



Analyst Group

BEYOND FRAMES

VÄLPOSITIONERADE FÖR ATT KAPITALISERA PÅ
SNABBVÄXANDE MARKNAD

2019-03-11

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
VICTOR FORSS



ept. Oct. July. June. Aug. 5



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

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

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

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

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Beyond Frames Entertainment AB ("Beyond Frames" eller "Bolaget") är ett svenskt spelbolag vars strategi är att förvärva oberoende spelstudios med inriktning på *Virtual Reality* och *Augmented Reality*, samt bygga upp nya spelstudios organiskt. Bolaget har ett helägt dotterbolag, Cortopia Studios, som 2016 erhöll utmärkelsen "Best VR Game" av *International Mobile Gaming Awards* för spelet *Wands*. Utöver detta har Beyond Frames ytterligare ett dotterbolag, Zenz VR, där Niklas Persson, som bl.a. var med och utvecklade spelet *Codename Eagle* som senare utvecklades till *Battlefield*, är delägare och operativt verksam. Bolaget är sedan december 2018 noterade på Spotlight Stock Market.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-9
Värdering	10
Bull & Bear	11
VD-intervju, Johan Larsson	12
Ledning & styrelse	13
Appendix	14
Disclaimer	15



5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

BEYOND FRAMES AB (BEYOND)

VÄLPOSITIONERADE FÖR ATT KAPITALISERA PÅ SNABBVÄXANDE MARKNAD



Beyond Frames har skalat upp organisationen och samtidigt bevisat att nödvändig kompetens för att utveckla lyckade spel återfinns i dotterbolagen. Bolagets nettokassa om cirka 34 MSEK möjliggör förvärv i närtid, vilka anses viktiga för Bolagets utveckling. Med fortsatta satsningar på att utveckla framgångsrika spelkoncept återfinns potential för en omfattande omsättningstillväxt under de kommande åren. I ett Base scenario förväntas en omsättning om 22,6 MSEK år 2020. Baserat på en relativvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 9,7 SEK.

▪ Skalbar affärsmodell

Beyond Frames affärsmodell kännetecknas av god skalbarhet, och i ett scenario då Bolaget utvecklar ett storsäljande spel kan vinsten stiga snabbt. Bolaget har initialt kostnader för spelutveckling m.m., men när ett spel blir framgångsrikt är merkostnaderna för ytterligare försäljning försumbara. Detta medför att Beyond Frames, givet en högre omsättningsnivå, har förutsättningar för att nå lönsamhet på kort tid.

Marknaden för VR & AR förväntas genomgå omfattande tillväxt

Enligt analyshuset Grand View Research förväntas den globala marknaden för Virtual Reality växa med 46,7 % per år till 2025, för att då uppgå till ett värde om 48,5 mdUSD. Marknaden för Augmented Reality förväntas enligt MarketsAndMarkets växa med en CAGR om 55,7 % under perioden 2016-2023, för att då nå en nivå om 60 mdUSD. Beyond Frames, som hoppas bygga upp ett omfattande spel-erbjudande inom VR och AR, antas ha möjlighet att kapitalisera på tillväxten.

▪ Finansiell ställning möjliggör förvärv

Beyond Frames har efter genomförda nyemissioner en nettokassa som uppgår till cirka 34 MSEK. Detta innebär att Bolaget har en finansiell ställning som möjliggör förvärv. Givet ett upplägg vid förvärv där Bolaget exempelvis betalar med 50 % aktier och 50 % kontant antas Beyond Frames, med hänsyn till rådande prisbild, ha möjlighet att genomföra förvärv som flerdubblar omsättningen framgent. Läs mer på sida 8-9 för en utveckling av gjorda antaganden.

▪ Beyond Frames är beroende av marknadstillväxt

Under det senaste året har Beyond Frames rekryterat seniora spelutvecklare från ett flertal stora och väletablerade studios. Dessa medarbetare har en bevisad förmåga att utveckla koncept som resulterar i framgångsrika spel. Det bör samtidigt påpekas att Bolaget, trots sin positionering, är beroende av att marknaden för VR och AR slår igenom. I ett scenario där marknaden inte tar fart, på grund av exempelvis bristfällig teknologi eller lägre intresse än väntat, bedöms det osannolikt att Bolaget kommer att ha möjlighet att utveckla storsäljande spel.

AKTIEKURS 8,2 kr		
VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOSE		
BEAR 4,1 kr	BASE 9,7 kr	BULL 14,3 kr

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

HOYLU	
Stängningskurs (2019-03-08)	8,2
Antal Aktier	12 519 760
Market Cap (MSEK)	96,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-30,3
Enterprise Value (EV) (MSEK)	66,0
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.

UTVECKLING	
1 månad	-2,5%
3 månader	n.a.
1 år	n.a.
YTD	-3,5%

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BEYOND FRAMES PER 2018-12-31)	
Init Invest AB	13,13 %
Catherine Ehrensverd	10,29 %
Mathias Fredriksson	10,27 %
Ricky Helgesson	7,45 %
Reaktor Ventures Oy	6,54 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Johan Larsson
Styrelseordförande	Ricky Helgesson

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 1 2019	t.b.a
Bokslutskommuniké	t.b.a

PROGNOS (BASE), TSEK	2018A	2019E	2020E
Nettoomsättning	1 516	14 359	22 596
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>n.a</i>	804%	57,0%
EBITDA	-11 389	-9 657	- 2 191
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-180%</i>	<i>-67%</i>	<i>-10 %</i>
Nettoresultat	-13 756	-9 657	-2 191
<i>Nettomarginal</i>	<i>-227%</i>	<i>-62%</i>	<i>-13%</i>
P/S	16,9	8,2	5,2
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.

