

# EMB Mission Bound (EMB)

## Effektiviseringsprogram stärker marginalerna



EMB Mission Bound AB ("EMB" eller "Bolaget"), vilka utvecklar digitala videoslots samt erbjuder en helhetslösning för integration av spelen till speloperatörer, har uppvisat en tillväxt om 80 % under det senaste året med en stigande underliggande lönsamhet, där den justerade EBITDA-marginalen uppgår till 28 % LTM. Under helåret 2026 estimerar Analyst Group en fortsatt stark tillväxt om 26 % samt förbättrad lönsamhet. Utifrån en applicerad multipel om EV/EBITDA 8x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 70 MSEK härleds ett potentiellt värde per aktie om 1,90 kr (1,84).

### Tillväxt trots lägre royaltyintäkter

EMB redovisade intäkter om 40,5 MSEK (35,5) under Q4-25, en tillväxt om 14 % Y-Y, understigande Analyst Groups estimat om 50,0 MSEK. Avvikelsen förklaras av att royaltyintäkterna uppgick till 6,9 MSEK, ned 74 % Y-Y, till följd av en omstrukturering av kundavtal. Tillväxten drevs istället av serviceavgifter om 26,1 MSEK (+212 % Y-Y) och teknikåtkomstavgifter om 7,5 MSEK, vilket speglar EMBs omställning mot ett bredare plattformsekosystem.

### Omstruktureringen ger tydlig resultateffekt

EBITDA-resultatet uppgick till 16,3 MSEK, över vårt estimat om 15,0 MSEK, uppvisande en marginal om 40 % (estimerat 30 %). Personalkostnaderna om 16,0 MSEK var väsentligt under vårt estimat om 25,0 MSEK, vilket bekräftar att det avslutade omstruktureringensprogrammet nu levererar den effektivare organisation det syftade till. Givet EMB:s skalbarhet i affärsmodellen estimeras en fortsatt tillväxt under kommande år, i kombination med genomförda effektiviseringar, resultera i fortsatt marginal-expansion framgent.

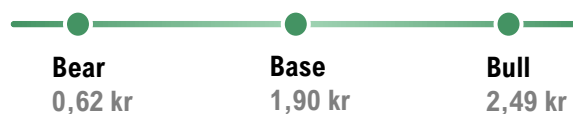
### Potentiellt förvärv stärker europeisk position

I januari år 2026 tecknade EMB en avsiktsförklaring om förvärv av 51 % i Cypren-baserade MegaBet Plus, en speloperatör med ledande ställning inom landbaserad sportsbetting och licens för onlinebetting, för 4,1 MEUR. Affären bedöms ligga i linje med EMBs förvärvsdrivna tillväxtstrategi och EMBs digitala plattformskompetens förväntas kunna accelerera MegaBets onlineutveckling och stärka Bolagets fotfäste på den europeiska marknaden.

### Uppdaterade prognoser och värderingsintervall

Intäkterna under Q4-25 understeg våra förväntningar och vi estimerar en något lägre tillväxttakt framgent med hänsyn till den ökade osäkerheten avseende royaltyintäkter, även om övriga tillväxtben förväntas kompensera detta till viss del. Därtill påvisade Q4-rapporten att omstruktureringensprogrammet givit god effekt på lönsamheten, varigenom vi höjer våra marginalestimat. Sammantaget resulterar detta i en mindre uppdatering av värderingsintervallet till 0,62 – 2,49 kr per aktie (0,61 – 2,58).

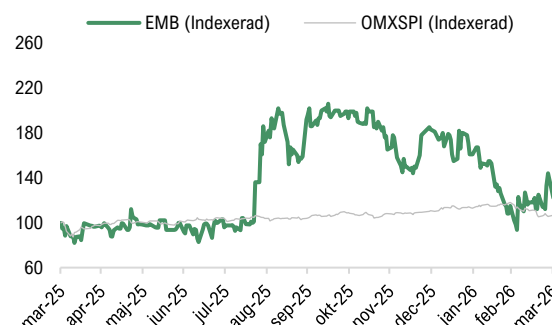
### VÄRDERINGSINTERVALL



### NYCKELDATA

Senast betalt (2026-03-30)	0,61
Antal Aktier (st.)	297 020 539
Market Cap (MSEK)	181,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,6 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	176,6
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 1 2026	2026-05-29

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)

INSYNSPERSON

NCTK Holdings International Limited	28,9 %
Yi Ning Ko	17,9 %
Calvin Lim Eng Kiat	15,5 %
Bryan Fun Kha Choong	14,8 %

Prognoser (MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Intäkter	28,9	92,1	165,6	209,1	255,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>209,1</b>	<b>255,8</b>
Bruttomarginal	100%	100%	100%	100%	100%
<b>EBITDA</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,9</b>	<b>37,6</b>	<b>70,0</b>	<b>104,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	6%	23%	33%	41%
<b>Nettoresultat</b>	<b>-65,7</b>	<b>-22,1</b>	<b>9,2</b>	<b>32,5</b>	<b>59,5</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	6%	16%	23%
P/S	6,3	2,0	1,1	0,9	0,7
EV/S	6,1	1,9	1,1	0,8	0,7
EV/EBITDA	neg.	30,0	4,7	2,5	1,7
EV/EBIT	neg.	neg.	16,6	4,2	2,3
P/E	neg.	neg.	19,3	5,4	3,0

<sup>1</sup>Exklusive leasing.

## Innehållsförteckning

Kommentar Q4-rapport	3-4
Investeringssidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-9
Värdering	10
Bull & Bear	11
Ledning & Styrelse	12-13
Appendix	14-16
Disclaimer	17

### OM BOLAGET

EMB Mission Bound AB (publ) ("EMB" eller "Bolaget") har Bolagets ursprung som LL Lucky Games, vilka designar, utvecklar och marknadsför digitala spelautomater till speloperatörer. Med kombinationen av kreativa krafter, tekniska kunskaper och affärskunskap har Bolaget utvecklat en bred spelportfölj som distribueras globalt. Genom omprofileringen till EMB har Bolaget utvecklats till ett helt integrerat ekosystem som utöver innovativa spel även levererar avancerad plattformsteknologi och heltäckande operatörlösningar i syfte att omdefiniera digital underhållning. Bolaget är listat på Nasdaq First North Growth Market sedan år 2021.

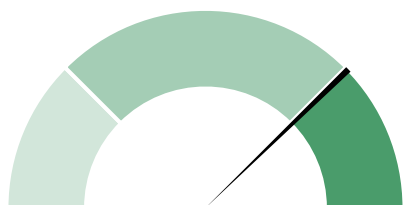
### VD OCH ORDFÖRANDE

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

### ANALYTIKER

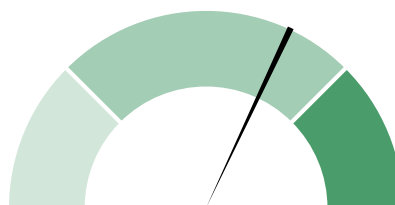
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

## Värde drivare



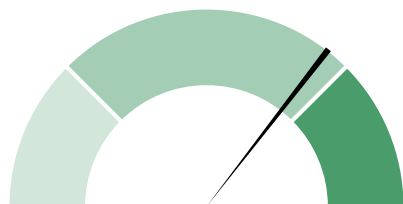
EMB har under de senaste åren uppvisat en stark tillväxt, något som förväntas fortsätta under kommande period genom fortsatt ökad penetration av distributionsplattformar och speloperatörer. Givet en snabbt växande omsättning förväntas också en succesivt förbättrad lönsamhet. Den förväntade marknadstillväxten om 11,9 % årligen utgör en mer långsiktig värde drivare, primärt drivet av en omställning från traditionella casinon till onlinecasinon.

## Lönsamhet



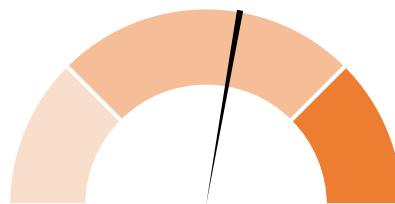
Sedan år 2023 har EMB vuxit intäkterna kraftigt med förbättrat underliggande resultat som följd, där Bolaget befinner sig i en stark lönsamhetstrend. Under det senaste året har en EBITDA-marginal om 28 % på rullande 12 månader uppvisats, justerad för omstruktureringskostnader av engångskaraktär under år 2025, vilket indikerar en stark lönsamhetstrend. Betyget utgår från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

## Ledning & Styrelse



EMBs 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 15,5 % av kapitalet. VD Michael Chi-Ho Li har erfarenhet som VD för CYTechLAB och har drivit framgång inom mjukvaruutveckling för olika branscher.

