

Embark Group (EMB)



Rekordintäkter och hög tillväxttakt bäddar för stark lönsamhet

Embark Group AB ("Embark" eller "Bolaget") släppte en stark rapport för det tredje kvartalet där intäkterna växte med 262 % jämfört med Q3-23, till följd av bl.a. ökade royaltyintäkter i Asien i kombination med geografisk expansion till nya marknader. Tillväxten antas medföra en bredare intäktsbas framgent som bäddar för fortsatt intäktstillväxt, givet att Bolagets spel antas ha implementerats hos nya speloperatörer och distributörer som framgent förväntas generera royaltyintäkter. Utifrån en applicerad P/S-multipel om 3,5x på 2025 års estimerade försäljning om 95,8 MSEK härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 1,02 kr (0,81).

Intäkterna växte med 262 % Y-Y

Under det tredje kvartalet år 2024 ökade intäkterna med hela 262 % och uppgick till 26,1 MSEK (7,2), vilket även var 62 % bättre än vårt estimat om 16,1 MSEK, därmed fortsatte Embarks tillväxtresa. Tillväxten drevs primärt av ökade royalty- och serviceintäkter på den asiatiska marknaden men därtill ökade även teknikavgifterna, vilka erhålls för att ge kunder tillgång till Bolagets egenutvecklade teknik, såväl som royaltyintäkterna på övriga geografiska marknader. Detta anses utöver att vara en delförklaring till den starka tillväxten också bana väg för en fortsatt breddad intäktsbas framgent i form av att fler operatörer och distributörer har implementerat Bolagets spel.

Ökade kostnader hänförliga till expansionen

Kostnadsbasen växte under kvartalet, vilket var hänförligt till de investeringar som har genomförts för att underbygga tillväxten. Personalkostnaderna uppgick till 12,6 MSEK (19,5), där jämförelseperioden innefattade en engångspost om 13 MSEK, samtidigt som de övriga rörelsekostnaderna uppgick till 11,6 MSEK (10,3). Ökningen av kostnadsbasen antas som nämnt vara investeringar för att stödja Bolagets nuvarande expansion. Framgent förväntas kostnaderna fortsatt öka genom expansion, om än i en långsammare takt än intäkterna, vilket förväntas medföra marginalexpansion.

Reviderat värderingsintervall

Analyst Group anser att Q3-rapporten visade på en fortsatt stark utveckling där intäkterna ökade mer än förväntat. Embarks spel antas fortsätta expandera till nya operatörer och distributörer, vilket förväntas öka intäktströmmarna inför kommande kvartal. Även om kostnaderna också ökade mer än förväntat, genomförs detta för att understödja den fortsatta expansionen under kommande år. Analyst Group anser likväl att det finns utrymme för lönsamhetsförbättringar framgent genom stigande intäkter samtidigt som vi estimerar en EBITDA-marginal om 15 % år 2026. Givet den starka Q3-rapporten har vi reviderat våra prognoser, vilket även medför ett höjt värderingsintervall.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

0,34 kr

Base

1,02 kr

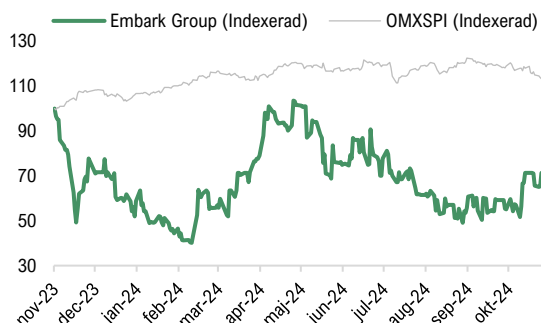
Bull

1,37 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-11-27)	0,49
Antal Aktier (st.)	286 647 906
Market Cap (MSEK)	141,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,1
Enterprise Value (MSEK)	137,5
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 4 2024	2025-03-21

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)

NCTK Holdings International Limited	29,9 %
Yi Ning Ko	16,8 %
Calvin Lim Eng Kiat	16,0 %
Bryan Fun Kha Choong	15,3 %

PROGNOSER (MSEK) ¹	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	5,0	28,9	81,1	95,8	112,4
Bruttoresultat	7,7	28,9	81,1	95,8	112,4
Bruttomarginal	79%	100%	100%	100%	100%
EBITDA	-29,8	-41,1	-3,9	5,3	17,4
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	6%	15%
Nettoresultat	-37,7	-65,7	-29,8	-19,4	-8,6
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	28,2	4,9	1,7	1,5	1,3
EV/S	27,4	4,8	1,7	1,4	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	26,0	7,9

¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embark enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3
Investeringssidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknadsanalys	6
Finansiell prognos	7
Värdering	8
Bull & Bear	9
Ledning & Styrelse	10
Appendix	11-13
Disclaimer	14

OM BOLAGET

Embark Group AB (publ) ("Embark" eller "Bolaget") designar, utvecklar och marknadsför digitala spelautomater till speloperatörer. Bolaget grundades i Stockholm 2019 av veteraner inom spelutveckling, med fokus på spelupplevelser och design. Med kombinationen av kreativa krafter, tekniska kunskaper och affärskunskap har Bolaget utvecklat en bred spelportfölj som distribueras globalt. Utöver detta erbjuds en fullservicelösning för integrering av spelen till speloperatörer. Bolaget är listat på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2021.

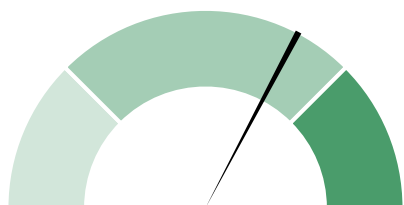
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Michael Chi-Ho Li
Styrelseordförande	Calvin Lim Eng Kiat

ANALYTIKER

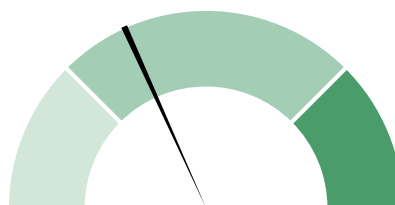
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



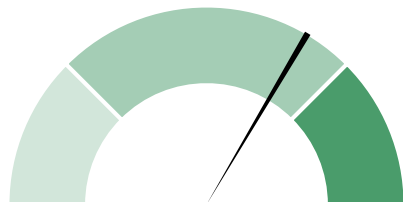
Embark har under det senaste året uppvisat en stark tillväxt, något som förväntas fortsätta under kommande period genom fortsatt ökad penetration av distributionsplattformar och speloperatörer. Givet en snabbt växande omsättning förväntas också en succesivt förbättrad lönsamhet. Den förväntade marknadstillväxten om 11,7 % årligen utgör en mer långsiktig värde drivare, primärt drivet av en omställning från traditionella casinon till onlinecasinon.

