartal i linje med den stabila intäktsnivån som uppvisades under H2-22, och att omsättningen istället tar fart under H2-23 i takt med nya spelsläpp.

**Frånvaron av nya spellanseringar och en mindre framgångsrik spellansering av Dig This 2! under Q1-23 har medfört en vikande omsättning sedan Q4-21.**

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q3-21-Q1-23



Källa: SLG

### Lägre rörelsekostnader Q-Q – men den minskande omsättningen medförde försämrad lönsamhet

Rörelsekostnader (inkl. personalkostnader) uppgick under Q1-23 3,3 MSEK, vilket motsvarade en ökning om 36 % Y-Y men samtidigt en minskning om -14 % Q-Q. Den primära orsaken till ökningen vid jämförelse med motsvarande kvartal föregående år härrörs till det stärkta humankapitalet som har skett sekventiellt, vilket möjliggör en mer jämn utvecklingsprocess och en förmåga för SLG att ha flera projekt igång samtidigt. Ökningen i personalkostnaderna var dock något över våra estimat, samtidigt som rörelsekostnaderna (exkl. personalkostnader) kom in lägre än förväntat. Rörelsekostnader (exkl. personalkostnader) har historiskt varit något volatil och speglar SLG:s aktuella resursanvändning hänfört till spelprojekt, där exempelvis marknadsföring vid en *Soft Launch* kan driva upp kostnadsposten. Att kostnadsposten minskade med ca 55 % Q-Q bedömer Analyst Group är en effekt av att en större del av kostnaderna hänfört till b.la. Dig This 2!, såsom marknadsföring och annan resursanvändning relaterat till spelet, togs under Q4-22 då spelet var i *Soft Launch*.

17,8 %  
EBITDA-  
MARGINAL

EBITDA-resultatet uppgick under Q1-23 till 1,5 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 17,8 %, vilket var väsentligt lägre än vad vi estimerat, trots att rörelsekostnaderna (inkl. personalkostnader) minskade Q-Q. Givet Bolagets operationella hävstång får en mindre nedgång i omsättning stor effekt på lönsamheten, vilket förklarar utfallet i Q1-23. Analyst Group tolkar även nedgången i bruttomarginalen Q-Q (65,3 % till 57,3 %) som en effekt av att *Other Games*-segmentet utgjorde en större andel av nettoomsättningen under kvartalet, vilken är av lägre lönsamhet jämfört med *Hyper Casual*, jämfört med tidigare kvartal. Detta styrks även av den större nedgången i MAU som urskildes i *Hyper Casual*-segmentet jämfört med *Other Games*-segmentet under Q1-23. SLG har kapacitet att visa betydligt högre lönsamhet, givet den höga operationella hävstången, men det förutsätter samtidigt att bolaget kan nå en starkare omsättning, vilket vi även bedömer att SLG kan uppnå under H2-23.

### Minskad kassa efter amortering av lån

AMORTERAR NED  
PÅ LÄNEN

Vid utgången av Q1-23 uppgick kassan till 6,6 MSEK, motsvarande en minskning om ca 1 MSEK jämfört med Q4-22. SLG uppvisade dock ett positivt kassaflöde från den löpande verksamheten, motsvarande ca 1 MSEK, där kassaminskningen Q-Q hänförs till den amortering på långfristiga räntebärande skulder om 5 MSEK som SLG genomförde under kvartalet, vilket ska ses som ett steg i rätt riktning då bolagets skuldsättning under en längre tid har varit hög. Under Q1-23 har SLG även erhållit ett kapitaltillskott om 3 MSEK genom en riktad nyemission till nyckelpersoner som kommunicerades den 23 februari 2023, vilken även möjliggjorde amorteringen på de långfristiga räntebärande skulderna. Vid utgången av Q1-23 uppgick dessa till 25 MSEK, ned från 50 MSEK vid utgången av Q4-22, men det ska samtidigt poängteras att de har skett en omklassificering i balansräkningen där 20 MSEK av de tidigare långfristiga räntebärande skulder nu ligger under balansposten "övriga kortfristiga skulder", vilket således innebär att det är skulder som ska betalas inom 12 månader, såvida ingen refinansiering genomförs.

Vidare ska SLG den 30 juni 2023 betala 13,8 MSEK i tilläggsköpeskilling till Raketspel, varav ca 8,3 MSEK kontant enligt tidigare överenskommelse. Analyst Group bedömer dock, givet SLG:s rådande kassaposition, att en ny överenskommelse troligtvis lär nås, där en större del av betalningen i sådant fall kommer att finansieras genom nyemitterade aktier. Parallellt genomför SLG, som tidigare kommunicerat, en strategisk översyn av spelportföljen för att identifiera eventuella möjligheter till avyttringar inom spelportföljen, där fokus primärt ligger inom *Other Games*-segmentet, vilket kan ge upphov till en starkt kassaposition framgent. Vidare kan den riktade emissionen medföra ett potentiellt ytterligare kapitaltillskott om ca 15 MSEK (maximalt) i slutet av augusti genom vidhängande teckningsoptioner. Då Analyst Group estimerar starkare kvartal under H2-23, antas även kassaflödet förbättras organiskt, vi anser att en viktig pusselbit framöver blir att säkra ytterligare finansiering genom kommande teckningsoptioner samt genom den strategiska översynen av spelportföljen som ännu pågår, för att i sin tur skapa bättre såväl finansiella som operationella förutsättningar, då det skulle möjliggöra fortsatta amorteringar på räntebärande lån samt lägga en stabilare grund för kunna investera för kraftig tillväxt.

## Överblick över SLG:s Q1-rapport

Nettoomsättning, EBITDA-resultat och marginal, utgående kassa, antalet MAU samt aktiva prototyper.

# Q1-23

*in a nutshell*



Nettoomsättning

# 8,3

MSEK

EBITDA

# 1,5

MSEK



# 6,5 MSEK

Kassa Q1-23



# -42,8 %

Organisk tillväxt Y-Y



# 17,8 %

EBITDA-marginal



# 2,2m

-24%  
Q-Q

MAU, *Hyper Causal*



# 0,2m

-4%  
Q-Q

MAU, *Other Games*



# 5st

+2  
Q-Q

Aktiva prototyper, Q1-23

Källa: SLG

**+150m**  
**NEDLADDNINGAR**  
**(DIG THIS! &**  
**CASTLE RAID!)**

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

**16,1 MSEK**  
**I EBITDA**  
**ESTIMERAS 2023E**

**NYA SPEL BEHÖVS**  
**UTVECKLAS FÖR**  
**ATT LEVERERA**  
**TILLVÄXT**

<sup>1</sup> Analyst Group har estimerat en utspädningseffekt om 14,9 % med hänsyn till den riktade emissionen samt den tilläggsköpeskilling som ska ske vid utgången av Q2-23. Läs mer om våra antaganden under värderingsavsnittet.

## Ska bilda 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 utvinnas 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 båda besitter välmeriterade erfarenheter, b.l.a. har Arvid haft tidigare chefsroller från stora spelbolag som Paradox Interactive samt King. Vidare har Bolaget stärkt upp humankapitalet för att kunna möjliggöra en högre produktionskapacitet och förmåga att driva flera spelprojekt igång parallellt. 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.

## Nedladdningar inom *Hyper Casual* minskade under år 2022 – är dock fortsatt den populäraste genren

Under flera år har *Hyper Casual* marknaden varit under en ständig uppgång, där pandemin gav en i synnerhet stark medvind för spelgenren, vilken har varit den med mest nedladdade genren under åren 2019-2022. I takt med den ökade populariteten har konkurrensen hårdnat och under år 2022 lanserades över 500 % fler *Hyper Casual*-spel, vilket följaktligen har medfört svårigheter för spelutvecklare att ta fram spel som sticker ut, varpå större marknadsföringsbudgetar krävs för att lyckas attrahera spelare, vilket i sin tur har drivit upp CPI:erna inom genren. En tydlig trend under år 2022 var att spelare sökte ett ökat djup i *Hyper Casual* vilket gav ett större uppsving för *Hybrid-Casual*, där antalet nedladdningar ökade med ca 13 % Y-Y, samtidigt som antalet nedladdningar sjönk med ca 18 % inom *Hyper Casual*. *Hybrid-Casual* liknar *Hyper Casual* med en enkel spelmekanik, men innefattar även funktioner som engagerar spelarna djupare in i spelet, vilket skapar möjligheter för att öka *retention rate*, förlänga spelets LTV och skapa bättre förutsättningar till IAP (*In App Purchases*) inom en genre som annars utgörs primärt av IAA (*In App Advertising*). SLG särskiljer sig från merparten av spelutvecklare inom *Hyper Casual*, då Bolaget i varje spelprojekt arbetar med att utveckla *Hyper Casual*-spel med ett ökat djup.

## 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.

## Prognos och värdering

Till följd av en utebliven framgång i den globala lanseringen av Dig This 2! under Q1-23 i kombination med frånvaron av andra spelsläpp fram till dags dato, har Analyst Group reviderat ned estimaten för nettoomsättningen samt EBITDA-resultatet för år 2023. Med stöd från ett stärkt utvecklingsteam möjliggörs däremot en ökad produktionskapacitet, och Analyst Group estimerar att nettoomsättning, tillika EBITDA-resultatet, kan stärkas under H2-23 givet nya spelsläpp. För år 2023 estimeras SLG nå ett EBITDA-resultat om 16,1 MSEK, och utifrån en relativvärdering, har en forward EV/EBITDA-multipel om 7,5x applicerats som målmultipel, vilket motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,010 kr<sup>1</sup>.

## 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 var tydligt under år 2022, där den höga skuldsättningen medförde höga räntekostnader, vilka blir svåra att kompensera för när omsättningen, tillika lönsamheten, viker ned. Under år 2022 stärkte SLG upp balansräkningen genom att dels ordna en förbättrad långsiktig lånestruktur, dels via en kvittningsemission om ca 85 MSEK, vilket sammantaget lade grunden för avsevärt lägre räntekostnader framöver. Således ges SLG bättre förutsättningar att generera organiskt kassaflöde, vilket kan användas till investeringar samt successivt amortera ned resterande skuld.