## Risk



EMB har under de senaste kvartalen uppvisat ett positivt kassaflöde, med undantag för Q4-25 då ökade kundfordringar påverkade negativt. Givet detta anser Analyst Group att EMB för närvarande har nått en nivå där Bolaget är självförsörjande, även om kassagenereringen kan komma att fluktueras på kvartalsbasis, vilket har minskat den finansiella risken. Däremot utgör kundkoncentrationen en risk, då mer än 65 % av EMBs intäkter under år 2025 härrörde från två kunder, vilket skapar ett beroende av några få kunder.

## 14 % I INTÄKTS- TILLVÄXT

### Avtagande tillväxttakt och förändrad intäktsmix

EMBs intäkter under Q4-25 uppgick till 40,5 MSEK (35,5), motsvarande en tillväxt om 14 % Y-Y, vilket är under Analyst Groups estimat om 50,0 MSEK. Jämfört med föregående kvartal innebär det en marginell ökning från 40,3 MSEK, och helårsintäkterna uppgick till 165,6 MSEK. Avvikelsen mot estimat är till övervägande del hänförlig till royaltyintäkterna, som under Q4-25 uppgick till 6,9 MSEK, en minskning med 74 % jämfört med Q4-24 då de uppgick till 27,1 MSEK.

Minskningen i royaltyintäkter är en följd av en strategisk förändring i ett äldre kundavtal, där den royaltybaserade strukturen avvecklades efter en genomgång av det kommersiella samarbetet. Därtill genomförde Bolaget en bredare justering av royaltymodellen i utvalda avtal, i syfte att bättre anpassa de kommersiella villkoren till plattformsstrategin och den ökande betydelsen av tekniktjänster. EMB nämner även att de minskade royaltyintäkterna är hänförliga till en övergripande marginalpress, där Bolaget verkar i en konkurrensutsatt bransch med låga inträdesbarriärer, vilket försvårar skapandet av långsiktiga konkurrensfördelar. Samtidigt bedöms den huvudsakliga orsaken till intäktsbortfallet vara den bredare översynen av royaltymodellen och förändring i kundavtal för att bättre reflektera den ökande betydelsen av teknikåtkomst- och serviceavgifter.

Det som i stället drev tillväxten under Q4-25 var en kraftig ökning av just serviceavgifter och teknikåtkomstavgifter. Serviceavgifterna uppgick till 26,1 MSEK (8,4), en ökning om ca 212 % Y-Y, och teknikåtkomstavgifterna uppgick till 7,5 MSEK (0), hänförligt till en ny kund som beviljats tillgång till Bolagets egenutvecklade teknik och systemarkitektur. Sett till helåret 2025 uppvisar intäktsmixen en tydlig förskjutning: serviceavgifter stod för 75,6 MSEK (28,9) och teknikåtkomstavgifter för 20,3 MSEK (4,4), medan royaltyintäkterna växte något mindre rent procentuellt till 69,7 MSEK (58,8).

En intäktsmix med högre andel teknikåtkomstavgifter och serviceavgifter minskar i viss mån andelen återkommande royaltyintäkter, vilka traditionellt haft en stabil och volymdriven karaktär. Teknikåtkomstavgifterna är däremot fasta intäkter som erhålls i förskott, vilka förväntas bädda för royaltyintäkter framgent i takt med att ny teknologi implementeras hos fler operatörer, även om konverteringen från teknikåtkomstavgifter till royaltyintäkter kan ta tid och är beroende av operatörernas volymutveckling. Sammantaget ger detta dock en positiv signal om att EMBs plattform successivt upgraderas till ett bredare ekosystem, vilket stärker relationerna med befintliga partners och potentiellt lockar nya, samtidigt som serviceavgifterna fortsätter växa snabbt i takt med att fler kunder implementerar EMB:s teknologi.

### EBITDA-marginal om 40 % vittnar om omstruktureringens effekt

## 16,3 MSEK EBITDA- RESULTAT

Trots att intäkterna underskred estimaten levererade EMB ett EBITDA-resultat om 16,3 MSEK för Q4-25, mot Analyst Groups estimat om 15,0 MSEK, vilket innebär en marginal om ca 40 % (estimerat 30 %), vilket är en väsentlig förbättring jämfört med Q4-24 (9,0 MSEK, 25 %). Den positiva avvikelsen mot estimat förklaras primärt av att personalkostnaderna uppgick till 16,0 MSEK, väsentligt lägre än Analyst Groups estimat om 25,0 MSEK, vilket medförde att EBITDA-resultatet ändå översteg förväntningarna trots det lägre intäktsutfallet, vilket Analyst Group bedömer vara hänförligt till den kostnadseffektivare organisation som det avslutade omstruktureringsprogrammet syftade till att etablera. Övriga rörelsekostnader uppgick till 8,8 MSEK, något under våra estimat om 9,7 MSEK, och omstruktureringarkostnaderna under Q4-25 var försumbara om 0,3 MSEK, att jämföra med de 8,6 MSEK som belastade Q3-25. Nettoresultatet uppgick till 8,9 MSEK, mot estimerat 7,2 MSEK.

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q4-25A	Q4-25E	Diff.
Intäkter	40,5	50,0	-9,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>40,5</b>	<b>50,0</b>	<b>-9,5</b>
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>40,5</b>	<b>50,0</b>	<b>-9,5</b>
Bruttomarginal	100%	100%	
Externa kostnader	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-16,0	-25,0	8,9
Övriga rörelsekostnader	-8,8	-9,7	0,9
Andel av intresseföretags resultat	0,7	-0,3	1,0
<b>EBITDA</b>	<b>16,3</b>	<b>15,0</b>	<b>1,3</b>
EBITDA-marginal	40,3%	30,0%	
Avskrivningar	-7,1	-7,0	-0,1
<b>EBIT</b>	<b>9,2</b>	<b>8,0</b>	<b>1,3</b>
EBIT-marginal	22,8%	16,0%	
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,3	-0,7	1,0
<b>EBT</b>	<b>9,5</b>	<b>7,2</b>	<b>2,3</b>
Skatt	-0,7	0,0	-0,6
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,9</b>	<b>7,2</b>	<b>1,7</b>
Nettomarginal	21,9%	14,4%	

### Svagt kassaflöde bedöms som tillfälligt

Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -3,2 MSEK under Q4-25, där det negativa utfallet var hänförligt till förändringar i rörelsekapital om -19,6 MSEK, vilket speglar timingeffekter för inbetalningar från kunder. Analyst Group bedömer rörelsekapitalrörelsen som naturliga kvartalsvisa fluktuationer, och noterar att Q3-25 omvänt uppvisade ett positivt bidrag från rörelsekapitalet om 5 MSEK. Analyst Group förväntar sig att kassaflödet normaliseras under kommande kvartal i takt med att kundfordringar realiserar.

Kvartalets totala kassaflöde uppgick till -9,0 MSEK och kassan minskade därmed till 4,6 MSEK vid årets slut, jämfört med 13,6 MSEK vid utgången av Q3-25. Givet EMBs starka operativa lönsamhet och att inbetalningar från kunder förväntas ha realiserats under Q1-26 ser vi den finansiella ställningen som stabil. Med Bolagets fortsatta tillväxtmöjligheter, skalbarhet i affärsmodellen och minskande investeringsbehov under det senaste året bedömer Analyst Group att EMB är väl positionerat för att leverera starka kassaflöden under år 2026 och framåt.

### Potentiellt förvärv av MegaBet Plus stärker den europeiska positionen

I januari år 2026 undertecknade EMB en avsiktsförklaring om förvärv av 51 % i MegaBet Plus, en Cypernbaserad speloperatör med ledande ställning inom landbaserad sportsbetting och licens för onlinebetting. Den indikativa köpeskillingen uppgår till 4,1 MEUR och avses betalas genom nyemitterade aktier. Som Analyst Group kommenterade i samband med offentliggörandet bedöms affären ligga i linje med EMBs förvärvsdrivna tillväxtstrategi och kunna stärka Bolagets fotfäste på den europeiska marknaden, där EMBs digitala plattformskompetens förväntas kunna driva MegaBets onlineutveckling.