Lönsamhet



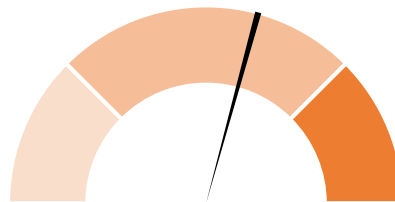
Historiskt har Embark sedan starten år 2019 fokuserat på spelutveckling snarare än tillväxt, vilket således har bidragit till negativa kassaflöden. Sedan Q2-23 har fokus dock skiftat något och intäkterna har vuxit kraftigt med förbättrat resultat som följd, där Bolaget uppvisade lönsamhet på EBITDA-nivå under Q3-24. Betyget utgår från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



Embarks ledning och styrelse innehar en lång och bred erfarenhet av spelutvecklingsbranschen. Styrelseordförande Calvin Lim Eng Kiat har över 15 års erfarenhet av ledarskap och strategisk inriktning för företag inom mjukvaruutveckling samt spelindustrin och är även storägare i Bolaget med ca 16 % av kapitalet. VD Michael Chi-Ho Li har erfarenhet som VD för CYTechLAB och har drivit framgång inom mjukvaruutveckling för olika branscher.

Risk



Kassan vid utgången av Q3-24 uppgick till 4,1 MSEK jämfört med 8,4 MSEK vid utgången av Q2-24. Embark fortsätter att investera i Bolagets spel och plattform, vilket påverkar kassaflödet, varför vi ser det som viktigt att satsningarna fortsätter ge utslag i form av ökade intäkter och stärkt lönsamhet för att undvika ytterligare extern kapitalanskaffning. Därutöver utgör kundkoncentrationen en risk, då 56 % av Embarks intäkter under Q3-24 kom från två kunder, vilket skapar ett beroende av några få kunder.

262 %
I INTÄKTS-
TILLVÄXT

INTÄKTS-
TILLVÄXTEN
HÄNFÖRLIG TILL
NYA
GEOGRAFISKA
MARKNADER

3,4 MSEK
EBITDA-
RESULTAT

Embark redovisade under Q3-24 intäkter uppgående till 26,1 MSEK (7,2), motsvarande en tillväxttakt om hela 262 %, vilket även var långt över vårt estimat om 16,1 MSEK och Embarks tillväxtresa fortsatte därmed under kvartalet. Tillväxten drevs primärt genom ökade royalties från nya operatörer men även högre serviceavgifter kopplade till teknikutveckling och konsultprojekt. Under år 2023 bestod majoriteten av intäkterna av teknikavgifter, vilka är fasta intäkter som erhålls i förskott för att ge kunder tillgång till bolagets egenutvecklade teknik, såsom spelprogramvara eller plattformdesign och således antas ha erhållits genom att Embarks spel implementerades hos nya operatörer. Under år 2024 har Embark sedan kapitaliserat på detta genom ökade royalties, vilka baseras på en procentuell andel av speloperatörernas intäkter, något som alltså har skapat en stabilare intäktbas att stå på och bidragit till den fortsatta tillväxten under innevarande år.

Tillväxten har under tidigare kvartal primärt varit hänförlig till den asiatiska marknaden men under Q3-24 ökade även intäkterna på övriga geografiska marknader, uppgående till 11,3 MSEK (0,1). Intäkterna är hänförliga till dels teknikavgifter för att ge kunder tillgång till bolagets egenutvecklade teknik, dels royaltyintäkter. Således har Embark Group nu påbörjat en geografisk expansion, vilket är en delförklaring till den snabba tillväxten och banar väg för en fortsatt breddad intäktbas framgent i form av att fler operatörer och distributörer har implementerat bolagets spel.

Embark Groups kostnadsbas var något högre än våra förväntningar, vilket antas vara hänförligt till den ovan nämnda expansionen. De totala rörelsekostnaderna uppgick till ca 24,2 MSEK, jämfört med våra förväntningar om 17,1 MSEK, men givet att kostnaderna förväntas ha ökat för att leverera det nuvarande starka intäktsmomentumet ser vi positivt på dessa satsningar. Därtill var resultatet bättre än våra estimat givet de starka intäkterna, där EBITDA-resultatet uppgick till 3,4 MSEK jämfört med vårt estimat om -1 MSEK. Under jämförelsekvartalet Q3-23 uppgick EBITDA-resultatet till -22,6 MSEK, varför 3,4 MSEK utgör en kraftig förbättring, det ska dock nämnas att Q3-23 innehöll en engångspost om ca 13 MSEK, justerat för denna uppgick EBITDA-resultatet till -9,6 MSEK. Givet den starka tillväxten, som förväntas fortsätta framgent, ser vi goda möjligheter för Embark att fortsätta stärka lönsamheten framgent.

Vid utgången av Q3-24 uppgick Embarks kassa till ca 4,1 MSEK, att jämföra med 8,4 MSEK vid utgången av Q2-24. Embark fortsätter att investera i bolagets spel och plattform, vilket påverkar kassaflödet, och det fria kassaflödet under kvartalet uppgick till -1,3 MSEK. Givet den nuvarande kassan och att Embark förväntas fortsätta investera för framtida tillväxt, ser vi det som viktigt att satsningarna fortsätter ge utslag i form av ökade intäkter för att stärka lönsamheten och därmed även kassaflödet.

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q3-24A	Q3-24E	Diff.
Intäkter	26,1	16,1	10,0
Totala intäkter	26,1	16,1	10,0
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	26,1	16,1	10,0
Bruttomarginal	100%	100%	
Externa kostnader	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-12,6	-9,3	-3,3
Övriga rörelsekostnader	-11,6	-7,8	-3,8
Andel av intresseföretags resultat	1,5	0,0	1,5
EBITDA	3,4	-1,0	4,4
EBITDA-marginal	13,1%	-6,2%	
Avskrivningar	-5,9	-4,5	-1,4
EBIT	-2,5	-5,5	3,0
EBIT-marginal	-9,7%	-34,2%	

Sammanfattningsvis anser vi att Embark Group lämnade en stark rapport avseende Q3-24 med hög tillväxt hänförlig bl.a. till geografisk expansion och till följd av den starka tillväxten förbättrades även EBITDA-resultatet avsevärt. Givet att Embark antas ha implementerat bolagets spel hos fler operatörer och distributörer under det senaste året förväntas bolaget ha skapat en stabilare intäktbas att stå på och med vidare expansion förväntas tillväxtresan fortsätta även framgent.

~12 %
UNDERLIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT
(CAGR)

Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

Den globala marknaden för onlinespel uppskattades enligt Grand View Research år 2022 vara värd ca 64 mdUSD och förväntas växa till ca 154 mdUSD år 2030, motsvarande en årlig tillväxttakt om 11,7 %. Tillväxten förväntas drivas av en omställning från traditionella kasinon till onlinekasinon, bl.a. genom ökad användning av smarttelefoner. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrensen hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

Uttalad förvävsstrategi kan accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i Embarks tillväxtstrategi, vilket således är i linje med den pågående konsolideringstrenden inom iGaming-marknaden. Genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position var de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion och vinna ytterligare marknadsandelar. Bolaget letar kontinuerligt efter potentiella förvävsobjekt med stark omsättningstillväxt, positivt kassaflöde och populära spel, där förvärvet av danska Spigo under 2021 är ett tydligt bevis på just den strategin. Under maj 2022 slutfördes dessutom förvärvet av ReelNRG, där förvärvet innebar att hela 46 nya spel, samt viktiga licenser, adderades. Under hösten 2023 meddelade Embark att de förvärvade 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen, vilket antas ha inneburit betydande intäkts synergier och därmed ökade intäkter under följande kvartal. Fler förvärv kan ske i framtiden, men är dock inget som vi inkluderar i våra egna estimat.