**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, med ett primärt fokus på *Hyper Casual*-genren. Genom tidigare förvärv av spelbolag och speltillgångar har SLG en diversifierade spelportfölj som sträcker sig över flera olika genrens, från *Casual* och *Hyper Casual* till *MMORPG*, *FPS*, *Word-Puzzle*, *RPG* samt *Strategy*. SLG har idag totalt 15 aktiva spel, varav tio inom *Hyper Casual*, 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. Trots relativt små medel har SLG lyckats producera mobilspel med miljontals nedladdningar, såsom *Hyper Casual*-spelen *Dig This!* och *Castle Raid!*, vilket har möjliggjorts genom b.l.a. Bolagets djuggående 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 intjäningen 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 genrens.

Inom SLG-koncernen återfinns idag två helägda dotterbolag, Raketspel och Battle Camp, SLG:s egna varumärke/spelstudio Vanguard Gaming Studio ("VGS") samt affärsområdet SLG Operations. Raketspel tillhör affärsområdet *Hyper Casual*, medan Battle Camp och VGS tillhör *Other Games*. 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



## Hyper Casual

## Other Games

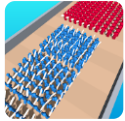
Urval av spelportföljen och antalet nedladdningar

**Dig This!**



**+125 MILJONER NEDLADDNINGAR**

**Castle Raid!**



**+44 MILJONER NEDLADDNINGAR**

**Battle Camp**



**+40 MILJONER NEDLADDNINGAR**

**Fan of Guns**



**+5 MILJONER NEDLADDNINGAR**

**Death Dungeon**



**+660 000 NEDLADDNINGAR**

Källa: SLG

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## Affärsområde: *Hyper Casual*

Livespel

7

Q1-23

MAU

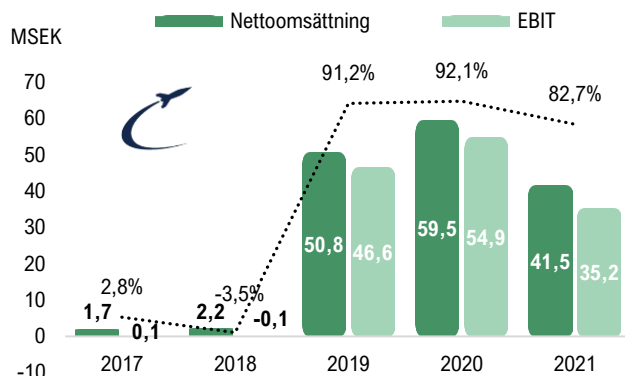
2 211 500

Q1-23

Inom affärsområdet Hyper Casual återfinns spelstudion Raketspel, vilka fokuserar på att utveckla mobilspele inom genrererna *Casual* och *Hyper Casual* samt *Word-Puzzle*, och adresserar den globala mobilspelelsmarknaden. Studio har idag tio aktiva spele med ca med totalt över 160 miljoner nedladdningar, vilka återfinns på bl.a. plattformarna App Store och Google Play. Spele är s.k. *free-to-play* spele 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 spelbranschen. Tidigare utvecklade Raketspel primärt spele åt andra företag, men övergick för ett antal år sedan till att istället utveckla egna spele, där spelet *Dig This!* är studios mest framgångsrika lansering fram till dags dato, med över 125 miljoner nedladdningar. Raketspele senaste spele, *Castle Raid!*, vilken lanserades under SLG:s regi, har haft över 44 miljoner nedladdningar sedan lanseringen i augusti 2021 och nådde därtill toppplaceringar på flertalet listor. Totalt har Raketspel utvecklat över 60 mobilspele sedan bolaget grundades.

Raketspel har, givet en kapitallätt verksamhet, en stark underliggande lönsamhet, vars finansiella prestation vilar i förmågan att utveckla framgångsrika mobilspele och förädlingen av dessa. Bolaget har ett starkt *track record* av att leverera framgångsrika spele inom Hyper Casual, under år 2019 lanserade Raketspel bolagets mest framgångsrika spele till dags dato, *Dig This!*, vilken blev en global hit, något som återspeglades i efterföljande års omsättning och lönsamhet. Då spele inom genrererna *Casual* och *Hyper-Casual* i regel har kortare livslängd än andra genrer, avser Raketspel att kompensera för eventuella fluktuationer i intäktsflöden genom att kontinuerligt utveckla nya spele.

### Finansiell historik: Raketspel

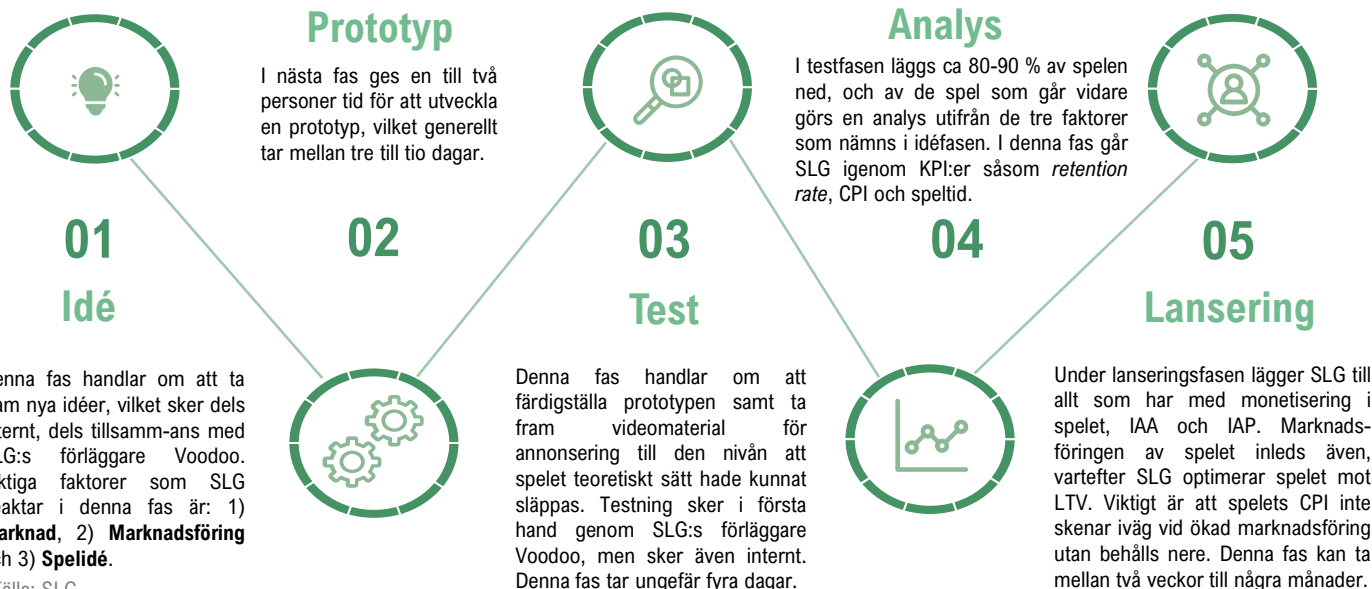


### Tid- och kostnadseffektiv utvecklingsprocess ökar sannolikheten för nya framgångsrika spelelapp

Raketspel har en lång erfarenhet av speleutveckling och har etablerat en plattform som möjliggör att snabbt skala upp, vilket gör utvecklingsprocessen både tid- och kostnadseffektiv. Över 20 spelelär når testfasen, vilket vanligtvis endast tar ett fåtal veckor och genom intern kompetens samt ett nära samarbete med Voodoo, en av världens största förläggare inom mobilspele, utvärderar såväl som analyseras spele i detalj, innan en storskalig lansering kan genomföras. Speleutvecklingsprocessen beskrivs i mer detalj nedan.

### Överblick över SLG:s speleutvecklingsprocess.

Från Idéfasen till Lanseringsfasen



Källa: SLG





## Affärsområde: *Other Games*

Livespel

4

Q1-23

MAU

201 013

Q1-23

Inom affärsområdet *Other Games* återfinns de spel vilka tillhör andra genrer än *Hyper Casual*.

### 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 år 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 och 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. 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. Under Q1-23 outsourcade SLG såväl drift som utveckling av Battle Camp till mobilspelsstudio Grand Pike AB, ett dotterbolag till det listade mobilspelsbolaget Gold Town Games, i syfte att frigöra kapacitet till mobilspelsutveckling inom *Hyper Casual*-genren.

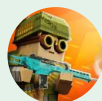
### Vanguard Gaming Studio

Vanguard Gaming Studio ("VGS") är SLG:s eget varumärke, tillika spelstudio, där tidigare förvärvade speltillgångar 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 studio spelen *Idle War Camp*, *Death Dungeon* och *Fan of Guns*.

## Vanguard Gaming Studio: Överblick av spelförteckningen



### Fan of Guns



5,5m

Nedladdningar

First person  
Shooter

*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. Intäkter genereras dels genom IAP, dels IAA, och spelet kan idag laddas ned via Google Play och App Store.

### Death Dungeon



0,6m

Nedladdningar

Role Playing Game

*Death Dungeon Demon Hunting* lanserades under år 2020 och är ett spel inom genren *Role Playing Game* (RPG) och *Fantasy*. Spelet kan laddas ned via Google Play och App Store, där intäkterna genereras genom IAP och IAA.

### Idle War Camp



0,1m

Nedladdningar

Strategy

*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 (IAA).