**Sammanfattningsvis** visar EMB:s Q4-rapport på fortsatt tillväxt och en tydligt förbättrad lönsamhet, där EBITDA-resultatet överträffade förväntningarna trots lägre intäkter än estimerat, främst till följd av minskade royaltyintäkter. Intäktsmixen förskjuts mot högre andel service- och teknikåtkomstavgifter, vilket speglar Bolagets strategiska omställning mot en bredare plattform men som samtidigt minskar andelen direkt återkommande intäkter på kort sikt. Den starka EBITDA-marginalen om 40 % indikerar att genomförda kostnadsbesparingar fått tydlig effekt och bekräftar affärsmodellens skalbarhet. Sammantaget bedömer Analyst Group att EMB står väl positionerat för fortsatt lönsam tillväxt, där potentiella förvärv såsom MegaBet kan stärka Bolagets europeiska närvaro och ytterligare accelerera tillväxten framgent.

**4,6 MSEK**  
KASSA VID  
UTGÅNGEN AV  
ÅR 2025

**~12 %  
UNDERLIGGANDE  
MARKNADS-  
TILLVÄXT  
(CAGR)**

## Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

Den globala marknaden för onlinespel uppskattades enligt Grand View Research år 2024 vara värd ca 79 mdUSD och förväntas växa till ca 155 mdUSD år 2030, motsvarande en årlig tillväxttakt om 11,9 %. Tillväxten förväntas drivas av en omställning från traditionella kasinon till onlinekasinon, bl.a. genom ökad användning av internet och smarttelefoner. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionsstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrensen hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

## Starkt track record avseende förvärv för att accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i EMBs tillväxtstrategi och genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position vari de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion, vilket har validerats under det senaste året. Under Q1-25 förvärvades strategiska tillgångar från Confetti Group, ett bolag specialiserat på skräddarsydd webbdesign, utveckling och spelkoncept. Förvärvet innefattade materiella tillgångar, inklusive spelautomater, UI/UX-designmallar och kundrelationer, inklusive kundfordringar, från Confetti Group. Givet en tidigare framgångsrik förvärvsstrategi förväntar vi oss att intäkts- och kostnadssynergier kan realiseras genom förvärvet, vilka förväntas stärka EMB:s tillväxt samt lönsamhet framgent. I januari år 2026 ingick EMB en avsiktsförklaring avseende förvärv av 51 % av MegaBet Plus, ett Cypren-baserat bolag med landbaserad spelverksamhet och licens för sportspel. Genom att kombinera MegaBets retainätverk med EMB:s kompetens inom digitala plattformslösningar och spelintegration bedöms förvärvet kunna accelerera MegaBets digitala utveckling, vilket förväntas kunna stärka MegaBets intäkter.

## Ny plattformstrategi har medfört stigande försäljning

Sedan inledningen av år 2023 har EMB vuxit omsättningen kraftigt, bl.a. genom lyckade spelsläpp och nya strategiska partnerskap som har genererat nya intäktsströmmar samt geografisk expansion. Bolaget har anammat en plattformstrategi genom att erbjuda fler tjänster, vilket utöver spelutveckling innefattar bl.a. integration av spelen i speloperatörers plattformar, betalningslösningar samt UI/UX design för att erbjuda sömlös digital underhållning. Den uppdaterade strategin har medfört nya intäktsströmmar och således bidragit till den starka tillväxten under de senaste åren, där intäkterna har ökat från 5 MSEK år 2022 till 166 MSEK år 2025. Under år 2025 har EMB Remote Gaming Server (RGS) lanserats, en ny modern RGS med ökad stabilitet och skalbarhet samt förbättrad UI/UX-design. En RGS är ett backend-system som används för att hosta och leverera Bolagets spel till operatörers plattformar. Genom att plattformen kan hantera upp till dubbelt så många samtidiga transaktioner jämfört med den tidigare versionen förväntas lanseringen möjliggöra ytterligare tillväxt för EMB framgent. Historiskt har tillväxten primärt varit hänförlig till den asiatiska marknaden men sedan H2-24 intäkterna även på övriga geografiska marknader ökat, varigenom geografisk expansion utgör ytterligare ett tillväxtben. Således estimerar Analyst Group sammantaget en fortsatt stark tillväxttakt framgent genom ett breddat erbjudande, en ny RGS samt fortsatt geografisk expansion.

**NY FÖRBÄTTRAD  
RGS-PLATTFORM  
LANSERAD**

## Hög produktionsstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög produktionsstakt av nya spel, vilket EMB ämnar ha, då konsumenter ständigt efterfrågar nya spel. En hög produktionsstakt möjliggör för Bolaget att stärka positionen på marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. En hög produktionsstakt förväntas vara en nyckelfaktor för att kunna fortsätta nå ut till fler spelare och på så sätt växa omsättningen organiskt.

## Begränsad historik och reglering utgör en risk

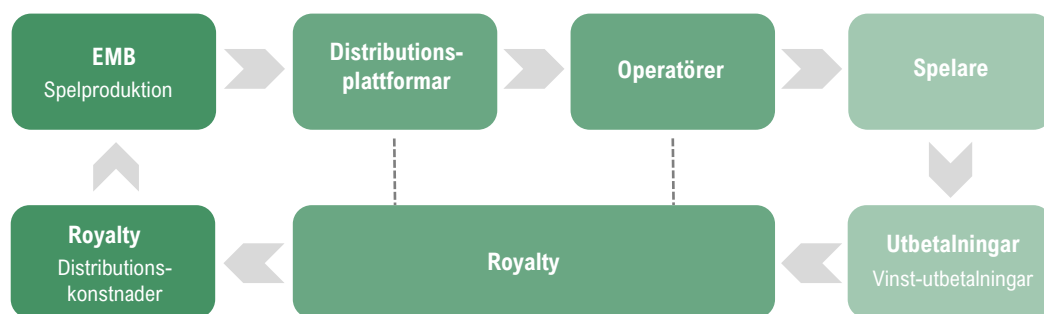
EMB är fortfarande ett relativt ungt bolag med begränsad historik, vilket medför en ökad risk och svårigheter att avgöra om Bolagets tillväxt främst drivs av kortsiktiga spelframgångar eller om EMB har förmåga att återinvestera vinster i nya högpresterande spel och därigenom upprätthålla tillväxten. Den digitala spelmarknaden är dessutom starkt reglerad, och Bolaget är beroende av distributörers och operatörers lokala licenser. Bolaget verkar även i en konkurrensutsatt bransch med låga inträdesbarriärer, vilket försvårar skapandet av långsiktiga konkurrensfördelar.

**RÄTT  
KOMPETENS FÖR  
ATT DRIVA EMB  
FRAMÅT**

EMB grundades år 2019 och är därmed sett till företagets ålder ett ungt bolag, 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, vilken utöver spelutveckling inkluderar bl.a. plattformsinnovation, tekniklösningar och operatörssupport. Bolaget har identifierat produktinnovation, operativ förmåga och marknadsexpansion som nyckelområden för att bygga en stabil grund för framtida tillväxt. Sett till affärsmodellen så erhåller EMB 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. Bolagets spel distribueras antingen direkt eller indirekt genom integration med speloperatörer, alternativt via distributionspartners, därefter tillhandahåller operatörerna i sin tur spelen till slutkunder.

## Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward*.

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: EMB

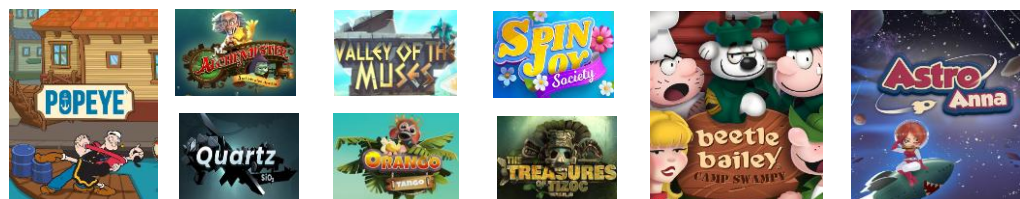


Den 22 november 2023 meddelade EMB att de förvärvade 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. CYG Pte. Ltd positionerar sig som en ledande plattformslieferantör på 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.