Har visat successivt stigande försäljning

Sedan Q2-23 har Embark vuxit omsättningen kraftigt, bl.a. genom lyckade spelsläpp, nya strategiska partnerskap som har genererat nya intäktsströmmar samt geografisk expansion. Exempelvis blev spelsläppet av Popeye under Q2-23 extra lyckat och överträffade förväntningarna, vilket bidragit till den starka omsättningsutvecklingen. Vidare har Bolaget skapat nya intäktsströmmar genom att ge kunder tillgång till egenutvecklad teknik såsom spelprogramvara eller plattformdesign och tagit ut en avgift för detta, vilket ytterligare bidragit till den stigande omsättningen. Historiskt har tillväxten primärt varit hänförlig till den asiatiska marknaden men under Q3-24 ökade även intäkterna på övriga geografiska marknader, bl.a. genom teknikavgifter för att ge kunder tillgång till Bolagets egenutvecklade teknik, vilket antas betyda att Bolagets spel har integrerats hos nya speloperatörer och distributörer, vilket således även förväntas bädda för ökade royaltyintäkter för dessa spel framgent.

Hög produktionstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög "produktionstakt" av nya spel, vilket Embark ämnar ha, då konsumenter ständigt efterfrågar nya spel. En hög produktionstakt möjliggör för Bolaget att stärka positionen på marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. Embark har avtal med ett tiotal aggregatörer och har sina spel i drift hos ett trettiotal operatörer på global nivå, vilket ger tillgång till hundratals kasinosajter. Det inledda samarbetet med King Features Syndicate, vilket innebär att Embark kommer lansera spel baserade på ikoniska karaktärer som Flash Gordon, väntas öka räckvidden gentemot kunder och spelare i Europa och Asien ytterligare. En hög produktionstakt förväntas vara en nyckelfaktor för att kunna fortsätta nå ut till fler spelare och på så sätt växa omsättningen organiskt.

Hög kundkoncentration utgör en risk

Embark uppvisar fortsatt inte positivt kassaflöde, även om Bolaget uppvisade ett positivt EBITDA-resultat under Q3-24, vilket utgör en finansiell risk. Vid utgången av Q3-24 uppgick kassan till 4,1 MSEK, att jämföra med 8,4 MSEK vid utgången av Q2-24, vidare uppgick det fria kassaflödet till ca -1,3 MSEK under kvartalet. Embark investerar fortsatt i Bolagets spel och plattform, något som påverkar kassaflödet, och givet att dessa investeringar förväntas fortsätta samt kassan om 4,1 MSEK, ser vi det som viktigt att satsningarna fortsätter ge utslag i form av ökade intäkter för att stärka lönsamheten och därmed även kassaflödet samt undvika extern kapitalanskaffning. Vidare utgör kundkoncentrationen en risk där 56 % av Embarks intäkter under Q3-24 kom från två kunder, vilket skapar ett stort beroende av några enskilda kunder, däremot minskar denna risk i takt med att Bolaget integrerar spelen hos nya kunder, under föregående kvartal uppgick samma siffra till 85 %.

TILLGÅNG TILL
HUNDRATALS
KASINOSAJTER

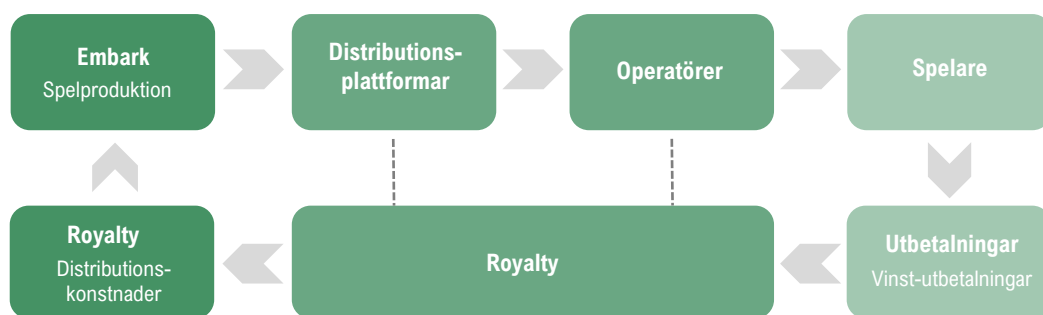
KASSAN VIKTIG
ATT BEVAKA
FRAMGENT

ERFARNA
PERSONER STYR
BOLAGET
FRAMÅT

Embark grundades år 2019 och är därmed sett till företagets ålder en ung spelutvecklare, men som består av nyckelpersoner med lång branschfarenhet. Bolaget utvecklar digitala videoslots med fokus på att skapa unika såväl som underhållande spelupplevelser, därtill erbjuder Bolaget en helhetslösning för integration av spelen till speloperatörer. Embark har ett stort fokus mot att bygga ett fundament som möjliggör kontinuerlig tillväxt, vilket uppnås genom investeringar i hård- och mjukvara, personal, kombinerat med organisk och förvärvsdriven tillväxt. Bolaget har identifierat produktinnovation, operativ förmåga och marknadsexpansion som nyckelområden för att bygga en stabil grund för framtida tillväxt. Sett till affärsmodellen så erhåller Embark fasta teknikavgifter när kunder får tillgång till egenutvecklad teknik, såsom spelprogramvara eller plattformdesign. Vidare erhålls royalties, vilka baseras på en procentsats av speloperatörernas intäkter, samt serviceavgifter, vilket exempelvis kan vara startavgifter vid integration.

Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward*.

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: Embark



Den 22 november 2023 meddelade Embark att de förvärvat 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. CYG Pte. Ltd positionerar sig som en ledande plattformslieferantör på reglerade marknader, inklusive Filippinerna. Företaget samarbetar med varumärken som InPlay. Med en estimerad omsättning om ca 50 MSEK under 2023 har företaget sitt huvudkontor i Singapore och ett ytterligare kontor i Manila. Organisationen sysselsätter över 40 IT-specialister och har utvecklat en distributionsplattform som kan hantera över 500 miljoner transaktioner per dag.

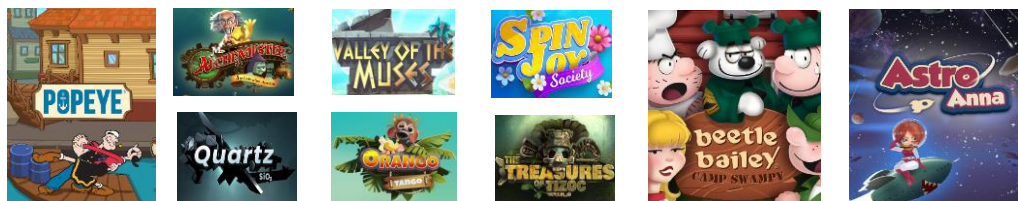
Lady Luck

Embark tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden. När ett samarbete inleds så kommer Embark tillsammans med operatör överens om vilka spel som ska erbjudas, varpå spelen sedan kan integreras direkt hos kunder, alternativt kopplas en aggregator in som teknisk mellanhand. Bolaget ingår även samarbeten med aggregatorer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser, där spelen bygger på en slumpgenerator som avgör utfallet och därmed distributionen av vinsten till spelare. Bolagets spel karaktäriseras av en hög riskprofil, med möjlighet till stora vinster – *high risk, high reward*.