## Intäktsdrivare

Övergripande baseras SLG:s intäktmodell 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 plattformavgift 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

Plattformavgifterna 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 intäktströmmar från IAP, som är avgiftsbelagda, och IAA, som inte är avgiftsbelagda, kan SLG erhålla en hög bruttomarginal. Under år 2022 uppgick bruttomarginalen till 64,6 %, och då inkluderas även det arbete som konsulter utför vilket direkt är hänförligt till utvecklingen av spel. För att distribuera större spel använder SLG sig av publicister, där avtalsstrukturen kan skilja sig mellan 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. Rullande tolv månader uppgår kostnadspostens andel av omsättningen till ca 12 %, men inkluderar då även engångskostnader om 0,9 MSEK i Q2-22. Personalkostnader utgjorde ca 15 % av omsättningen under helåret 2022, från ca 7 % år 2021, där ökningen dels hänförs till negativ årlig omsättningstillväxt till följd av uteblivna spelsläpp, dels som en resultat av nyrekrytering i syfte att öka produktionskapacitet samt förmågan att driva flera spelprojekt parallellt framgent.

## 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 genrer, 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 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 la SLG ett stort fokus på 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 lånestruktur. Därtill har SLG minskat Bolagets räntebärande skulder med ca 85 MSEK genom en kvittningsemission 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.

## Mobilspelsmarknaden minskade under år 2022 efter flera års stark tillväxt...

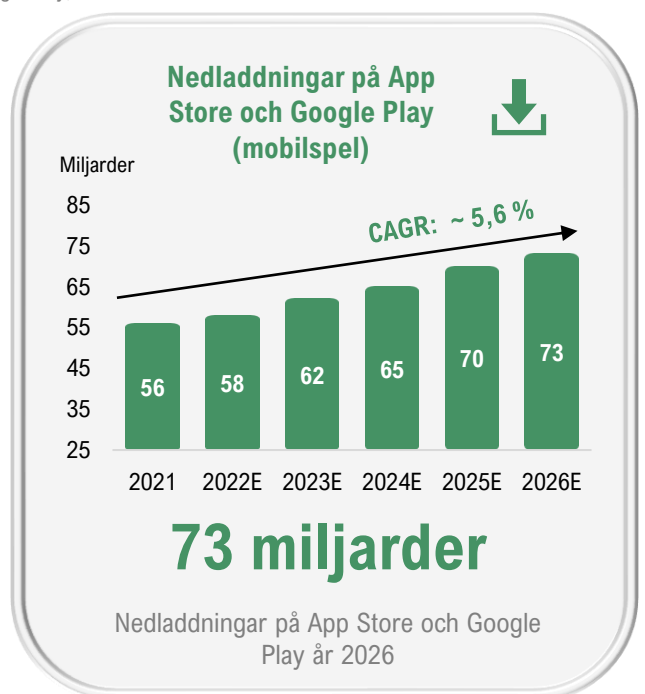
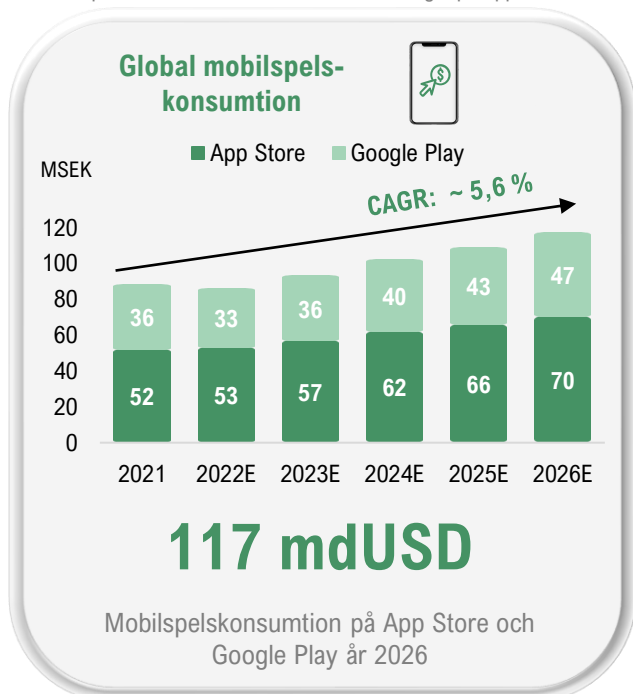
Safe Lane Gaming verkar inom spelindustrin och tillhandahåller en mobilspelsportfölj inom flera genrens, såsom *Casual*, *Hyper Casual*, *MMORPG* och *Role Playing Game*. Spelindustrin är idag den största underhållningsindustrin i världen med strax över tre miljarder spelare globalt, och delas primärt 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. År 2022 var utmanande år för såväl spelbranschen som helhet, som mobilspel, efter flera år av stark tillväxt, och enligt Newzoo minskade mobilspelsmarknaden med -6,4 % Y-Y till 92,2 mdUSD, samtidigt som den breda spelindustrin föll ca 4,3 %. De bakomliggande orsaker till marknadsnedgången inom mobilspel under år 2022 har delvis varit den pågående transformationen inom mobilspelandet relaterat till integritet, i synnerhet på iOS-enheter, vilket har begränsat förmågan att såväl identifiera som spåra användare och har därmed medfört en motvind för förläggare, mobilspelsutvecklare och annonsörer. Vidare har spenderandet i mobilspel reducerats som en följd av andra konsumentprioritering efter att samhällena återöppnade efter pandemin samt minskad disponibel inkomst givet hög inflation.

## ...men väntas återhämta sig under kommande år

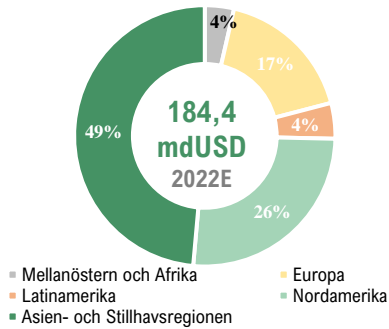
Både Newzoo och marknadsintelligensleverantören Sensor Tower estimerar dock att mobilspelsmarknaden återhämtar sig kommande år, även om dessa ser olika stark tillväxt i korten och mäter marknadsstorleken något annorlunda. Newzoo estimerar en årlig marknadstillväxt om ca 4 % mellan åren 2023-2025, där mobilspelsmarknaden väntas värderas till 103 mdUSD år 2025. Samtidigt estimerar Sensor Tower att mobilspelskonsumtionen på App Store och Google Play kommer 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.

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

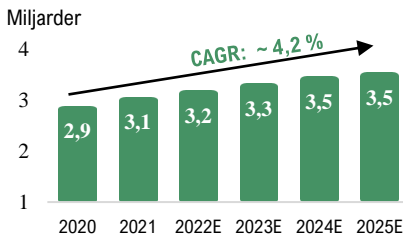
Global mobilspelskonsumtion och antalet nedladdningar på App Store och Google Play, 2021-2026E



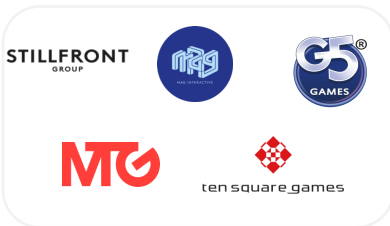
Källa: Sensor Tower, 2022



## Antalet spelare, globalt



## Konkurrenter i urval



## Globala spelindustrin – per region

Asien- och Stillhavsregionen är den största regionen inom den globala spelindustrin och väntas utgöra ca 49 % av marknaden under år 2022, samtidigt som Nordamerika är den näst största marknaden, med en marknadsandel om ca 26 % av marknaden. 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 siffror 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, vilket t.ex. aktörer som G5 Entertainment, Stillfront Group, MTG, MAG Interactive och Ten Square Games gör.

## Hyper Casual tappade i popularitet under år 2022 samtidigt som Hybrid-Casual såg ett större uppsving

*Hyper Casual* var den snabbast växande mobilgenren i termer av nedladdningar under pandemin och under år 2021 var genren den mest nedladdade, samt 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. I takt med den ökade populariteten inom *Hyper Casual-spel* har konkurrensen hårdnat och under år 2022 lanserades mer än 10 000 nya spel inom genren, vilket motsvarade en ökning om ca 500 % jämfört med 2021<sup>3</sup>, således blev marknaden för *Hyper Casual* övermättad. Detta medförde i sin tur svårigheter att "sticka ut", vilket har ställt högre krav på större marknadsföringsbudgetar för att attrahera spelare. Till följd av denna utveckling har CPI:er för *Hyper Casual-spel* ökat, vilket sätter press på lönsamheten för spelutvecklare.

En tydlig trend under år 2022 var att spelare sökte ett ökat djup i *Hyper Casual*, vilket gav ett större uppsving för *Hybrid-Casual*, där antalet nedladdningar ökade med ca 13 % Y-Y, samtidigt som antalet nedladdningar sjönk med ca 18 % inom *Hyper Casual*. *Hybrid-Casual* är en förhållandevis ny spelgenre som utvecklats från *Hyper Casual*, vilken utmärker sig genom att kombinera spelmekaniken från *Hyper Casual-spel* med de funktioner och monetiseringsmöjligheter som återfinns i *Mid-core* och *Casual-spel*, vilket möjliggör ökad *retention*. Allt fler av världens ledande förläggare inom *Hyper Casual* har därmed i ökad utsträckning skiftat fokus från *Hyper Casual* till *Hybrid-Casual*, med andra ord har *Hyper Casual* genren i ökad grad utvecklats mot mer *Hybrid-Casual*, vilket således ökar möjligheterna för IAP för spelutvecklarna genom bättre retention rates (ett mått på spelets "stickiness") och LTV:s.