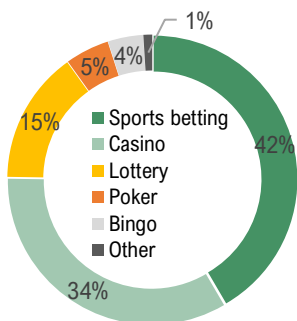
EMB tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden. Implementeringen sker genom EMB Remote Gaming Server (RGS), Bolagets RGS innehar ökad stabilitet och skalbarhet samt förbättrad UI/UX-design, vilket innebär att när ett samarbete inleds så kommer EMB 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 slumpvals-generator 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*.

Under år 2022 förvärvades ReelNRG, en London-baserad spelstudigrupp som har utvecklat och byggt sin egen teknologi och etablerat en stark distribution i Storbritannien samt andra reglerade marknader under UKGC och MGA. Under Q1-25 förvärvades strategiska tillgångar och verksamhet från Confetti Group och förvärvet innefattar materiella tillgångar, inklusive spelautomater, UI/UX-designmallar och kundrelationer, inklusive kundfordringar. Genom att addera nya kundrelationer förväntas intäkts synergier kunna realiseras genom korsförsäljning mellan bolagens kunder. Därtill förväntas EMB:s spelportfölj att diversifieras genom de spel som adderas genom förvärvet, då de historiskt primärt har utgjorts av slots där förvärvet av tillgångar från Confetti Group förväntas möjliggöra lansering av andra typer av casinospel.

## Ett urval av EMBs spel.



Källa: EMB



## En marknad med flera segment

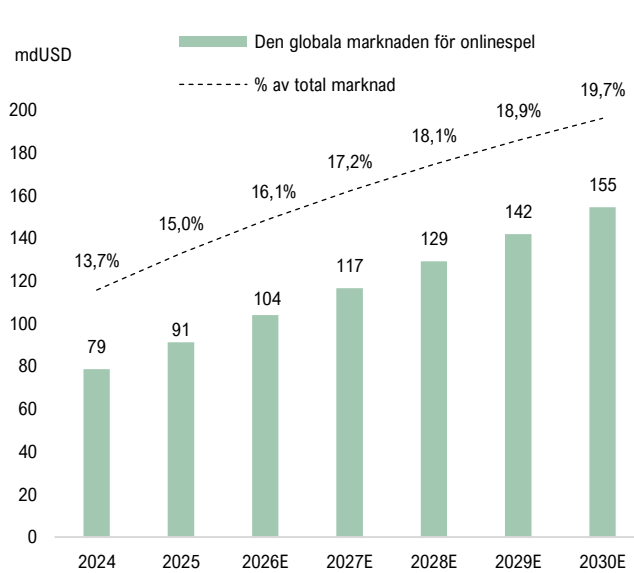
EMB är verksamma på marknaden för iGaming, primärt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

## 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. 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 5,5 % under åren 2023-2030, för att år 2030 värderas till ca 784 mdUSD, samtidigt estimerar Grand View Research att den onlinebaserade spelmarknaden ska växa med en årlig tillväxttakt om 11,9 % till år 2030 och då uppgå till ca 155 mdUSD. Således förväntas onlinespelmarknaden fortsatt vinna marknadsandelar på den totala spelmarknaden, från 13,7 % marknadsandel år 2024 till 19,7 % år 2030. EMB förväntas kapitalisera på marknadstillväxten inom iGaming genom Bolagets fullt integrerade modell som erbjuder allt från egenutvecklade plattformar till videoslots till onlinecasinon. Bolaget ämnar ha en hög produktionstakt av nya spel framgent, vilket ses som en viktig tillväxt drivare på en marknad som kännetecknas av kort livstid för spelen.

## 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 så är onlinekasinomarknaden en konkurrensutsatt marknad som dessutom fortfarande i hög grad är fragmenterad. Sett till marknaden för spelutveckling av videoslots karaktäriseras denna av en hög produktionstakt, vilket medför en hög konkurrens om att utveckla populära spel på marknaden. iGaming-marknaden kännetecknas även av att vara förvärvsintensiv, vilket ligger i linje med EMBs 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

## HAR DIVERSIFIERAT INTÄKTSBASEN

### Intäktsprognoz åren 2026-2027

EMBs intäkter består huvudsakligen av royalty- och serviceintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer, där Bolaget har uppvisat en kraftig intäktstillväxt om 80 % under det senaste året. En av drivarna är att Bolaget har levererat nya spel samt implementerat dessa hos nya operatörer. Därtill har EMB adderat nya försäljningskanaler, främst genom serviceavgifter som bl.a. innebär uppstartsavgifter för spelintegration hos speloperatörer samt tillhandahållande av teknikutveckling och konsulttjänster, vilket exempelvis innefattar betalningslösningar eller marknadsföringstjänster. Historiskt har EMB:s omsättning endast bestått av royaltyintäkter men genom att bredda försäljningen kan Bolaget nu växa omsättningen från en bredare intäktbas.

Royaltyintäkterna minskade under Q4-25 till följd av en strategisk genomgång av kundavtal, där den royaltybaserade strukturen utvecklades i ett äldre avtal och royaltymodellen justerades i utvalda avtal för att bättre spegla den ökande betydelsen av teknikåtkomst- och serviceavgifter. Minskningen motverkades av en ökning i serviceavgifter samt teknikåtkomstavgifter. Sett till helåret 2025 är intäktsskiftet tydligt: serviceavgifter uppgick till 75,6 MSEK (28,9) och teknikåtkomstavgifter till 20,3 MSEK (4,4), medan royaltyintäkterna växte något långsammare till 69,7 MSEK (58,8). Sammantaget bedömer Analyst Group att omsättningen reflekterar en medveten anpassning av affärsmodellen snarare än ett strukturellt intäktsbortfall, och att den breddade intäktbasen stärker förutsättningarna för fortsatt tillväxt framgent.

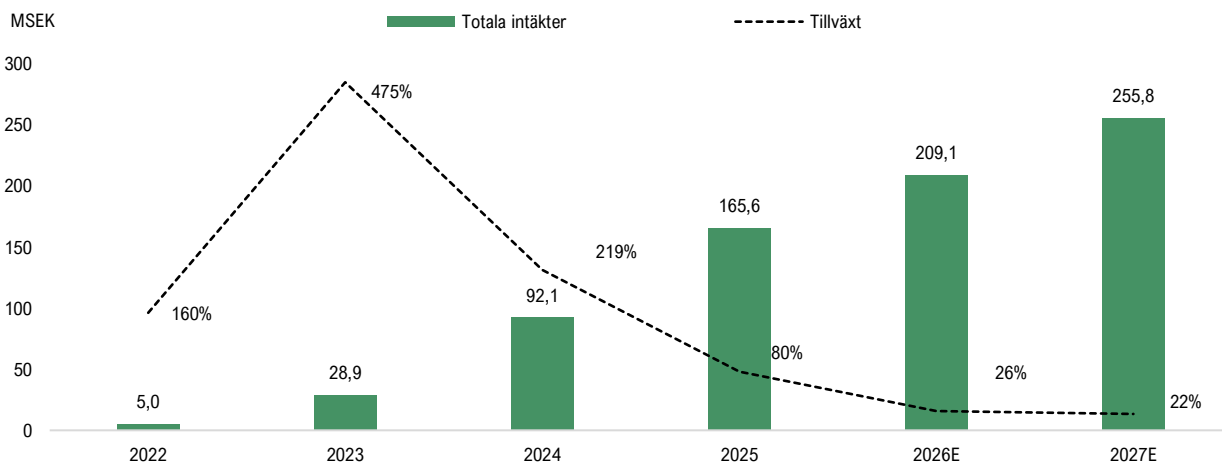
Sedan Q3-24 har EMB:s intäkter vuxit kraftigt inom den geografiska marknaden "Övriga", vilket utgörs av samtliga marknader utöver Asien, vilket adderat en dimension till tillväxten genom geografisk expansion, där EMB fortsatt förväntas penetrera nya marknader ytterligare framgent. EMB har tecknat en avsiktsförklaring om att förvärva 51 % av MegaBet Plus, ett Cypren-baserat bolag med fokus på landbaserad spelverksamhet, vilka innehar licens för sportspel. MegaBet har en ledande position inom landbaserad sportsbetting på Cypren med över 200 spelombud samt en plattform för onlinebetting. Genom EMB:s erfarenhet och kunskap inom digitala erbjudanden avser Bolaget efter det potentiella förvärvet vidareutveckla MegaBets digitala erbjudande för att stärka tillväxten, vilket kan ge en extra dimension till tillväxten samt EMB:s närvaro på andra marknader utöver Asien, givet att förvärvet går igenom.