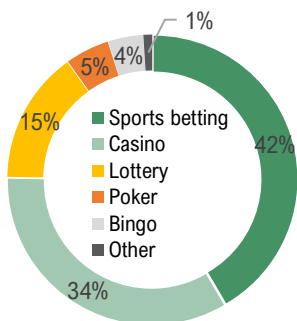
Reel NRG

ReelNRG är en London-baserad spelstudiogrupp som har utvecklat och byggt sin egen teknologi och etablerat en stark distribution i Storbritannien samt andra reglerade marknader under UKGC och MGA.

Ett urval av Embark spel.



Källa: Embark



En marknad med flera segment

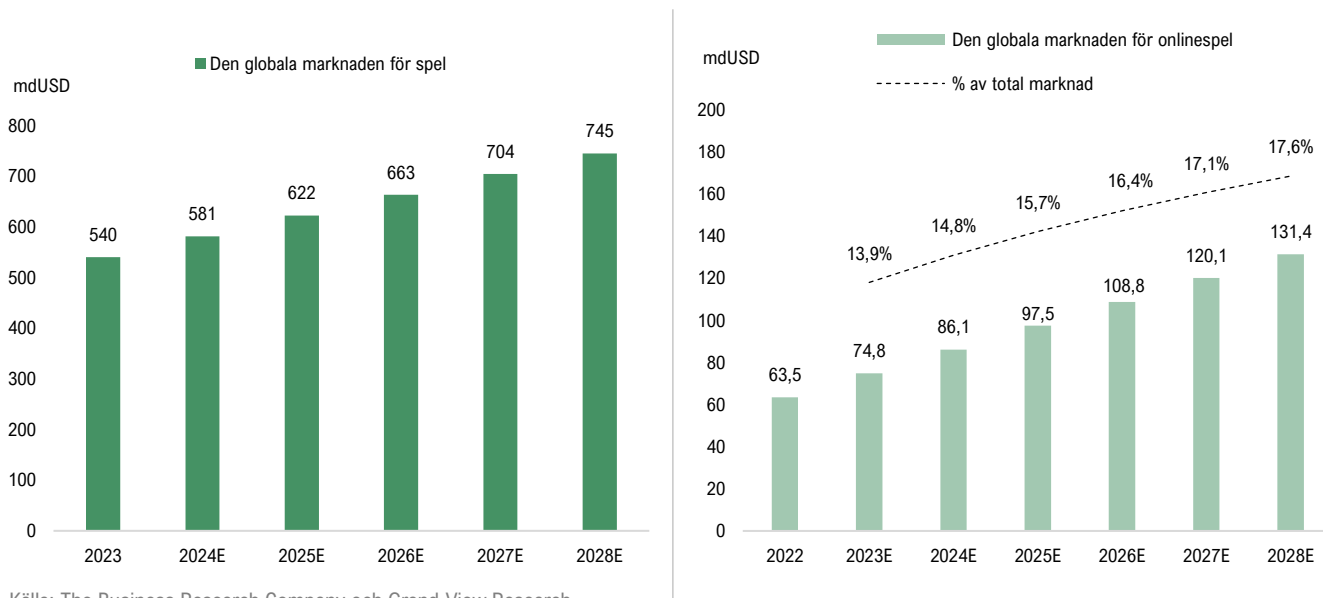
Embark är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

Digitaliseringen öppnar upp för nya möjligheter på spelmarknaden

Pandemin påskyndade övergången från landbaserade kasinon till online, med bakgrund av den ökade digitaliseringen. Tillväxten har drivits på ytterligare av faktorer såsom ökad internetpenetration, ökad användning av smartphones och förbättrad hårdvara samt bandbredd, vilket har möjliggjort för onlinekasinon att nå en större målgrupp. Enligt H2GC uppskattades storleken på den globala spelmarknaden för kasino till ca 400 mdEUR år 2019, varav onlinekasino stod för 12 %. År 2023 uppskattas den totala marknaden ha växt med en tillväxttakt om 2,5 %, medan motsvarande siffra för onlinesegmentet är 8,6 %. Även framgent förväntas onlinespel växa i en snabbare takt än den totala marknaden. Enligt The Business Research Company förväntas den totala spelmarknaden växa med en årlig tillväxttakt om 6,6 % under åren 2023-2028, för att år 2028 värderas till ca 745 mdUSD, samtidigt estimerar Grand View Research att den onlinebaserade spelmarknaden ska växa med en årlig tillväxttakt om 11,7 % till år 2030 och då uppgå till ca 154 mdUSD. Således förväntas onlinespelsmarknaden fortsatt vinna marknadsandelar på den totala marknaden, från 13,9 % marknadsandel år 2023 till 17,6 % år 2028, något som Embark förväntas kunna kapitalisera på genom att Bolaget erbjuder spel till onlinecasinon.

Onlinespel förväntas fortsätta vinna marknadsandelar av den totala spelmarknaden framgent.

Globala spelmarknaden och online-segmentet samt andelen online, 2023-2028E



Källa: The Business Research Company och Grand View Research

iGaming-marknaden kännetecknas av att vara förvärvsintensiv

Till följd av låga inträdesbarriärer finns det i Europa i dagsläget över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon, vilket innebär en konkurrensutsatt marknad som dessutom fortfarande i hög grad är fragmenterad. American Gaming Association estimerade år 2018 antalet globalt aktiva internetsidor som erbjuder poker, lotteri, bingo och kasino till 2 800. Sett till marknaden för spelutveckling av videoslots karakteriseras denna av en hög produktionstakt, där det på en global nivå lanseras ~100 spel i månaden till operatörer globalt, vilket åskådliggör den höga konkurrensen på marknaden. iGaming-marknaden kännetecknas även av att vara förvärvsintensiv, vilket ligger i linje med Embarks uttalade strategi. Eftersom marknaden består av flera mindre aktörer har detta öppnat upp för flera större serieförvärvande bolag som vill konsolidera delar av industrin.