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

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

<sup>3</sup> Azur, 2022

## 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 erhöles 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.

### Prognos för *Hyper Casual*, åren 2023-2025E



Affärsområdet *Hyper Casual* utvecklar, genom dotterbolaget Raketspel, mobilspel inom *Casual* och *Hyper Casual* segmentet, vilka kännetecknas av att ha kortare livslängd än andra genrer, varför kontinuerligt nya spel behövs utvecklas för att bibehålla och öka nuvarande intjäning. Tidigare har målet varit att årligen ta fram 20 prototyper som ska mynna ut i 1-2 nya spel, men under år 2022 har SLG rekryterat fler spelutvecklare, vilket medför en ökad produktionskapacitet och förmåga att driva flera projekt parallellt. 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 perioden 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 mobilspelsförläggare, har varit och är fortsatt en viktig faktor 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 utgör en tillväxthämmande faktor för såväl mobilspelsmarknadens som Raketspels tillväxt, är vi av uppfattningen att Raketspels bevisade förmåga att skapa spelhits i kombination med en växande marknad, väger tyngre och medför att Raketspel förväntas visa god tillväxt över tid.

Under Q4-22 ingick Raketspel även 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 bidra positivt till omsättningen under år 2023 givet de starka KPI:er som *Castle Raid!* nådde efter spelsläppet under Q3-21.

För att maximera avkastningen på redan befintlig spelportfölj har det blivit allt mer förekommande att spelutvecklare söker sig till nya plattformar, exempelvis genom att göra ett mobilspel tillgängligt för spelkonsoler eller PC, och vice versa. Att ta ett spel från en plattform till en annan är dock en komplex och tidskrävande process, men genom att framgångsrikt lyckas med att göra t.ex. ett mobilspel tillgängligt på en spelkonsol, kan spelutvecklare öka dess *reach*, förlänga spelets LTV och således stärka intäktströmmarna relaterat till spelet. SLG ingick under Q1-23 ett avtal med den italienska spelstudion Fantastico Studio om att utveckla och lansera Bolagets befintliga mobilspel *Duck Race* på plattformarna Nintendo Switch, Sony Playstation, Microsoft Xbox och Stream, med förväntad lansering under Q3-22. Bolaget förväntar sig däremot inga större intäkter genom detta avtal, men Analyst Group ser positivt på avtalet då det öppnar upp för nya intäktströmmar och för att liknande avtal kan ingås framöver.

### Prognos för Hyper Casual, åren 2023-2025E, forts.



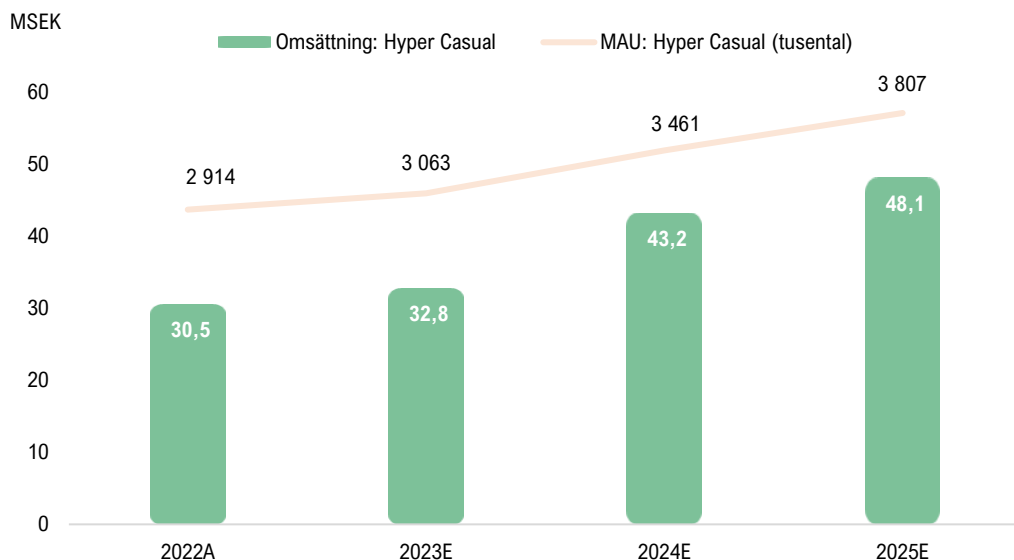
Under år 2021 redovisade Raketspel en nettoomsättning om 41,5 MSEK, vilket motsvarade en minskning med ca 30 % jämfört med år 2020, trots den framgångsrika lanseringen av Castle Raid! under Q3-21. Vidare minskade EBIT-resultatet som en effekt av omsättningstappet, uppgående till 35,2 MSEK (54,9), motsvarande en EBIT-marginal om 82,7 % (92,2 %). Då inga nya spelsläpp genomfördes under år 2022 estimerar Analyst Group, givet SLG:s uppvisade nettoomsättning om 47,2 MSEK för helåret 2022, att omsättningen i Raketspel har haft en liknande utveckling under perioden 2021-2022, som under 2020-2021. 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.

Vid utgången av Q1-23 visade affärsområdet *Hyper Casual*, indirekt Raketspel, en MAU om ca 2,2 miljoner, motsvarande en nedgång om ca 24 % Q-Q, och Analyst Group estimerar att affärsområdets ARPMAU – *Average Revenue Per Monthly Active Users* – uppgick till ca 0,7 SEK. Dessa två KPI:er har legat till grund för den estimerade omsättningstillväxten för affärsområdet *Hyper Casual* fram till år 2025. Genom att fortsätta göra uppdateringar (buggfixar, nya språk, nya levels m.m.), lansera nya 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. Raketspel har historiskt förlitat sig på intäkter genom IAA, men har över tid breddat monetiseringsmodellen genom att integrera diverse IAP-lösningar inom spelportföljen, varför Analyst estimerar en successivt ökande ARPMAU under prognosperioden, och takta i genomsnitt omkring 1,1 SEK under prognosperioden.

För helåret 2022 estimerar Analyst Group att omsättningen inom *Hyper Casual* (Raketspel) uppgick till 30,5 MSEK, vilket motsvarar en minskning om ca 26 % Y-Y, givet avsaknaden av nya spelsläpp. Under Q1-23 lanserade SLG spelet Dig This 2! globalt, en efterföljare på succéspelet Dig This!, vilken vi såg som en större tillväxt drivare under år 2023. Spelet lanserades i mars 2023 och då spelsläpp inom *Hyper Casual/Hybrid Casual* tenderar att få relativt direkta effekter på räkenskaperna, bedömer Analyst Group att den fortsatta sekventiella omsättningsminskningen som uppvisades under Q1-23 tydligt påvisar att framgången i spelsläppet uteblev. Som ett resultat av det har vi sänkt omsättningsestimaten för helåret 2023, vilket även påverkar våra förväntningar under resterande prognosperiod. Vi estimerar att nettoomsättningen inom affärsområdet *Hyper Casual* stärks under H2-23 med stöd från en ökad produktionskapacitet och nya spelsläpp, det fördjupade samarbetet med Voodoo samt ett ökat operationellt fokus inom *Hyper Casual*. För år 2023 estimeras nettoomsättningen uppgå till 32,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om ca 7,2 % Y-Y.

#### Nedan framgår Analyst Groups omsättnings- och MAU-estimat för affärsområdet *Hyper Casual*, 2022-2025E.

Nettoomsättning och MAU-utveckling 2022-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser



### Prognos för *Other Games* åren 2023-2025E

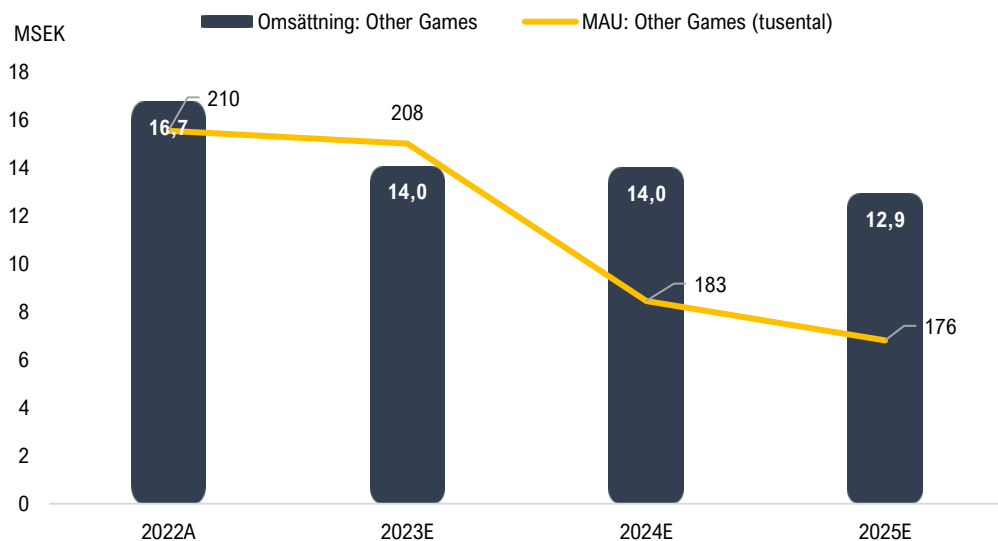
Affärsområdet *Other Games* består av spelet Battle Camp och SLG:S egna varumärke, tillika spelstudio, Vanguard Gaming Studio, vars portfölj utgörs av speltitlarna Fan of Guns, Death Dungeon och Idle War Camp. SLG har under åren 2021-2022 arbetat för att utveckla och förädla Battle Camp i syfte att öka engagemanget, samt med att optimera marknadsföringen primärt via *performance marketing* för att öka antalet nedladdningar. Detta har genomförts genom att teckna samarbetsavtal, b.la. med SmileShark, men även genom att anordna veckovisa event samt lansering av större speluppdateringar, vilket senast skedde under Q2-22. Idag har SLG över åtta rullande veckoevent, vilka därtill kompletteras med högprofiterande säsongsevent, där event har och är fortsatt en viktig intäktskälla för Battle Camp. 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 var att jämna ut spelets intäktsströmmar från IAP och IAA, samt möjliggöra ökade intäkterna ytterligare framgent.