Tillväxttakten väntas fortsätta 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 samt geografisk expansion. För år 2026 estimerar Analyst Group att intäkterna uppgår till ca 209,1 MSEK för att sedan växa till ca 255,8 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om ca 24 % under perioden 2025-2027. 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, inklusive förvärvet av MegaBet som ännu inte har genomförts men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

~256 MSEK  
TOTALA  
INTÄKTER  
ÅR 2027E

### EMB:s intäkter prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserade intäkter, Base scenario



Analyst Groups prognoser

## Rörelsekostnader åren 2026-2027

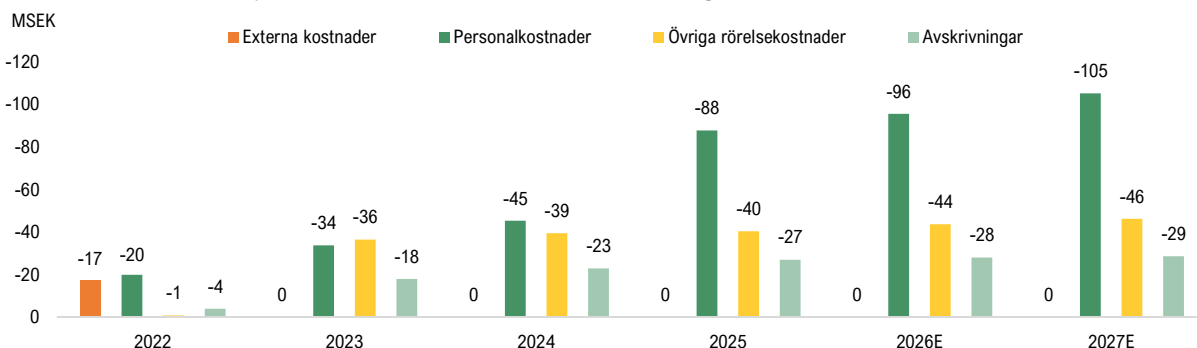
Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga rörelsekostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och geografisk expansion genom ett teknikcenter i Taiwan och nya tekniska supportcenter i Malaysia och Singapore. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel och tekniktillgångar, samt rekrytering av speldesigners, *back-end*-utvecklare och säljare. Under år 2025 har EMB genomfört ett omfattande omstruktureringsarbete som syftar till att höja effektiviteten, förbättra arbetsflöden och säkerställa ett optimalt resursutnyttjande. En central del i omstruktureringen var att ytterligare interagera Bolagets plattformar spelportfölj och partner-tjänster.

EMB:s starka tillväxt under de senaste åren är till stor del hänförlig till en intäktsdiversifiering där Bolaget har anammat en plattformstrategi genom att erbjuda fler tjänster. Utöver spelutveckling innefattar det bl.a. integration av spelen i speloperatörers plattformar, betalningslösningar samt UI/UX design för att erbjuda sömlös digital underhållning. Detta antas ha starkt helhetsupplevelsen för kunder och därmed bidragit till tillväxten, varför vi ser positivt på att omstruktureringen syftar till att ytterligare integrera Bolagets plattformar samt höja effektiviteten, vilket på sikt förväntas påverka lönsamheten positivt.

På längre sikt väntas den största kostnadsposten fortsatt vara övriga rörelsekostnader och personal, vilket är kopplat till utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget kommer att fortsätta öka kostnadsbasen, understött av en organisk tillväxt. Sedan H2-24 har EMB varit lönsamma på EBITDA-nivå, där vi estimerar en fortsatt stark lönsamhet om 33,4 % EBITDA-marginal år 2026 för att sedan stärkas till 40,9 % år 2027 genom en fortsatt stark tillväxt och förväntade stordriftsfördelar som kommer med Bolagets högre intäkter.

### Övriga kostnader, i kombination med personal, väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen på sikt.

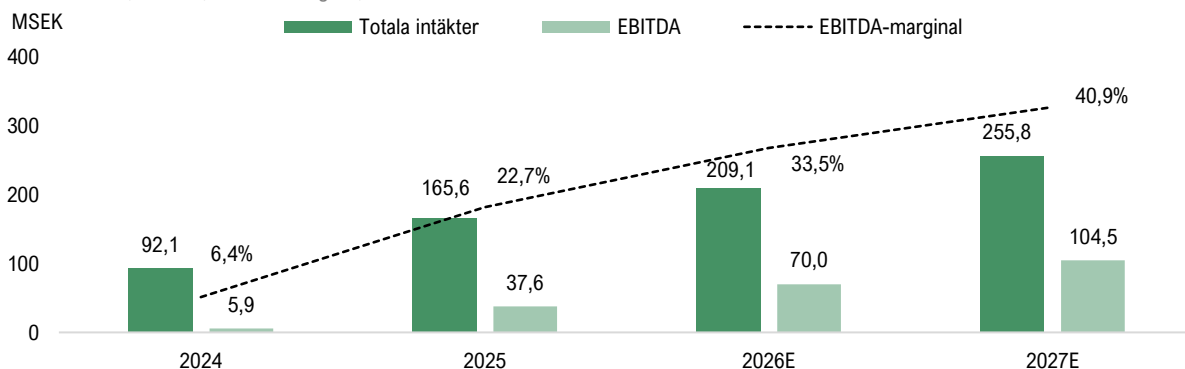
Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, externa kostnader och avskrivningar, Base scenario



Analyst Groups prognoser

### En summering av våra finansiella prognoser för EMB.

Totala intäkter, EBITDA, EBITDA-marginal, 2024-2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

## Värdering: Base scenario

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt, storlek och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och EMB avseende produkt-erbjudande i form av att rikta sig mot både mot iGamingmarknaden, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek, lönsamhetspotential samt regulatoriska risker. För att ge perspektiv på hur EMB står sig mot utvalda peers, redogörs samtliga bolagens storlek, omsättningstillväxt, lönsamhet och multiplar under rullande tolv månader samt framåtblickande i tabellen nedan, samt tillgängliga estimat på peers i relation till Analyst Groups prognoser för EMB.

Källa: TIKR Bolag	Market Cap (MSEK)	Enterprise Value (MSEK)	EV/Sales				EV/EBITDA				Omsättning CAGR	EBITDA CAGR	EBITDA-marginal		
			LTM	2025	2026E	2027E	LTM	2025	2026E	2027E	2025-2027E	2025-2027E	2025	2026E	2027E
			GiG Software	509	437	1,1x	1,1x	0,9x	0,7x	10,0x	9,3x	3,7x	2,4x	22,0%	n.a.
Angler Gaming	233	220	0,7x	0,7x	0,5x	0,5x	3,2x	3,2x	2,2x	2,0x	15,8%	26,9%	20,3%	24,3%	24,4%
Better Collective	686	961	2,9x	2,9x	2,6x	2,4x	10,5x	9,4x	8,1x	6,9x	8,9%	16,5%	30,3%	32,2%	34,7%
Gentoo Media	84	197	2,0x	2,0x	1,8x	1,7x	5,5x	4,8x	4,0x	3,7x	7,4%	13,8%	41,6%	45,9%	46,8%
Gaming Corps	115	111	2,3x	2,3x	n.a.	n.a.	-4,4x	-4,4x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-52,4%	n.a.	n.a.
Kambi	2 901	2 596	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x	4,9x	4,7x	3,9x	3,6x	7,1%	15,1%	31,1%	34,7%	36,0%
Hacksaw	16 299	14 872	6,9x	6,9x	5,3x	4,1x	8,4x	8,4x	6,4x	5,0x	29,7%	29,4%	82,0%	82,1%	81,6%
<b>Median</b>	<b>509</b>	<b>59</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,5x</b>	<b>5,5x</b>	<b>4,8x</b>	<b>4,0x</b>	<b>3,6x</b>	<b>12,4%</b>	<b>16,5%</b>	<b>30,3%</b>	<b>33,5%</b>	<b>35,3%</b>
<b>Medelvärde</b>	<b>2 975</b>	<b>2 771</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,5x</b>	<b>2,1x</b>	<b>1,8x</b>	<b>5,4x</b>	<b>5,1x</b>	<b>4,7x</b>	<b>3,9x</b>	<b>15,2%</b>	<b>20,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>40,5%</b>	<b>42,2%</b>
<b>EMB Mission Bound</b>	<b>181</b>	<b>177</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>4,7x</b>	<b>4,7x</b>	<b>2,5x</b>	<b>1,7x</b>	<b>40,6%</b>	<b>66,7%</b>	<b>22,7%</b>	<b>33,5%</b>	<b>40,9%</b>