FRAGMENTERAD
MARKNAD
SKAPAR
MÖJLIGHETER
TILL FÖRVÄRV

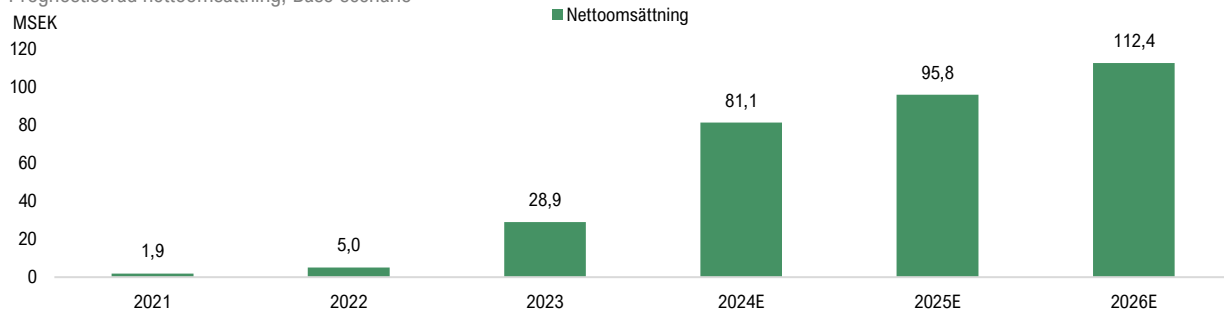
Omsättningsprognos åren 2024-2026

Embarks intäkter består huvudsakligen av royalty- och teknikintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer, där Bolaget under 2023 uppvisade en kraftig helårstillväxt om 475 %, dock från låga nivåer. En av drivarna är tidigare gjorda förvärv, samt att Bolaget har levererat nya spel i en högre takt under 2022/2023 än under exempelvis år 2021. Därtill har Embark adderat nya försäljningskanaler, bl.a. genom förvärvet av CYG, främst genom teknik- och serviceavgifter som bl.a. innebär en avgift för att ge kunder tillgång till egenutvecklad teknik såsom spelprogramvara eller plattformdesign samt tillhandahållande av konsulttjänster. Historiskt har Embarks omsättning endast bestått av royaltyintäkter men genom att bredda försäljningen kan Bolaget nu växa omsättningen från en bredare intäktbas. Vidare väntas tillväxttakten fortsatt ligga på en hög nivå under kommande år, givet att Bolaget förväntas fortsätta hålla en hög takt avseende spelutveckling och marknadsföra nya spel till operatörer och distributionsplattformar och för år 2025 estimerar Analyst Group att nettoomsättningen kan uppgå till ca 96 MSEK för att sedan växa till ca 112 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om ca 126 % under perioden 2021-2026. Bolaget har förvärv i åtanke men med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

**~84 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
ÅR 2025**

Embark nettoomsättning prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, Base scenario



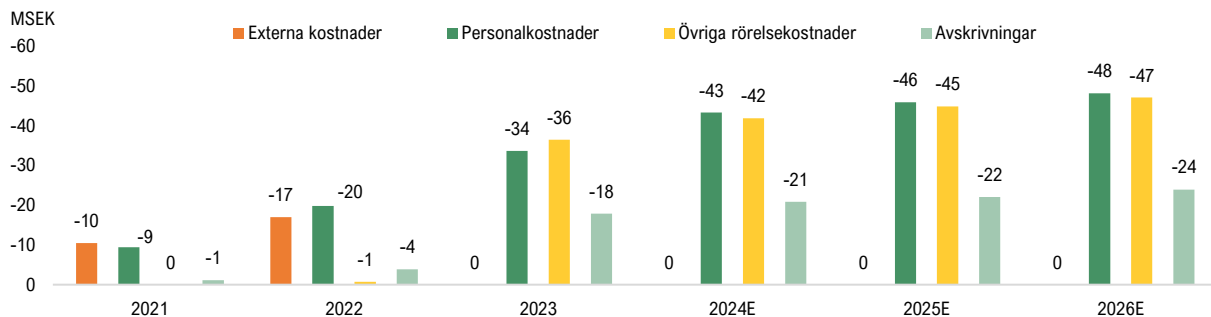
Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader åren 2024-2026

Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga rörelsekostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och geografisk expansion genom ett teknikcenter i Taiwan och nya tekniska supportcenter i Malaysia. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel, samt rekrytering av speldesigners, *back-end*-utvecklare och säljare. På längre sikt väntas den största kostnadsposten fortsatt vara övriga rörelsekostnader och personal, vilket är kopplat till just utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra totalt ca 85 % av nettoomsättningen och således uppgå till ca 95 MSEK år 2026. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget kommer att växa sin "kostym", understött av en organisk tillväxt. Överlag väntas rörelsekostnaderna i ett Base scenario överstiga omsättningen fram tills inledningen av år 2025, därefter estimeras Bolaget vända till ett uthålligt positivt EBITDA-resultat.

Externa/övriga kostnader, i kombination med personal, väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen på sikt.

Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, externa kostnader och avskrivningar, Base scenario



Analyst Groups prognoser

Jämförbara bolag	MCAP (MSEK)	Omsättningstillväxt LTM	P/S LTM
Playtech	31 672	5%	1,5
Gaming Corps	85	11%	1,2
Better Collective	7 998	10%	1,9
Zeal Network SE	11 279	25%	6,8
Medel	12 759	13%	2,9
Median	9 639	10%	1,7
Embark	142	195%	2,1

Jämförbart uppköp	
Köpare	EveryMatrix Software Ltd
Säljare	Fantasma Games AB
Transaktionsvärde (TV)	210 MSEK
TV/LTM omsättning	5,4x
TV/LTM EBITDA	23,8x
EBITDA-marginal	22,8%

Källa: Analyst Groups

Base scenario

För att härleda en värdering av Embark idag utgår vi från 2025 års prognos och med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att Embark i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. Flertalet svenska iGamingbolag har under de senaste åren blivit föremål för uppköp, däribland LeoVegas, Kindred samt speltillverkaren Fantasma Games, vilka samtliga har blivit uppköpta av större aktörer. Analyst Group anser att även Embark är en förvärvskandidat, dels givet konsolideringstrenden i branschen, dels givet Bolagets finansiella utveckling under de senaste året med hög tillväxt och förbättrat resultat. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipl i detta skede skulle kunna vara, kan EveryMatrix uppköp av Fantasma Games under hösten år 2024 utgöra en bra referenspunkt. Fantasma Games är en spelproducent som utvecklar och erbjuder mobilspel för videoslots, vilka finns tillgängliga via över 250 operatörer. Uppköpet gjordes till en multipl om 5,4x försäljningen och 23,8x EBITDA-resultatet (LTM). I jämförelse med Embark bör det belysas att Fantasma olik Embark är lönsamma sett till EBITDA-resultatet med en marginal om 22,8 % under det senaste året före uppköpet, däremot har Embark uppvisat en högre tillväxt.

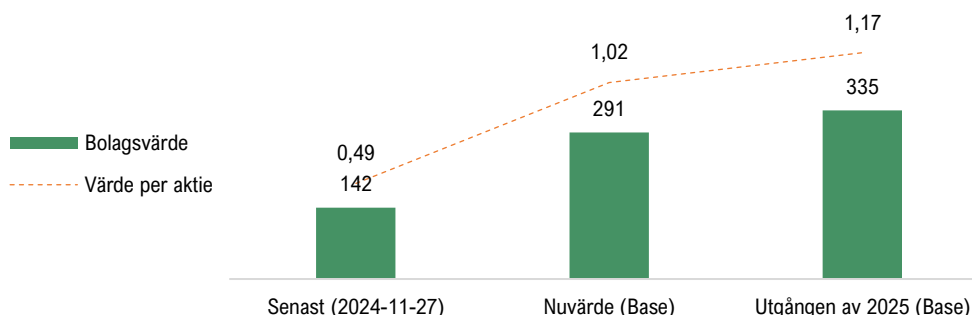
Givet en målmultipl om P/S 3,5x, således något mer konservativt än den härledda tänkbara transaktionsmultipln hänförligt till lägre förväntad lönsamhet för Embark, vilken appliceras på den estimerade försäljningen år 2025 om ca 96 MSEK, implicerar det ett bolagsvärde om 335 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 291 MSEK, vilket baserat på ca 286,6m utestående aktier ger ett nuvärde per aktie om 1,02 kr i vårt Base scenario.