En viktig tillväxtdrivare för Battle Camp, såväl som spelen inom VGS:s spelportfölj, bortsett från att utveckla, tillika förädla, spelen som sådant samt stärka spelen community, har av Analyst Group tidigare bedömts vara utvinningen av synergier genom SLG Operations för att t.ex. optimera spelen eller penetrera nya marknader. Givet SLG:s finansiella utveckling under år 2022 samt de nedskrivningar som SLG genomfört i Battle Camp om totalt ca 133 MSEK\* sedan förvärvet under Q3-22, efter att Battle Camp inte levt upp till SLG:s förväntningar, bedömer Analyst Group att utvecklingen vad gäller dels Battle Camp, dels synergiutvinningen från SLG Operations inte har fallit ut väl. Detta styrks även av att den aggregerade MAU för affärsområdet *Other Games* vid utgången av Q1-22 om ca 0,2 miljoner är väsentligt lägre än spelen tillsammans har haft i tidigare kommunikation till marknaden. Ett minskat spenderande i mobilspel under år 2022 bedöms även förklara den negativa utveckling inom affärsområdet *Other Games* då IAP utgör lejonparten av monetiseringsmodellen, i synnerhet inom Battle Camp.

Att SLG därtill har ställt om det primära affärsfokus till *Hyper Casual*-genren samt outsourcat utveckling och drift av Battle Camp till Grand Pike, medför att Analyst Group estimerar en svagt negativ omsättningsutveckling för affärsområdet *Other Games* under prognosperioden, drivet av såväl ett minskat antal spelare som spenderande i spelen. Nedan framgår Analyst Groups estimat för affärsområdet *Other Games* nettoomsättning och MAU under perioden 2022-2025<sup>1</sup>, där år 2022 baseras på Analyst Group egen uppskattning och det riktiga utfallet kan därmed skilja sig.

#### Nedan framgår Analyst Groups omsättnings- och MAU-estimat för affärsområdet *Other Games*, 2022-2025E.

Nettoomsättning och MAU-utveckling 2022-2025E



<sup>1</sup> Genomsnittlig ARPMAU om 6 SEK har antagits under prognosperioden.

Källa: Analyst Groups prognoser



### Kostnadsprognos på koncernnivå för åren 2023-2025E

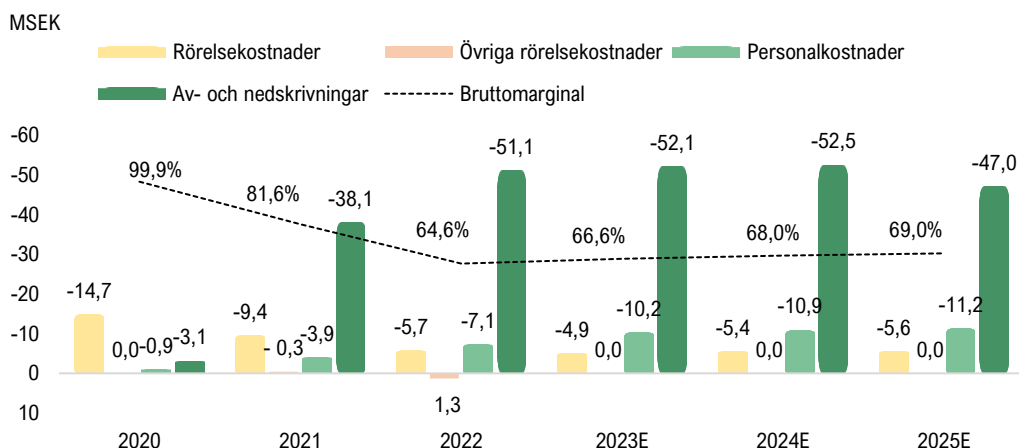
SLG erhåller intäkter från koncernens speltitlar dels via försäljning i spelen (IAP), dels genom annonsering i spelen (IAA). Intäkterna från IAP är avgiftsbelagda i enlighet med App Stores och Google Plays försäljningsavgifter om 30 % för all omsättning överstigande 1 MUSD (ca 10,5 MSEK), för respektive 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, och under år 2022 uppgick bruttomarginalen till ca 64,6 %. SLG:s bruttomarginal har historiskt dock varit betydligt högre och under Q3-Q4-21 uppgick bruttomarginalen till ca 76 % och var i samband med att SLG såg effekterna från b.l.a. spelsläppet av Castle Raid!, vilket påvisar skalbarheten som möjliggörs av mobilspelsutveckling vid höga volymer. Bruttomarginalen estimeras därför stärkas under prognosperioden drivet av en stark tillväxt inom affärsområdet Hyper Casual, vilket således medför en ökad andel av de totala intäkter, och för år 2023 estimeras bruttomarginalen uppgå till 66,6 %.

**AFFÄRSMODELLEN  
MEDFÖR HÖG  
BRUTTOMARGINAL**

SLG har en slimmad organisation och är idag över 18 medarbetare (anställda och konsulter) 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 år 2022 uppgick personalkostnader till ca 7,1 MSEK<sup>1</sup>, eller ~ 15,1 % av nettoomsättningen, vilket är högre än vad SLG uppvisat historiskt men förklaras av en vikande omsättning och ökad rekrytering under år 2022 samt omklassificeringar av kostnadsposter i resultaträkningen. Det är tydligt att SLG investerar för tillväxt genom förstärkningen av utvecklingsteamet under år 2022, vilket möjliggör en högre produktionskapacitet, men till följd av sänkta omsättningsestimat bedömer Analyst Group att det kommer ta något längre tid för SLG att växa in i den nya kostnadskostymen, varför vi estimerar att personalkostnaderna kommer att växa i en snabbare takt än omsättningen under prognosperioden. 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. Givet att rörelsekostnaderna består av relativt fasta kostnader estimeras kostnads-posten att succesivt 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, 2020-2025E



<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.

Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

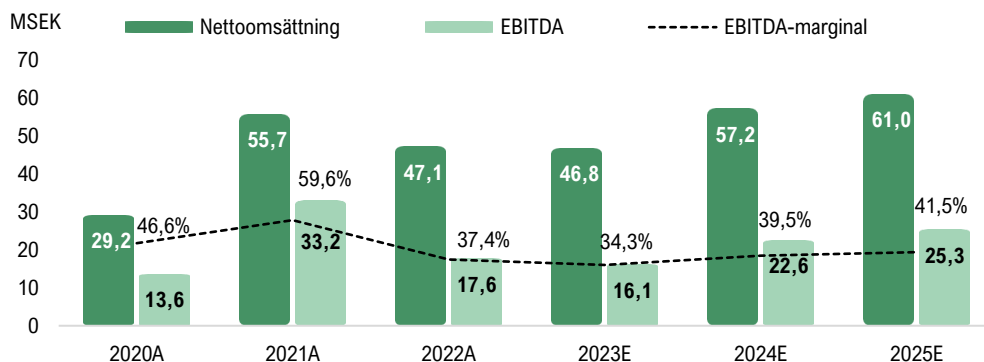
**41,5 %**  
ESTIMERAD  
EBITDA-  
MARGINAL ÅR  
2025

## Affärsmodellens höga skalbarhet medför starka marginaler och kassaflöden

Givet en slimmad organisation, kostnadseffektiv speltillverkning och låga fasta kostnader medför affärsmodellen såväl hög skalbarhet som lönsamhet vid höga försäljningsvolymerna och vice versa vid låga försäljningsvolymerna. 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. Frånvaron av nya spelsläpp tillsammans med rekrytering av nya spelutvecklare under år 2022, vilket ökade kostnadsbasen, medförde en nära halvering av EBITDA-resultatet Y-Y, vilken uppgick till 17,6 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 37,4 %. Med stöd av nya spellanseringar och fortsatt arbete med att såväl förvalta som förädla befintliga spel under åren 2023-2025 väntas EBITDA-marginalen stärkas under prognosperioden i takt med ökad försäljning, vilket medför högre skalbarhet, för att år 2025 uppgå till 41,5 %.

### 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 2023-2025.

Base scenario MSEK	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	29,2	55,7	47,1	46,8	57,2	61,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>29,2</b>	<b>57,0</b>	<b>47,2</b>	<b>46,8</b>	<b>57,2</b>	<b>61,0</b>
KSV	0,0	-10,5	-16,7	-15,6	-18,3	-18,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,2</b>	<b>46,5</b>	<b>30,5</b>	<b>31,2</b>	<b>38,9</b>	<b>42,1</b>
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	64,6%	66,6%	68,0%	69,0%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-5,7	-4,9	-5,4	-5,6
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-7,1	-10,2	-10,9	-11,2
<b>EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>33,2</b>	<b>17,6<sup>1</sup></b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>25,3</b>
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	37,4%	34,3%	39,5%	41,5%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,1	-52,1	-52,5	-47,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>10,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-32,1</b>	<b>-36,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>-21,7</b>
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-68,0%	-77,0%	-52,2%	-35,5%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-20,9	-4,0	-4,0	-4,0
<b>EBT</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-40,1</b>	<b>-33,9</b>	<b>-25,6</b>
Bokslutsdispositioner	0,0	0,1	-3,4	0,0	0,0	0,0
Skatt	0,0	-7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutet skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-40,1</b>	<b>-33,9</b>	<b>-25,6</b>
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-112,3%	-85,6%	-59,2%	-42,0%

<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 av Safe Lane Gaming appliceras på koncernnivå, vilket innebär att värderingen utgår 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.

## Peers i siffror (R12)



**MAG Interactive** är en global mobilspelsutvecklare av sociala casualspel till smarta telefoner, vilka spelas online mellan spelare, således möjliggörs en relativt lång livstid. MAG har en stark ställning inom genrerorna ordspel och trivia, med en katalog av spel såsom Quizkampen, Wordzee, Primetime, Word Mansion, Tile Mansion, Ruzzle med mera. Spelen i MAGs portfölj har laddats ned över 350 miljoner gånger och givet bolagets fokus på casualspel möjliggör som nämnt lång livstid på spel, där exempelvis den första versionen av bolagets spel Quizkampen lanserades år 2012 och spelas än idag. Spelen distribueras via appbutiker och är anpassade för operativsystem som Android och iOS. Exempel på andra spel inkluderar Wordzee, Tile Mansion och Ruzzle. Bolaget noterades år 2017 på Nasdaq First North Premier Growth Market.