## EMB vs peers

EMB har ett något **lägre** Market Cap än jämförelsebolagen

EMB har en något **lägre** skuldsättning än jämförelsebolagen

EMB förväntas uppvisa en **högre** EBITDA-tillväxt än jämförelsebolagen

Då EMB under de senaste kvartalen har uppvisat lönsamhet på EBITDA-nivå samt att jämförelsebolagen är lönsamma, härleds värderingen utifrån en applicerad EV/EBITDA-multiplier på 2026 års estimerade EBITDA-resultat. Sett till jämförelsebolagen så uppgår medelmultipeln till 4,7x medan medianen uppgår till 4,0x på 2026 års prognos, men det finns skillnader mellan dessa bolag och EMB som bör tas i beaktning.

Beträffande storlek så är EMB något mindre än peer-bolagen, vilket motiverar en viss värderingsrabatt. Avseende skuldsättning så uppgår medelskuldsättningen till nettoskuld/EBITDA om 0,4x bland jämförelsebolagen medan EMB innehar nettokassa, vilket motiverar viss värderingspremie för EMB enligt Analyst Group. Vidare verkar samtliga bolag på kasino- och iGamingmarknaden där det finns regulatoriska risker.

Tillväxtmässigt så befinner sig EMB tidigare i en tillväxtresa än flera av jämförelsebolagen och förväntas växa EBITDA-resultatet starkt under kommande år, motsvarande 40 % CAGR mellan åren 2025-2027, vilket är starkare än medianen för jämförelsebolagen om 12,4 % och således anses motivera en värderingspremie enligt Analyst Group. Den snabba EBITDA-tillväxten förväntas realiseras genom fortsatt stark intäktsstillväxt genom att Bolagets spel implementeras hos fler operatörer på nya geografiska marknader samt skalbarheten i EMB:s affärsmodell som estimeras medföra marginalexpansion.

Flertalet svenska iGamingbolag har under de senaste åren blivit föremål för uppköp, däribland LeoVegas, Kindred samt speltillverkaren Fantasma Games. Analyst Group anser att även EMB är en förvärvskandidat, dels givet konsolideringstrenden i branschen, dels givet Bolagets finansiella utveckling under de senaste åren med hög tillväxt och förbättrat resultat. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultiplier 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 multipler om 5,4x försäljningen och 23,8x EBITDA-resultatet (LTM). I jämförelse med Fantasma har EMB uppvisat en kraftig EBITDA-tillväxt under det senaste året och vänt till vinst jämfört med Fantasma som vid uppköpstillfället hade minskat EBITDA-resultatet med -19 % under det senaste året.

Mot bakgrund av ovan peer-värdering, det jämförbara uppköpet samt de risker som är relaterade till EMB, bl.a. en hög kundkoncentration och låg insyn kring Bolagets kunder samt vilka marknader dessa är verksamma på, anser Analyst Group att en rimlig multipler är EV/EBITDA 8x. Multipeln appliceras på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 70 MSEK. Detta ger ett Enterprise Value om ca 560 MSEK och efter tillägg av nettokassa ger det ett potentiellt värde per aktie om 1,90 kr i ett Base scenario.

1,90 KR

PER AKTIE I ETT  
BASE SCENARIO

### Bull scenario

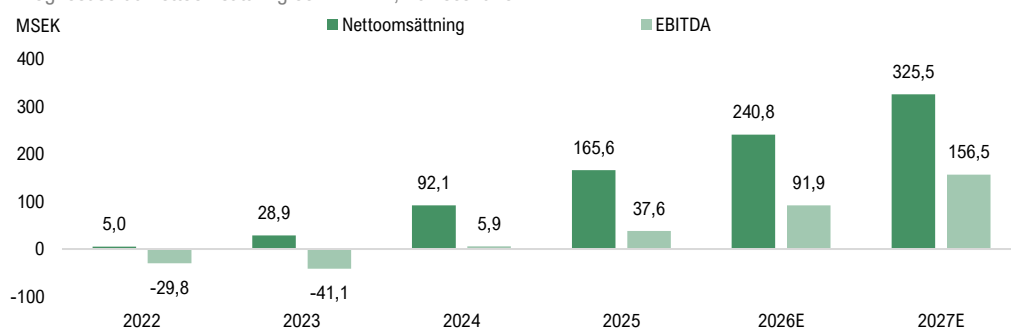
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare och ökade intäkter från teknikutveckling hos kunder, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 40 % mellan år 2025 och 2027. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om ca 326 MSEK år 2027. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger EMB fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 48,1 % år 2027.

I ett Bull scenario antas EMB, likt i ett Base scenario, kunna bli uppköpta. Med en applicerad EV/EBITDA-multipel om 8x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 91,9 MSEK ger det ett Enterprise Value om 735 MSEK. Efter tillägg av nettokassa motsvarar det ett börsvärde om 740 MSEK, motsvarande 2,49 kr per aktie i ett Bull scenario.

**2,49 KR**  
PER AKTIE I ETT  
BULL SCENARIO

#### Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt.

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bull scenario



Analyst Groups prognoser

### Bear scenario

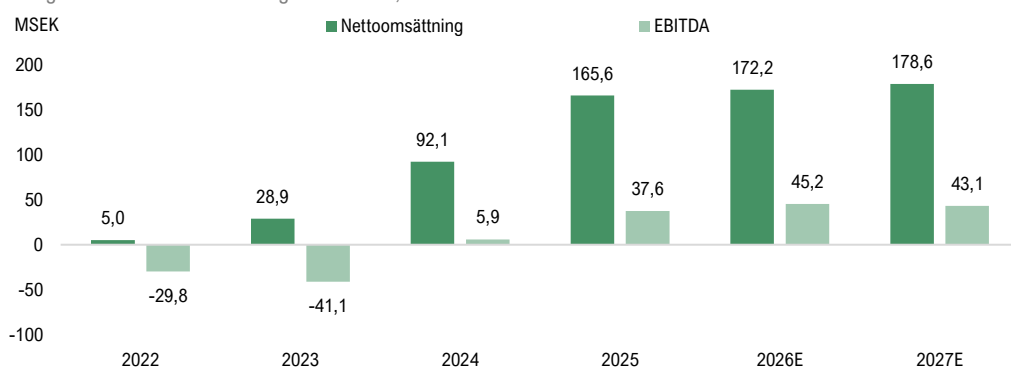
I ett Bear scenario misslyckas Bolaget med att ta fram nya spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna och fortsatta investeringar i tillväxt och nya spel belastar kassaflödet. Därtill förväntas nuvarande marginalpress fortsatt påverkade royaltytäkterna, samtidigt som övriga intäktsben inte fullt ut kan kompensera för detta, vilket medför en lägre intäkttillväxt om 4 % CAGR under åren 2025-2027, där intäkterna estimeras uppgå till ca 178,6 MSEK år 2027.

I ett Bear scenario antas inget uppköp av en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre tillväxt och lönsamhet. Med en applicerad EV/EBITDA-multipel om 4x på 2026 års estimerade EBITDA-resultat om ca 45 MSEK ger det ett Enterprise Value om 181 MSEK. Efter tillägg av nettokassa motsvarar det ett börsvärde om 186 MSEK, motsvarande 0,62 kr per aktie i ett Bear scenario.

**0,62 KR**  
PER AKTIE I ETT  
BEAR SCENARIO

#### Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt.

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bear scenario



Analyst Groups prognoser



## 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 EMB 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.



## Richard Hau, COO

Richard har över 15 års erfarenhet av att leda tekniska och komplexa portföljer inom flera olika kategorier, däribland konsumentvaror, fordonsindustrin och telekommunikation. Med en bakgrund inom operativ effektivisering av högprofilerade kundkonton och omstruktureringar av byråer, har han haft ett tydligt fokus på att driva samarbete och integrerat tänkande. Han bidrar med nya perspektiv på bästa praxis för moderna operativa processer, inklusive praktisk implementering av tillväxtmetodiker. Tidigare var han Global Head of Business Development & Delivery på WPP.