1,02 KR
PER AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

Då ovan värdering utgår från ett diskonterat bolagsvärde tills idag (2024-11-28) på 2025 års prognos, kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över hela tidshorisonten, d.v.s. ett härlett värde vid utgången av 2025 (ej nuvärdesberäknat). Gjord värdering tar utgångspunkt i en organisk tillväxt och inkluderar ej förvärv, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, när det kan tänkas ske, vilket finansieringsupplägg som blir aktuellt m.m. Samtidigt kan Embark komma att genomföra fler förvärv, vilket i sig kommer att innebära justerade prognoser och värderingsscenarion, vilket således får ses som en option i värderingen. Dessutom utgår nuvarande värdering från en konstant kapitalstruktur vilket således kan komma att förändras givet att t.ex. Embark väljer att resa externt kapital för att öka expansionstakten ytterligare. Nedan framgår en illustrativ värdeutveckling givet de faktorer som är kända idag, och kan inkluderas i värderingsmodellen.

Illustrativ graf av estimerad potentiell värdeutveckling.

Börsvärde och pris per aktie idag samt estimerat nuvärde och estimerat värde vid utgången av 2025



Analyst Groups prognos

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Bull scenario

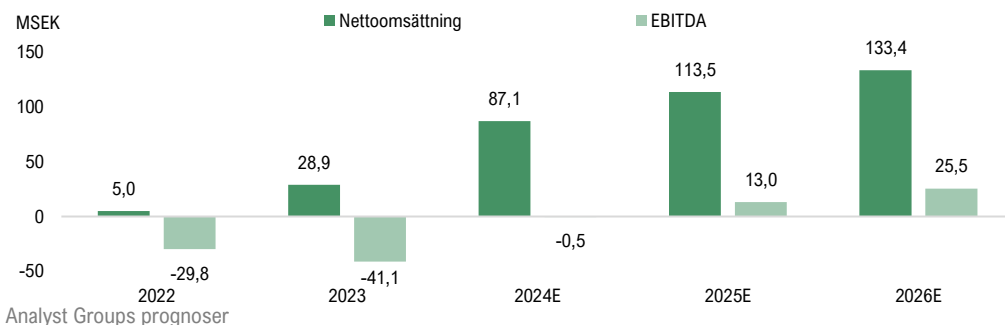
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare och ökade intäkter från teknikutveckling hos kunder, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 133 % mellan år 2021 och 2026. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om ca 133 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger Embark fler skal fördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 20 % år 2026.

I ett Bull scenario antas Embark, likt i ett Base scenario, kunna bli uppköpta. Med en målmultipel om P/S 4x på 2025 års estimerade nettoomsättning om 113,5 MSEK ger det ett bolagsvärde om 454 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 394 MSEK, motsvarande 1,37 kr per aktie i ett Bull scenario.

1,37 KR
PER AKTIE I ETT
BULL SCENARIO

Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bull scenario



Bear scenario

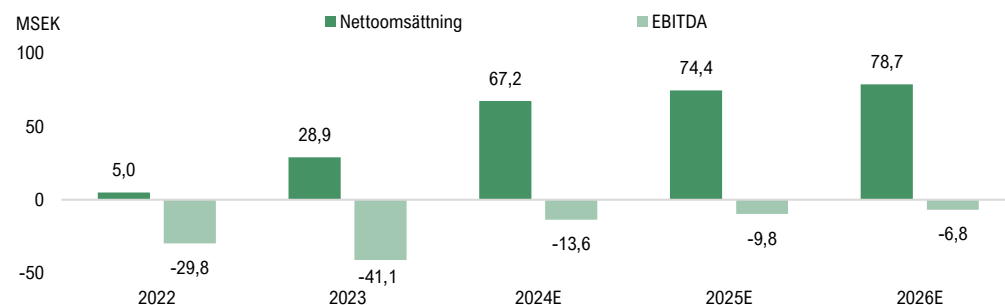
I ett Bear scenario misslyckas Bolaget med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar likväl i en nettoomsättning om 79 MSEK år 2026, men med en negativ EBITDA-marginal. Till följd av detta tvingas Bolaget finansiera den kassaflödesnegativa verksamheten genom ytterligare nyemissioner, vilket leder till utspädning av ägandet.

I ett Bear scenario antas ingen företagsförsäljning till en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre omsättningstillväxt och utdragna negativa kassaflöden. Utifrån tillämpad målmultipel om P/S 1,5x för 2025 års nettoomsättning om 74,4 MSEK, samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,34 kr i ett Bear scenario.

0,34 KR
PER AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO

Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt och negativt rörelseresultat

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bear scenario





Michael Chi-Ho Li, VD

Michael Chi-Ho Li är VD sedan juni 2024 och har en internetingenjörsutbildning (Engineering BEng (Hons)) från Brunel University och har haft tidigare uppdrag innefattande VD för DCG Inc., Senior Vice President Nogle Limited, Vice President FX Solutions vid IHS Markit, Senior Tax Consultant Ernst & Young. De senaste uppdragen före han tillträdde som VD för Embark Group var VD för CYG PTE. LTD och Chief Information Officer, DFNN Inc.



Keat Wong, CFO

Keat Wong har omfattande erfarenhet av internationell finansverksamhet från Storbritannien och APAC-regionen. Han har en BA (Hons) i Accounting & Finance från University of East London och är medlem i ACCA (Association of Chartered Certified Accountants). Keats mångsidiga expertis omfattar revision, finansiell rapportering, finansverksamhet och efterlevnad. Keat har haft ledande befattningar på globalt erkända företag som KPMG, Deloitte Touche Tohmatsu, Herbalife, CEVA Logistics och C.H. Robinson, senast var Keat finanschef för APAC på C.H. Robinso.



Ricardo Viana, Lead Game Designer

Ricardo har över 25 års erfarenhet i spelbranschen och bidrar med expertis inom PC, konsol, mobilspele, AR och VR samt utveckling av casinospel. Tidigare erfarenhet inkluderar Chief Creative Officer för Gaming1 och Creative Director för Play'n GO.



Calvin Lim Eng Kiat, Styrelseordförande

Calvin Lim Eng Kiat är idag betydande ägare i Bolaget och har varit styrelseledamot sedan 2022 och VD mellan november 2023 till juni 2024. Genom sitt aktiva ägarskap har han bidragit till Bolagets långsiktiga utveckling, bland annat genom finansiering av expansion och etablering på den asiatiska marknaden. Calvin är styrelseledamot i DFNN, Inc., ett börsnoterat IT-företag i Filippinerna med verksamhet inom onlinespel, och var dess VD från 2018 till 2023. Under denna tid navigerade han framgångsrikt DFNN genom covidpandemin och uppnådde 2022 den högsta nettovinsten i företagets historia. Calvin är även medgrundare av Nogle Limited, en riskkapitalstudio för teknikföretag i tidigt skede med huvudkontor i Hongkong och FoU baserad i Taiwan, och var dess COO från 2014 till 2018. Calvin har en MBA från National University of Singapore (NUS).