**25,9 %**  
Omsättningstillväxt

**19,4 %**  
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 genrerorna 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.

**6,8 %**  
Omsättningstillväxt

**20,2 %**  
EBITDA-marginal

**STILLFRONT**  
GROUP

**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 livscyklar 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 förvävsstrategi som går ut på att förvärva lönsamma spelstudios av låg risk med en global räckvidd. Stillfronts huvudmarknader är Europa, USA och MENA-regionen.

**22,8 %**  
Omsättningstillväxt

**36,0 %**  
EBITDA-marginal



**MTG** är en svensk mobilspelskoncern med internationell närvaro, vilka såväl äger som driver spelstudior med globala IP:er inom ett brett utbud av casual och mid-core genrens. MTG-gruppen fokuserar på att accelerera portföljbolagstillväxten och stödjande grundare samt entreprenörer. MTG ämnar agera som en aktiv drivkraft inom spelindustrin genom att konsolidera spelbolag världen över och idag består koncernen av följande spelutvecklingsbolag: Kongregate, InnoGames, Hutch Games Ltd., Ninja Kiwi, samt PlaySimple. Över 60 % av koncernens intäkter kommer från Nordamerika och över 70 % av de totala intäkter härrör från mobila plattformar. Bolaget har en DAU och MAU om ca 6,5 miljoner respektive 31 miljoner.

**-2,9 %**  
Omsättningstillväxt

**22,5 %**  
EBITDA-marginal



**Ten Square Games SA** är ett polskt spelutvecklingsbolag inom mobilspel, vilka fokuserar på 3D-simuleringshobbyspel, såsom fiske- och jaktspel, i en free-to-play-distributionsmodell. Bolaget har totalt sex livespel, t.ex. *Fishing Clash*, *Hunting Clash* och *Let's Fish*. Bolagets spel är tillgängliga på sociala plattformar, ett nätverk av olika partnerwebbplatser samt på Google Play, App Store och Microsoft Store.

**-15,1 %**  
Omsättningstillväxt

**17,9 %**  
EBITDA-marginal

SLG som koncern har en relativt 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<sup>1</sup>, 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	SLG	Mag Interactive	G5	Stillfront Group	MTG	Ten Square Games	Genomsnitt, peers	Median, peers
Omsättningstillväxt	-36,9%	25,9%	6,8%	22,8%	-2,9%	-15,1%	<b>10,6%</b>	<b>6,8%</b>
Omsättningstillväxt senaste 3 åren	n.a.	19,9%	1,4%	21,4%	11,1%	30,7%	<b>22,8%</b>	<b>19,9%</b>
EBITDA-marginal	30,0%	19,4%	20,2%	36,0%	22,5%	17,9%	<b>25,2%</b>	<b>20,2%</b>
EBITDA-tillväxt	-47,1%	-4,2%	-14,2%	10,6%	38,3%	-44,1%	<b>19,4%</b>	<b>-4,2%</b>
EBITDA-tillväxt senaste 3 åren	n.a.	50,8%	-1,2%	15,3%	57,2%	4,0%	<b>55,8%</b>	<b>15,3%</b>
Soliditet	60,5%	73,0%	77,0%	59,0%	76,0%	66,0%	<b>69,4%</b>	<b>73,0%</b>
Nettoskuld/EBITDA	3,6	-1,00	-0,8	1,7	-2,8	-1,1	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
Skuldsättningsgrad	0,7	0,4	0,3	0,7	0,3	0,5	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>
Omsättningshastighet	0,2	0,8	2,0	0,3	0,3	1,0	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>
EV/EBITDA	8,9	4,5	5,2	6,8	6,3	5,4	<b>5,6</b>	<b>5,4</b>
EV/S	2,7	0,9	1,0	2,2	1,4	1,0	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>
P/S	1,6	1,1	1,2	1,6	2,1	1,2	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>
Marknadsvärde (MSEK)	66	400	1 705	11 768	11 313	1 549	<b>4 948</b>	<b>1 705</b>

Kännetecknande för jämförelsegruppen är att merparten har en historik av stark tillväxt med en hög lönsamhet på EBITDA-nivå. Detta återspeglar således den starka tillväxten som varit inom spelindustrin historisk och samtidigt den höga underliggande lönsamheten som återfinns 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, möjliggjordes för SLG att väsentlig minska Bolagets skulder, vilket följaktligen reducerar den finansiella risken, även om nettoskuldsättningen fortsatt är hög i relation till Market Cap. Utöver kvittningsemissionen förbättrade även SLG den långsiktiga lånestrukturen under år 2022 genom att refinansiera tidigare kortfristiga kreditfaciliteter till en treårig horisont, vilket tillsammans med kvittningsemissionen har medfört avsevärt lägre räntekostnader, varvid SLG ges bättre förutsättningar att generera starkt organiskt kassaflöde från Bolagets höga underliggande lönsamhet.

Under år 2022 uppvisade SLG en negativ utveckling i såväl nettoomsättningen som EBITDA-resultatet samtidigt som peer-gruppen i genomsnitt visade tillväxt avseende både nettoomsättning och EBITDA-resultat. Däremot estimeras SLG växa nettoomsättningen och EBITDA-resultatet i en högre takt under prognosperioden 2023-2025 än peer-gruppen (se nedan tabell). Mer information om hur SLG står sig mot peer-gruppen återfinns på sida 22.

Prognoser	SLG	Mag Interactive	G5	Stillfront Group	MTG	Ten Square Games	Genomsnitt, peers	Median, peers
CAGR 2023-2025 (omsättning)	9,0%	13,9%	1,5%	5,0%	3,6%	0,4%	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>
EBITDA-tillväxt 2023-2025 (årlig)	12,8%	-6,4%	18,6%	3,9%	2,0%	-8,7%	<b>2,5%</b>	<b>2,0%</b>

<sup>1</sup> På aggregerad nivå.

<sup>2</sup> Peer-data är hämtat från Refinitiv Eikon.

SLG vs peer-gruppen, LTM-2025E<sup>1</sup>

Tillväxt	Omsättning (%)						EBITDA (%)				
	Företag	Market cap (MSEK)	EV (MSEK)	LTM	2023E	2024E	2025E	LTM	2023E	2024E	2025E
	Mag Interactive	400	343	25,9	20,2	17,5	4,5	-4,2	-59,5	53,7	31,7
	G5 Entertainment	1 705	1 486	6,8	-0,1	2,4	2,0	-14,2	42,8	10,2	6,2
	Stillfront Group	11 768	18 708	22,8	4,4	5,3	5,4	10,6	-8,0	13,9	6,9
	MTG	11 313	9 471	-2,9	-0,3	5,6	5,5	38,3	-9,5	9,7	6,9
	Ten Square Games	1 549	1 404	-15,1	-5,4	4,8	2,1	-44,1	-6,7	-1,8	-17,0
	<b>High</b>	11 768	18 708	25,9	20,2	17,5	5,5	38,3	42,8	53,7	31,7
	<b>75th percentile</b>	11 313	9 471	22,8	4,4	5,6	5,4	10,6	-6,7	13,9	6,9
	<b>Average</b>	5 347	6 282	7,5	3,8	7,1	3,9	-2,7	-8,2	17,1	6,9
	<b>Median</b>	1 705	1 486	6,8	-0,1	5,3	4,5	-4,2	-8,0	10,2	6,9
	<b>25th percentile</b>	1 549	1 404	-2,9	-0,3	4,8	2,1	-14,2	-9,5	9,7	6,2
	<b>Low</b>	400	343	-15,1	-5,4	2,4	2,0	-44,1	-59,5	-1,8	-17,0

<b>Safe Lane Gaming</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>-36,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>22,3</b>	<b>6,7</b>	<b>-47,1</b>	<b>-8,9</b>	<b>40,7</b>	<b>12,0</b>
-------------------------	-----------	------------	--------------	-------------	-------------	------------	--------------	-------------	-------------	-------------

Marginaler	Bruttovinst (%)						EBITDA (%)				
	Företag	Market cap (MSEK)	EV (MSEK)	LTM	2023E	2024E	2025E	LTM	2023E	2024E	2025E
	Mag Interactive	400	343	98,1	80,9	78,9	80,0	19,4	10,4	13,6	17,1
	G5 Entertainment	1 705	1 486	67,1	68,1	69,2	70,0	20,2	23,6	25,3	26,4
	Stillfront Group	11 768	18 708	76,2	79,6	81,5	81,5	36,0	32,4	35,1	35,6
	MTG	11 313	9 471	77,6	73,9	71,2	n.a	22,5	22,5	23,4	23,7
	Ten Square Games	1 549	1 404	87,0	86,3	86,6	95,1	17,9	22,6	21,2	17,2
	<b>High</b>	11 768	18 708	98,1	86,3	86,6	95,1	36,0	32,4	35,1	35,6
	<b>75th percentile</b>	11 313	9 471	87,0	80,9	81,5	84,9	22,5	23,6	25,3	26,4
	<b>Average</b>	5 347	6 282	81,2	77,7	77,5	81,7	23,2	22,3	23,7	24,0
	<b>Median</b>	1 705	1 486	77,6	79,6	78,9	80,8	20,2	22,6	23,4	23,7
	<b>25th percentile</b>	1 549	1 404	76,2	73,9	71,2	77,5	19,4	22,5	21,2	17,2
	<b>Low</b>	400	343	67,1	68,1	69,2	70,0	17,9	10,4	13,6	17,1