## Emma Olsson, Head of Legal

Emma besitter nästan två decennier av juridisk erfarenhet och erfarenhet inom regel efterlevnad med stöd till högväxande bolag i hårt reglerade sektorer och tillväxtmarknader. Som en betrodd rådgivare till bolagsledning har Emma stöttat både noterade och privata bolag i att bygga upp juridiska funktioner och efterlevnadsfunktioner samt anpassa strategier till förändrade risker.



## 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 och 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

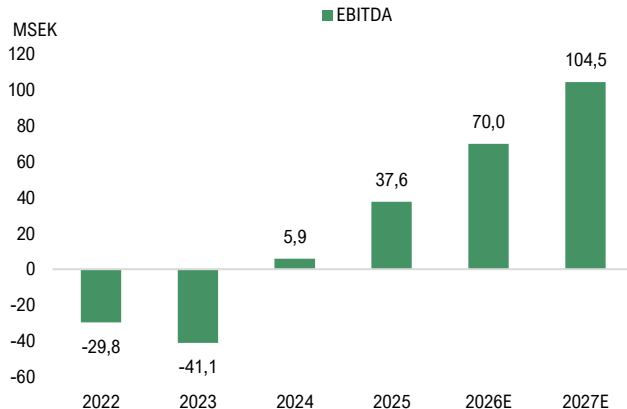
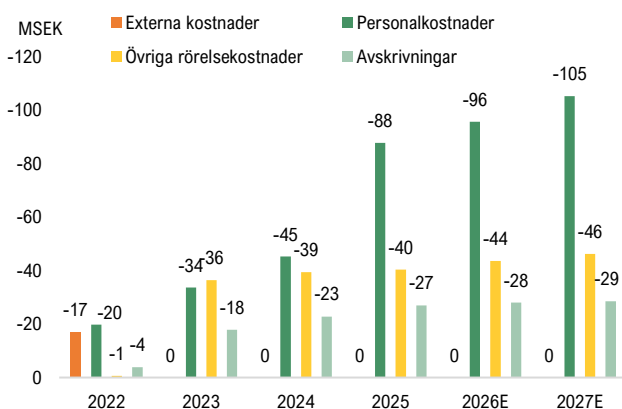
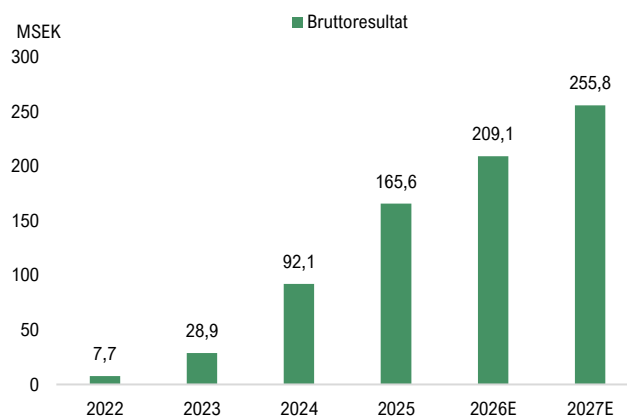
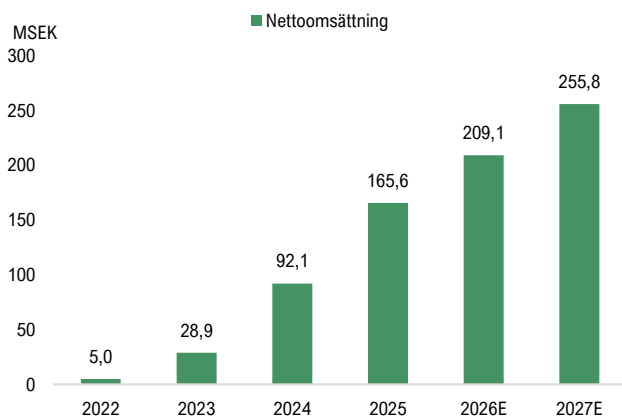
Cosmin Stan är styrelseledamot sedan år 2024 och är en erfaren teknikledare som är skicklig på att hantera infrastrukturverksamhet, inklusive nätverksarkitektur, serveradministration, lagringslösningar och cybersäkerhet. Tidigare erfarenheter inkluderar en aktiv investerarroll med en bakgrund i olika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



## Hans Isoz, Styrelseledamot

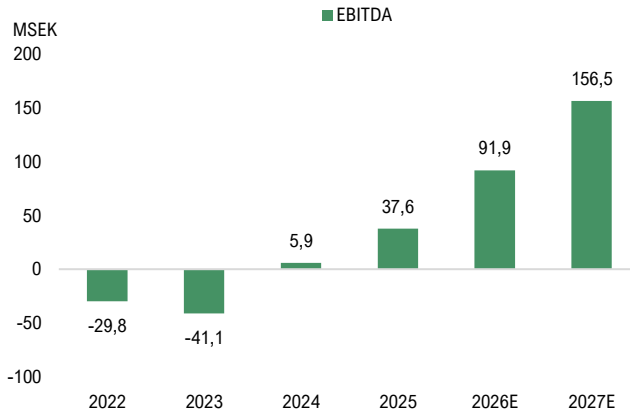
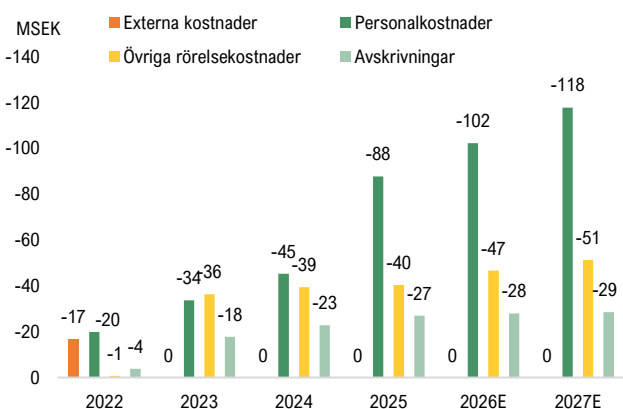
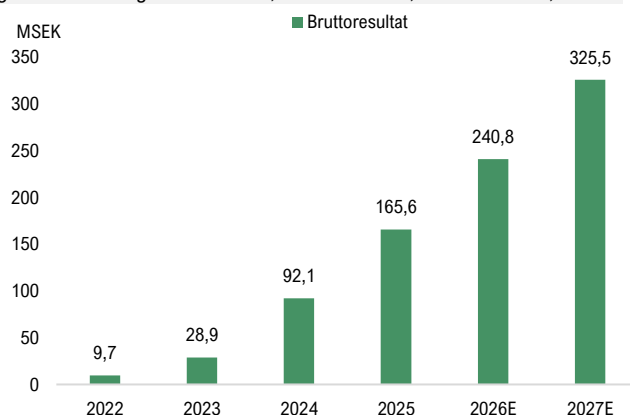
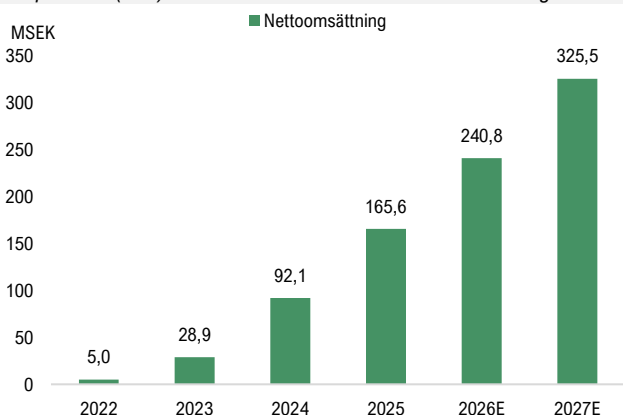
Hans Isoz är styrelseledamot sedan år 2024 som för närvarande är privat investerare och innehar omfattande erfarenhet av företagsledning. Hans arbetade som analytiker på Swedbank och hade olika ledande befattningar inom TV4/Bonnier-koncernen under 2000-talet. Från 2011 till 2015 var Hans VD för det börsnoterade 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 <sup>1</sup>	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	5,0	28,9	92,1	165,6	209,1	255,8
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>209,1</b>	<b>255,8</b>
COGS	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>209,1</b>	<b>255,8</b>
Bruttomarginal	78,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Externa kostnader	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-19,8	-33,6	-45,2	-87,7	-95,6	-105,1
Övriga rörelsekostnader	-0,7	-36,4	-39,4	-40,3	-43,6	-46,2
Andel av resultat i intresseföretag	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-29,8</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,9</b>	<b>37,6</b>	<b>70,0</b>	<b>104,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	6,4%	22,7%	33,5%	40,9%
Avskrivningar	-3,8	-17,8	-22,8	-27,0	-28,0	-28,5
<b>EBIT</b>	<b>-33,6</b>	<b>-59,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>10,7</b>	<b>42,0</b>	<b>76,0</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	6,4%	20,1%	29,7%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-4,1	-5,8	-4,8	0,0	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-37,7</b>	<b>-64,8</b>	<b>-21,7</b>	<b>10,7</b>	<b>41,0</b>	<b>75,0</b>
Skatt	0,0	-0,9	-0,4	-1,5	-8,4	-15,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>-37,7</b>	<b>-65,7</b>	<b>-22,1</b>	<b>9,2</b>	<b>32,5</b>	<b>59,5</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	5,5%	15,6%	23,3%
<i>Antal aktier (miljoner)</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>
<i>Vinst per aktie (VPA)</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>