Cosmin Stan, Styrelseledamot

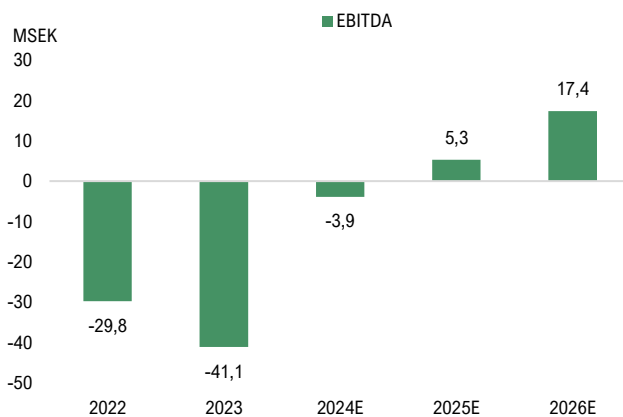
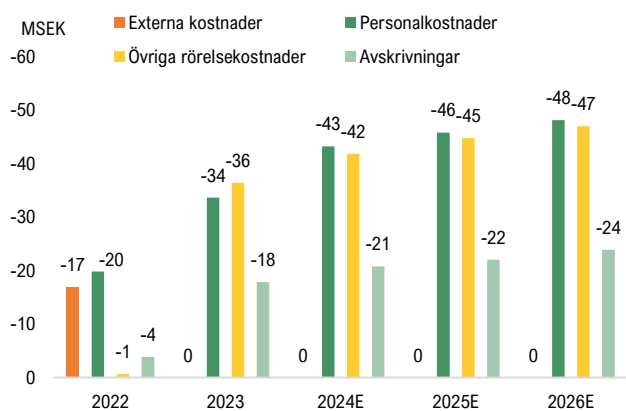
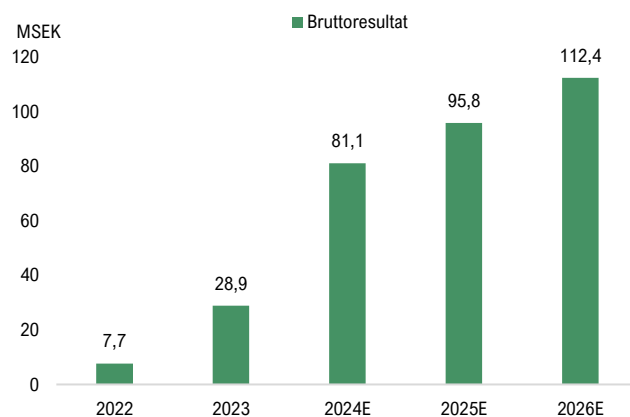
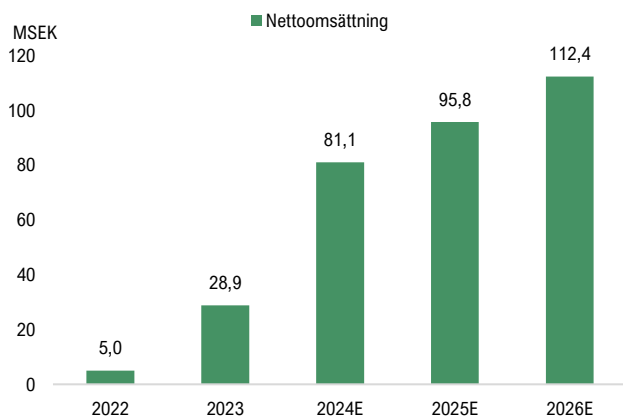
Cosmin Stan är styrelseledamot sedan år 2024 och är en erfaren teknikledare som är skicklig på att hantera infrastrukturverksamhet, inklusive nätverksarkitektur, serveradministration, lagringslösningar och cybersäkerhet. Tidigare erfarenheter inkluderar en aktiv investerarroll med en bakgrund i olika ledande befattningar inom spel- och cybersäkerhetsindustrin. Han är för närvarande Chief Technology Officer på JingMi Co, Ltd.



Hans Isoz, Styrelseledamot

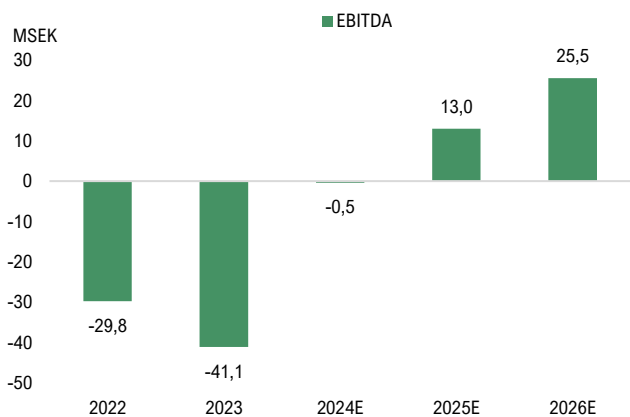
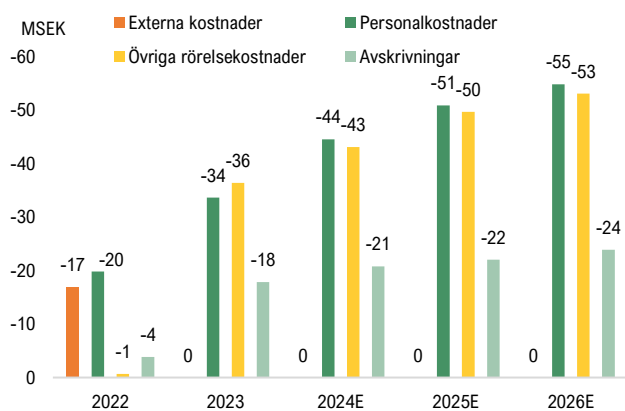
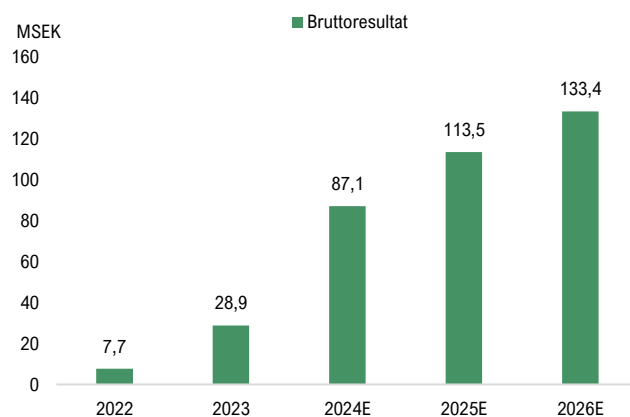
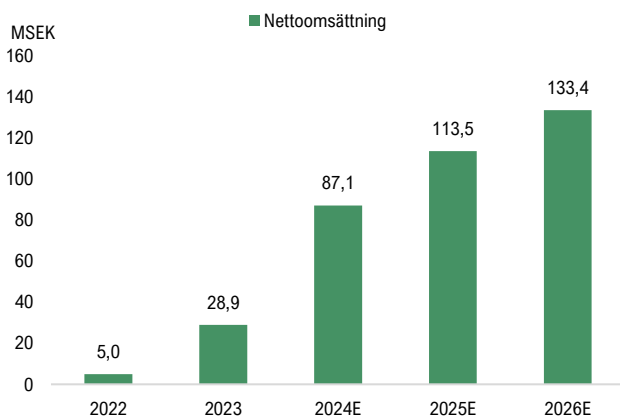
Hans Isoz är styrelseledamot sedan år 2024 som för närvarande är privat investerare och innehar omfattande erfarenhet av företagsledning. Hans arbetade som analytiker på Swedbank och hade olika ledande befattningar inom TV4/Bonnier-koncernen under 2000-talet. Från 2011 till 2015 var Hans VD för det börsnoterade mjukvaruföretaget Image Systems innan han övergick till sin nuvarande roll som privat investerare. Som styrelseordförande i S4K Research AB är Hans även styrelseledamot i Scout Gaming AB (publ), G-Code och Brand Legends International AB. Hans har en Magisterexamen i finans och en MBA från Handelshögskolan i Stockholm.