<b>Safe Lane Gaming</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>63,3</b>	<b>66,6</b>	<b>68,0</b>	<b>69,0</b>	<b>30,0</b>	<b>34,3</b>	<b>39,5</b>	<b>41,5</b>
-------------------------	-----------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Värdering	EV/Sales (x)						EV/EBITDA (x)				
	Företag	Market cap (MSEK)	EV (MSEK)	LTM	2023E	2024E	2025E	LTM	2023E	2024E	2025E
	Mag Interactive	400	343	0,9	0,9	0,7	0,7	4,5	8,4	5,4	4,1
	G5 Entertainment	1 705	1 486	1,0	1,1	1,0	1,0	5,2	4,5	4,1	3,9
	Stillfront Group	11 768	18 708	2,0	2,5	2,4	2,3	6,2	7,7	6,9	6,4
	MTG	11 313	9 471	1,4	1,7	1,6	1,5	6,3	7,6	6,9	6,5
	Ten Square Games	1 549	1 404	1,0	1,1	1,1	1,0	5,4	4,9	5,0	6,0
	<b>High</b>	11 768	18 708	2,0	2,5	2,4	2,3	6,3	8,4	6,9	6,5
	<b>75th percentile</b>	11 313	9 471	1,4	1,7	1,6	1,5	6,2	7,7	6,9	6,4
	<b>Average</b>	5 347	6 282	1,3	1,5	1,4	1,3	5,5	6,6	5,7	5,4
	<b>Median</b>	1 705	1 486	1,0	1,1	1,1	1,0	5,4	7,6	5,4	6,0
	<b>25th percentile</b>	1 549	1 404	1,0	1,1	1,0	1,0	5,2	4,9	5,0	4,1
	<b>Low</b>	400	343	0,9	0,9	0,7	0,7	4,5	4,5	4,1	3,9

<b>Safe Lane Gaming</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>8,2</b>	<b>6,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,0</b>
-------------------------	-----------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------



TILLVÄXT



MARGINALER



VÄRDERING

<sup>1</sup> Peer-data är hämtat från Refinitiv Eikon.

Den genomsnittliga forward EV/EBITDA-multipeln år 2023 för jämförelsebolagen uppgår till 6,6x, samtidigt som medianvärdet är 7,6x. Det innebär att SLG handlas mer eller mindre i linje med peer-gruppens genomsnitt och samtidigt ca 10 % lägre än medianvärdet. 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 spelen 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.

Under perioden 2023-2025, vilken utgår från estimat enbart baserade på organisk tillväxt, väntas SLG växa såväl nettoomsättningen och EBITDA-resultatet i en högre takt än peer-gruppen, dessutom med en markant högre EBITDA-marginal än genomsnittet. Vidare bedömer Analyst Group givet estimat, att SLG har goda möjligheter att generera kassaflöde under prognosperioden med hänvisning till kraftigt reducerade räntekostnader och en ökad tillväxt, vilket följaktligen minskar nettoskuden och den finansiella risken ytterligare.

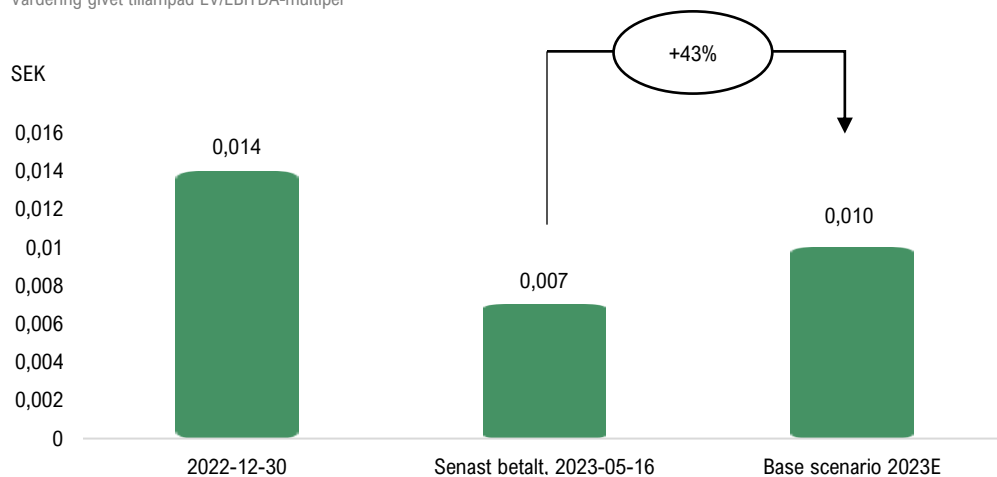
Givet ovanstående anser Analyst Group att SLG bör premieras något för den högre estimerade EBITDA-marginalen samt tillväxt i nettoomsättningen och EBITDA-resultatet under åren 2023-2025. Givet en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7,5x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 16 MSEK, motiveras ett Enterprise Value om 121 MSEK, och efter avdrag av 2023 års estimerade nettoskuld ges ett Market Cap om 78 MSEK.

Vid utgången av Q2-23 ska SLG betala ut en tilläggsköpeskilling om 13,8 MSEK till Raketspel som en del av köpeskillingen från förvärvet under Q1-21, i vilken 60 % ska betalas med nya aktier (VWAP) och 40 % kontant, vilket skulle motsvara ca 8,3 MSEK i kontant utbetalning. Givet SLG kassaposition vid utgången av Q1-23 om ca 6,5 MSEK och det faktum att Raketspel är en del av koncernen, bedömer Analyst Group det som troligt att den kontanta delen i tilläggsköpeskillingen kommer att förhandlas ned, då det ligger i SLG:s intresse att lägga en mer solid finansiell grund framöver. Av den anledningen antar Analyst Group att den kontanta utbetalningen kommer att utgöra ca 25 % av den totala tilläggsköpeskilling (ca 3,4 MSEK), således estimeras en högre andel att erläggas genom nya aktier, vilket därmed medför en högre utspädning för aktieägarna. Sammantaget motiveras ett potentiellt värde per aktie om 0,010 kr i ett Base scenario givet ovan antaganden och estimat, där hänsyn har tagits till den riktade nyemissionen till nyckelpersoner som genomfördes under Q1-23 samt antagen finansieringsstruktur i tilläggsköpeskillingen, vilket förväntas medförda en total utspädning om ca 14,9 %<sup>1</sup>.

**0,010 KR**  
**VÄRDE PER**  
**AKTIE (BASE)**

**I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 0,010 kr, givet 2023 års estimerade EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7,5x.**

Värdering givet tillämpad EV/EBITDA-multipel



<sup>1</sup> Analyst Group har valt att inte ta hänsyn till vidhängande teckningsoptioner i den riktade nyemissionen vilka kan ge ett ytterligare tillskott om maximalt 15 MSEK och innebära en total utspädning om 27,6 % givet vårt antaganden avseende finansieringen i tilläggsköpeskillingen. Detta då det föreligger en osäkerhet gällande framtida teckningsgrad, där inga garantier har utelämnats.

Analyst Groups prognoser

0,015 KR  
VÄRDE PER  
AKTIE  
(BULL)

### 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 tidigare uttalat 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 tidigare 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 20,9 MSEK år 2023, vilket med en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7,7x, motiverar ett potentiellt värde per aktie om 0,015 kr.

### Bear scenario

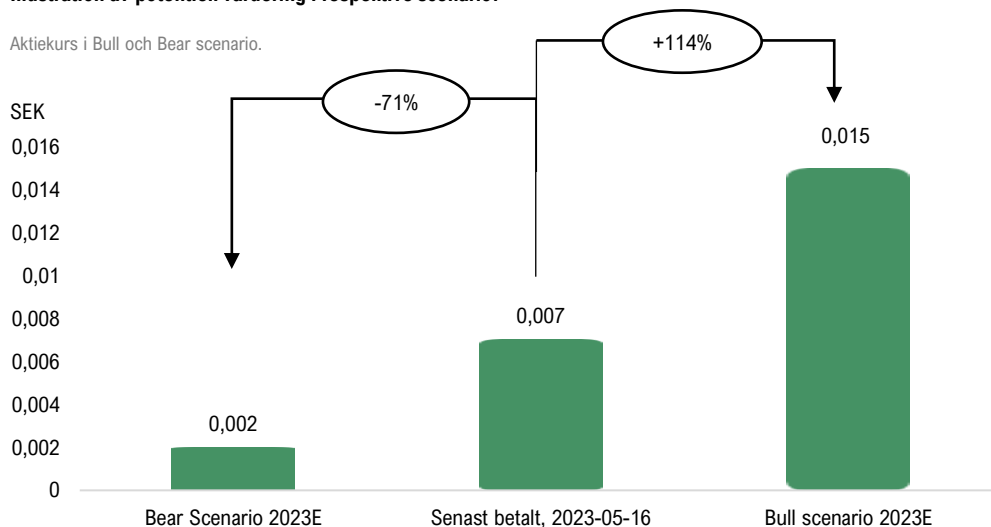
iOS14-uppdatering från Apple, vilken skedde i april år 2021, har varit en av de bakomliggande orsakerna till att mobilspelsmarknaden var svag under år 2022, då det har försvårat arbetet för förläggare, mobilspels-vecklare och annonsörer att både identifiera spelarna och spåra dess beteende, samt förvärva spelare överlag. I ett Bear scenario förväntas SLG möta 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 estimeras nås under prognosperioden, utan istället prognostiseras en negativ omsättningstutveckling kommande år i takt med att Bolagets användarbas kontraherar. 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 skuldsättning. Ytterligare extern kapitalanskaffning kan då bli nödvändigt, t.ex. genom nyemission, med risk för sämre villkor för att attrahera investerare.