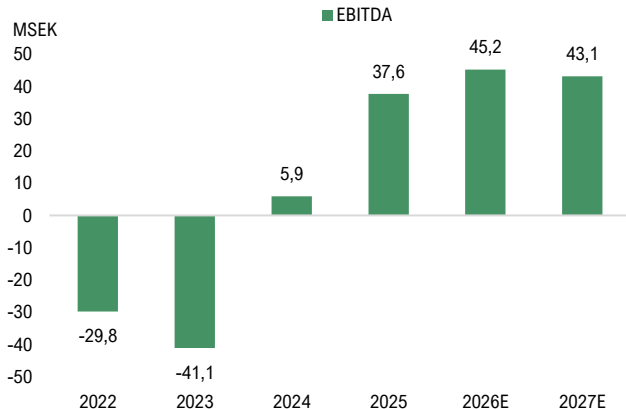
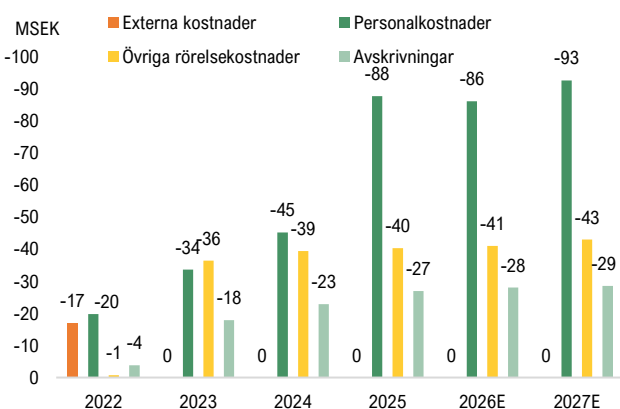
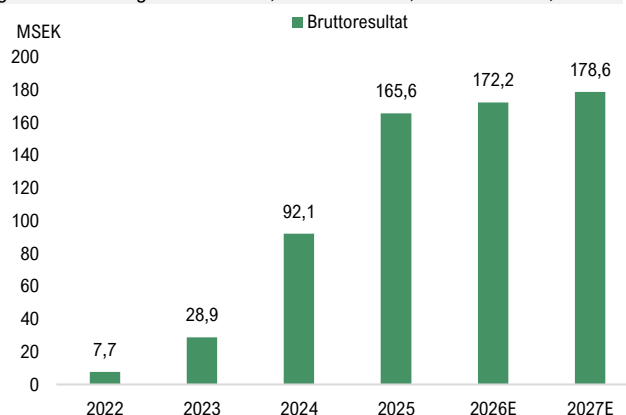
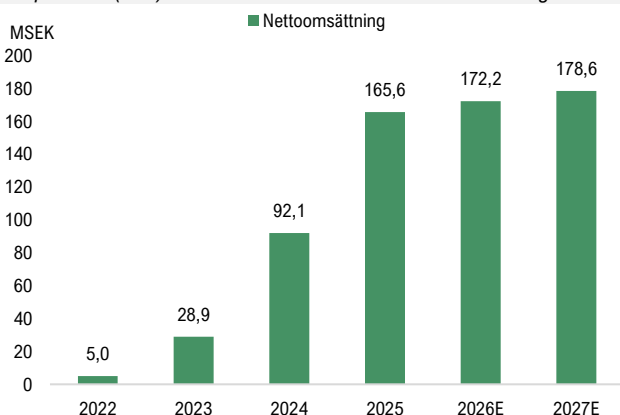
<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar EMB enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Bull scenario, MSEK <sup>1</sup>	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	5,0	28,9	92,1	165,6	240,8	325,5
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>240,8</b>	<b>325,5</b>
COGS	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>240,8</b>	<b>325,5</b>
Bruttomarginal	78,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Externa kostnader	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-19,8	-33,6	-45,2	-87,7	-102,3	-117,7
Övriga rörelsekostnader	-0,7	-36,4	-39,4	-40,3	-46,6	-51,3
Andel av resultat i intresseföretag	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-29,8</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,9</b>	<b>37,6</b>	<b>91,9</b>	<b>156,5</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	6,4%	22,7%	38,2%	48,1%
Avskrivningar	-3,8	-17,8	-22,8	-27,0	-28,0	-28,5
<b>EBIT</b>	<b>-33,6</b>	<b>-59,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>10,7</b>	<b>63,9</b>	<b>128,0</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	6,4%	26,5%	39,3%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-4,1	-5,8	-4,8	0,0	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-37,7</b>	<b>-64,8</b>	<b>-21,7</b>	<b>10,7</b>	<b>62,9</b>	<b>127,0</b>
Skatt	0,0	-0,9	-0,4	-1,5	-13,0	-26,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-37,7</b>	<b>-65,7</b>	<b>-22,1</b>	<b>9,2</b>	<b>50,0</b>	<b>100,8</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	5,5%	20,7%	31,0%
<b>Antal aktier (miljoner)</b>	<b>297,0</b>	<b>297,0</b>	<b>297,0</b>	<b>297,0</b>	<b>297,0</b>	<b>297,0</b>
<b>Vinst per aktie (VPA)</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>neg.</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>



<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar EMB 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 <sup>1</sup>	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	5,0	28,9	92,1	165,6	172,2	178,6
Aktiverat arbete för egen räkning	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>9,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>172,2</b>	<b>178,6</b>
COGS	-2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>7,7</b>	<b>28,9</b>	<b>92,1</b>	<b>165,6</b>	<b>172,2</b>	<b>178,6</b>
Bruttomarginal	78,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Externa kostnader	-16,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-19,8	-33,6	-45,2	-87,7	-86,0	-92,5
Övriga rörelsekostnader	-0,7	-36,4	-39,4	-40,3	-41,0	-43,0
Andel av resultat i intresseföretag	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-29,8</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,9</b>	<b>37,6</b>	<b>45,2</b>	<b>43,1</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	6,4%	22,7%	26,3%	24,2%
Avskrivningar	-3,8	-17,8	-22,8	-27,0	-28,0	-28,5
<b>EBIT</b>	<b>-33,6</b>	<b>-59,0</b>	<b>-16,9</b>	<b>10,7</b>	<b>17,2</b>	<b>14,6</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	6,4%	10,0%	8,2%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-4,1	-5,8	-4,8	0,0	-1,0	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-37,7</b>	<b>-64,8</b>	<b>-21,7</b>	<b>10,7</b>	<b>16,2</b>	<b>13,6</b>
Skatt	0,0	-0,9	-0,4	-1,5	-3,3	-2,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>-37,7</b>	<b>-65,7</b>	<b>-22,1</b>	<b>9,2</b>	<b>12,9</b>	<b>10,8</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	5,5%	7,5%	6,1%
<i>Antal aktier (miljoner)</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>	<i>297,0</i>
<i>Vinst per aktie (VPA)</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>



<sup>1</sup>Per Q4-rapporten för 2023 redovisar EMB 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 **EMB Mission Bound 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 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.