Base scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1,9	5,0	28,9	81,1	95,8	112,4
Aktiverat arbete för egen räkning	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,9	9,7	28,9	81,1	95,8	112,4
COGS	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	0,9	7,7	28,9	81,1	95,8	112,4
Bruttomarginal	23%	79%	100%	100%	100%	100%
Externa kostnader	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-9,4	-19,8	-33,6	-43,2	-45,8	-48,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-36,4	-41,8	-44,7	-47,0
EBITDA	-18,9	-29,8	-41,1	-3,9	5,3	17,4
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	6%	15%
Avskrivningar	-1,2	-3,8	-17,8	-20,8	-22,0	-23,9
EBIT	-20,1	-33,6	-59,0	-24,7	-16,7	-6,5
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,3	-4,1	-5,8	-5,1	-2,7	-2,1
EBT	-21,4	-37,7	-64,8	-29,8	-19,4	-8,6
Skatt	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-21,4	-37,7	-65,7	-29,8	-19,4	-8,6
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



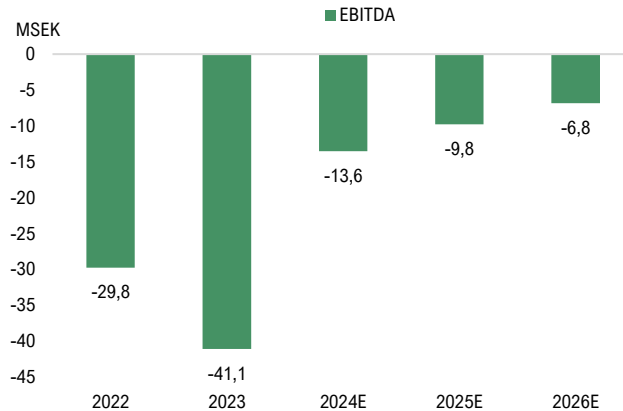
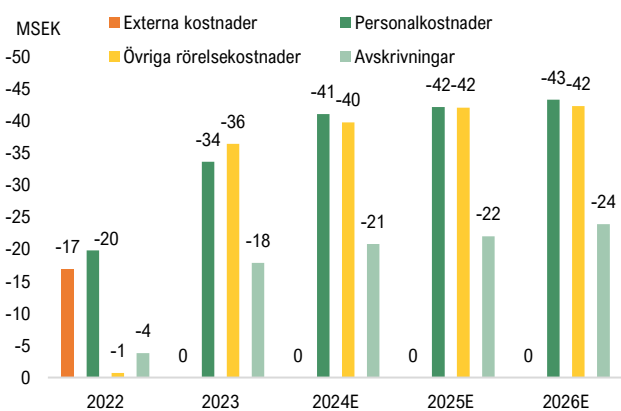
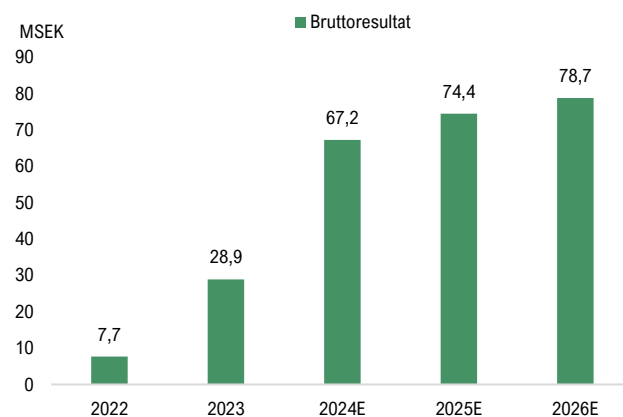
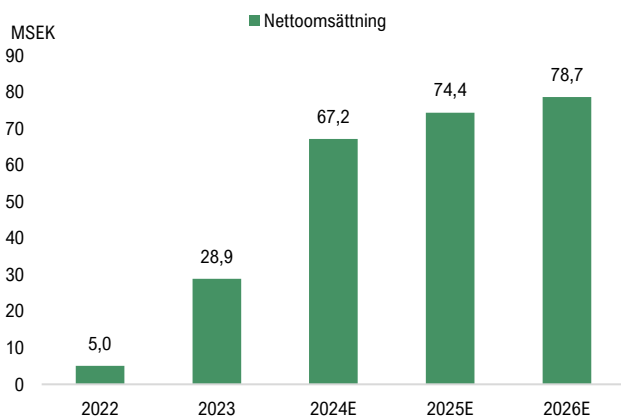
¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embark enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Bull scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1,9	5,0	28,9	87,1	113,5	133,4
Aktiverat arbete för egen räkning	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,9	9,7	28,9	87,1	113,5	133,4
COGS	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	1,0
Bruttoresultat	0,9	7,7	28,9	87,1	113,5	134,4
Bruttomarginal	23%	79%	100%	100%	100%	101%
Externa kostnader	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-9,4	-19,8	-33,6	-44,5	-50,8	-54,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-36,4	-43,1	-49,6	-53,1
EBITDA	-18,9	-29,8	-41,1	-0,5	13,0	26,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	11%	20%
Avskrivningar	-1,2	-3,8	-17,8	-20,8	-22,0	-23,9
EBIT	-20,1	-33,6	-59,0	-21,3	-9,0	2,6
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,3	-4,1	-5,8	-5,1	-2,7	-2,1
EBT	-21,4	-37,7	-64,8	-26,4	-11,7	0,5
Skatt	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	-0,1
Nettoresultat	-21,4	-37,7	-65,7	-26,4	-11,7	0,4
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	0%



¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embarc enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Bear scenario (MSEK) ¹	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1,9	5,0	28,9	67,2	74,4	78,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	3,9	9,7	28,9	67,2	74,4	78,7
COGS	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	0,9	7,7	28,9	67,2	74,4	78,7
Bruttomarginal	23%	79%	100%	100%	100%	100%
Externa kostnader	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-9,4	-19,8	-33,6	-41,0	-42,1	-43,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	-36,4	-39,7	-42,0	-42,3
EBITDA	-18,9	-29,8	-41,1	-13,6	-9,8	-6,8
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	-1,2	-3,8	-17,8	-20,8	-22,0	-23,9
EBIT	-20,1	-33,6	-59,0	-34,4	-31,8	-30,7
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,3	-4,1	-5,8	-4,6	-3,7	-3,0
EBT	-21,4	-37,7	-64,8	-39,0	-35,5	-33,7
Skatt	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-21,4	-37,7	-65,7	-39,0	-35,5	-33,7
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Embarc enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

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 **Embark Group AB (publ)** (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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.