I ett Bear scenario, givet ovannämnda resonemang, har Analyst Group i ett Bear scenario valt att värdera SLG utifrån värdet av IT-plattformen, då Bolagets räntekostnader antas resultera i ett negativt kassaflöde under prognosperioden. Givet de framgångsrika spel som Raketspel har lanserat historiskt och den användarbas som Battle Camp har, samt har haft, anser Analyst Group att IT-plattformen har ett värde värt att beakta, trots att estimaten i ett Bear scenario indikerar ett negativt kassaflöde under prognosperioden. Vid utgången av Q1-23 hade Bolagets IT-plattform ett bokfört värde om 19,2 MSEK, vilket hade motsvarat ett Market Cap mot EBITDA om ca 2,7x på 2023 års estimat och motiverat ett potentiellt värde per aktie om 0,002 kr per aktie

0,002 KR  
VÄRDE PER  
AKTIE  
(BEAR)

### Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

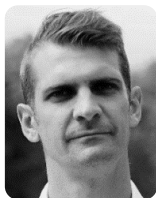
Aktiekurs i Bull och Bear scenario.



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten





**Första kvartalet av år 2023 har nu rapporterats och under kvartalet lanserade ni ert nyaste spel Dig This 2! till den globala marknaden, vilken inte nådde upp till de intäktsnivåer ni har sett historiskt vid spelsläpp. Kan du berätta mer om kvartalet i sin helhet och vad du tror ligger bakom utfallet på lanseringen av Dig This 2!? Vad kan SLG lära sig från det i kommande spelsläpp?**

Ett kvartal med fortsatt fokus på egenutvecklade spel och nya spelprototyper samtidigt som vi optimerade och jobbade med att få Dig This redo för global lansering. Vi lyckas med att spelet blir lönsamt och vi släpper det globalt vilket känns bra. Spelet kommer inte upp i den nivån vi vill ha på våra spelsläpp, men vi har varit tydliga med det hela vägen. Vi ser att det är strategiskt viktigt att släppa spel som visar på lönsamhet, oavsett vilken nivå det är. Det bevisar vår kapacitet och arbetsprocess.

**I slutet av februari 2023 kommunicerade ni att ett avtal med italienska spelstudion Fantastico Studio har ingåtts med syftet att utveckla och lansera ert befintliga spel Duck Race på andra spelplattformar. Kan du berätta mer om detta avtal, vilken potential du ser samt vad du ser för möjligheter för SLG att ingå liknande avtal framgent?**

Avtalet är mer av strategisk karaktär och innebär att vi ger vår utvecklande partner tillstånd att utveckla spelet för andra plattformar. Partnern står för utveckling och marknadsföringen och vi står för IP't. Affärsmodellen är helt byggd på *revenue share*. Vi börjar med *Duck Race* som spel, men ser möjligheter till fler spelsläpp om detta första testet faller väl ut. Vi räknar inte med några större intäkter från *just Duck Race*.

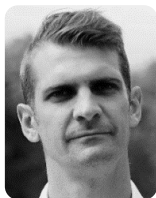
**Under år 2022 sjönk antalet nedladdningar inom *Hyper Casual* med 18 % Y-Y, samtidigt som nedladdningarna inom spelgenren *Hybrid Casual* steg med 13 %. En tydlig trend inom mobilspelsmarknaden är att fler aktörer rör sig mot just *Hybrid Casual* till följd av stigande CPI:er inom *Hyper Casual*, vilket är ett resultat av en kraftig ökning av lanseringar av *Hyper Casual*-spel. Hur ser du på denna trend, tillika SLG:s målsättning att bilda ett *Powerhouse* inom *Hyper Casual*?**

Vi ser att *Hyper Casual* är mer ett arbetssätt kring spelutveckling som vi är bra på. Det är primärt drivet av korta cykler och hög hastighet i varje projekt. Sen är det också att spelen vi utvecklar har mycket annonsdrivna intäkter i sin design och affärsmodell. Att *Hyper Casual* sjunker och *Hybrid Casual* ökar visar just på hur förflyttningen från att spel kräver mer speldjup i sig själva. Detta är något vi gillar och själva tror på och som vi kan se tidigare. Vi har egentligen byggt och lanserat *Hybrid Casual* spel under flera år, men det har saknats en tydlig benämning för spel som har relativt kort väg till lansering men som är byggda för att leva över lång tid. Vårt fina ordspel *Two Birds* firar 10 år denna veckan och *Dig This* fyller 4 år. Det är med andra ord inget vi bara säger utan något som vi verkligen har bevis för.

**Ni har nu släppt ert första mobilspel under år 2023 genom lanseringen av Dig This 2! på global basis, utöver ytterligare spellanseringar, vad är prioriterat inom verksamheten under år 2023?**

Prioriteringar är som tidigare: jobba för nästa spellansering parallellt med att aktivera våra befintliga spel inom fler affärsmöjligheter tex andra plattformar. I tillägg också att jobba vidare med översynen av spelportföljen för att bättre veta om det finns ytterligare alternativ för oss att ta ställning till.

Ägardata har hämtat från Holdings, senast uppdaterat: 2023-03-29



### 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: 1,6 m 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: 29 m 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 genom bolaget Ekstig Holding AB.*



### Johan Henkow, COO

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 genom bolaget Prostyr AB.*

Ägardata har hämtat från Holdings, senast uppdaterat: 2023-03-29



## **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 aktier.*

Base scenario MSEK	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	29,2	55,7	47,1	46,8	57,2	61,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>29,2</b>	<b>57,0</b>	<b>47,2</b>	<b>46,8</b>	<b>57,2</b>	<b>61,0</b>
KSV	0,0	-10,5	-16,7	-15,6	-18,3	-18,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,2</b>	<b>46,5</b>	<b>30,5</b>	<b>31,2</b>	<b>38,9</b>	<b>42,1</b>
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	64,6%	66,6%	68,0%	69,0%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-5,7	-4,9	-5,4	-5,6
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-7,1	-10,2	-10,9	-11,2
<b>EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>33,2</b>	<b>17,6<sup>1</sup></b>	<b>16,1</b>	<b>22,6</b>	<b>25,3</b>
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	37,4%	34,3%	39,5%	41,5%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,1	-52,1	-52,5	-47,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>10,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-32,1</b>	<b>-36,0</b>	<b>-29,9</b>	<b>-21,7</b>
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-68,0%	-77,0%	-52,2%	-35,5%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-20,9	-4,0	-4,0	-4,0
<b>EBT</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-40,1</b>	<b>-33,9</b>	<b>-25,6</b>
Bokslutsdispositioner	0,0	0,1	-3,4	0,0	0,0	0,0
Skatt	0,0	-7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-40,1</b>	<b>-33,9</b>	<b>-25,6</b>
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-112,3%	-85,6%	-59,2%	-42,0%
Bull scenario MSEK	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	29,2	55,7	47,1	51,6	72,3	77,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>29,2</b>	<b>57,0</b>	<b>47,2</b>	<b>51,6</b>	<b>72,3</b>	<b>77,8</b>
KSV	0,0	-10,5	-16,7	-15,5	-20,1	-20,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,2</b>	<b>46,5</b>	<b>30,5</b>	<b>36,1</b>	<b>52,2</b>	<b>57,0</b>
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	64,6%	70,0%	72,2%	73,3%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-5,7	-4,9	-6,5	-6,6
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-7,1	-10,3	-13,0	-13,2
<b>EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>33,2</b>	<b>17,6<sup>1</sup></b>	<b>20,9</b>	<b>32,7</b>	<b>37,2</b>
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	37,4%	40,5%	45,2%	47,8%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,1	-52,1	-53,0	-48,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>10,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-32,1</b>	<b>-31,2</b>	<b>-20,3</b>	<b>-10,8</b>
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-68,0%	-60,5%	-28,1%	-13,9%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-20,9	-3,9	-4,2	-3,8
<b>EBT</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-35,2</b>	<b>-24,5</b>	<b>-14,6</b>
Bokslutsdispositioner	0,0	0,1	-3,4	0,0	0,0	0,0
Skatt	0,0	-7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-35,2</b>	<b>-24,5</b>	<b>-14,6</b>
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-112,3%	-68,2%	-33,8%	-18,8%

<sup>1</sup> Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK uppgick det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 18,5 MSEK.

Bear scenario MSEK	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	29,2	55,7	47,1	33,1	32,0	30,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	1,3	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>29,2</b>	<b>57,0</b>	<b>47,2</b>	<b>33,1</b>	<b>32,0</b>	<b>30,6</b>
KSV	0,0	-10,5	-16,7	-12,7	-12,4	-12,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>29,2</b>	<b>46,5</b>	<b>30,5</b>	<b>20,4</b>	<b>19,6</b>	<b>18,6</b>
Bruttomarginal	99,9%	81,6%	64,6%	61,6%	61,3%	60,7%
Rörelsekostnader	-14,7	-9,4	-5,7	-3,3	-4,6	-4,6
Personalkostnader	-0,9	-3,9	-7,1	-9,9	-10,2	-10,1
<b>EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>33,2</b>	<b>17,6<sup>1</sup></b>	<b>7,2</b>	<b>4,7</b>	<b>3,9</b>
EBITDA-marginal	46,6%	59,6%	37,4%	21,6%	14,8%	12,7%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-38,1	-51,1	-52,0	-52,0	-46,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,3	1,3	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>10,5</b>	<b>-5,2</b>	<b>-32,1</b>	<b>-44,8</b>	<b>-47,3</b>	<b>-42,4</b>
EBIT-marginal	36,0%	-9,2%	-68,0%	-135,6%	-147,7%	-138,7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-5,7	-28,7	-20,9	-3,8	-4,2	-4,0
<b>EBT</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-48,7</b>	<b>-51,4</b>	<b>-46,4</b>
Bokslutsdispositioner	0,0	0,1	-3,4	0,0	0,0	0,0
Skatt	0,0	-7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjuten skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>4,8</b>	<b>-33,9</b>	<b>-53,0</b>	<b>-48,7</b>	<b>-51,4</b>	<b>-46,4</b>
Nettomarginal	16,6%	-59,5%	-112,3%	-147,1%	-160,7%	-151,7%

<sup>1</sup> Exklusive engångskostnader om 0,9 MSEK uppgick det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 18,5 MSEK.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **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. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.