KOMMENTAR Q4-18

Presenterade siffror i linje med estimat

Under det fjärde kvartalet uppgick nettoomsättningen för Beyond Frames till cirka 500 TSEK, vilket var något bättre än estimerade 340 TSEK. Det bör dock påpekas att Analyst Group anser att omsättningen inte bör vara i fokus, med hänsyn till att den underliggande marknaden ännu inte är mogen. Rörelseresultatet för kvartalet uppgick till -4 996 TSEK, vilket innebär att rörelseresultatet för helåret landar på -12 229 TSEK, något lägre än estimerade -10 645 TSEK. Under året har Beyond Frames bytt redovisningsregelverk i och med börsnoteringen. Detta medför att tidigare uppskjuten skattefordran skrivs ned i sin helhet i samband med bokslutet. Detta belastar periodens resultat med cirka 2,3 MSEK, vilket också förklarar att resultatet blev lägre än estimerat. Framgent bör det poängteras att Analyst Group väljer att inte estimera aktiverat arbete, varför inte heller avskrivningarna estimeras. På kassaflödesnivå uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten under 2018 till -9 673 TSEK, vilket var i linje med våra förväntningar. I helhet så kan det sammanfattas att presenterade siffror var i linje med våra förväntningar, och att Bolagets arbete framstår som systematiskt och enligt plan.

Kassan fortsatt välfylld

Beyond Frames kassa uppgick per 31 december 2018 till cirka 30 MSEK. Kassan är direkt avgörande för Bolagets utveckling, både vad gäller förvärv och finansiering av den löpande verksamheten. Att kassan är välfylld kombinerat med att marknaden ännu inte är mogen innebär samtidigt en svår avvägning. Det är viktigt att Bolaget står redo när marknaden tar fart, samtidigt som det är än mer viktigt att Beyond Frames väljer att spendera pengarna väl och inte upplever en stress i att genomföra förvärv. Vi har stort förtroende för VD Johan Larsson, som har lång erfarenhet inom finansiering på Nordea, och förväntningarna är således att Beyond Frames har goda förutsättningar att välja rätt väg.

MSEK	2018E	2018A
Nettoomsättning	1 347	1 516
Övriga rörelseintäkter	5 625	6040
Totala intäkter	6 972	7 556
Rörelsekostnader	- 17 617	- 19 785
Rörelseresultat	- 10 645	- 12 229

Framtida förutsättningar

VD Johan Larsson påpekar i rapporten att nästa generations VR-headset – *Oculus Quest*, lanseras inom några månader. Bolaget ser detta som startskottet för en ny era, där konsumenterna för första gången kommer få möjlighet att uppleva fullvärdig VR utan sladdar och speciella datorer, till ett rimligt pris. Som påpekat i tidigare analys är Analyst Groups uppfattning att VR-marknaden i dagsläget begränsas av bristfällig teknologi, då teknologin än så länge antingen har varit för dyr, eller oförmögen att fungera utan avancerade tillbehör. *Oculus Quest* förväntas därför bli en avgörande faktor i Beyond Frames utveckling framgent. Bolaget påpekar vidare att dotterbolaget Cortopia Studios under kvartalet har tecknat avtal med Playstation VR, som i dagsläget är den volymmässigt ledande plattformen inom VR. Med cirka tre miljoner sålda VR-headsets anses avtalet ha omfattande potential, givet att Cortopia lyckas utveckla ett framgångsrikt spel kan Bolagets omsättning stiga exponentiellt.

Avslutande ord

Q4-18 var i linje med Analyst Groups estimat, även om siffrorna inte bör vara i fokus. Vi delar Beyond Frames syn på framtiden och Analyst Groups förväntningar är att *Oculus Quest* kommer lägga grunden för branschens framtida utveckling. Bolaget har under kvartalet bl.a. signerat ett avtal med Playstation, vilket ses som en bekräftelse på att Bolaget besitter nödvändig kompetens. Vad gäller estimat inför 2019 görs inga omfattande justeringar. Sammanfattningsvis anses Bolaget vara välpositionerade för att kapitalisera på nästa stora tillväxtsegment inom spelmarknaden, och vi kommer framgent att fokusera på eventuella förvärv samt lanseringen av *Oculus Quest*.

INVESTERINGSIDÉ

Beyond Frames har skalat upp organisationen och samtidigt bevisat att nödvändig kompetens för att utveckla lyckade spel återfinns i organisationen. Bolagets nettokassa om uppskattningsvis 34 MSEK möjliggör förvärv i närtid, vilka anses viktiga för Bolagets utveckling. Med fortsatta satsningar på att utveckla framgångsrika spelkoncept återfinns potential för en omfattande omsättningstillväxt under de kommande åren. I ett Base scenario förväntas en omsättning om 22,6 MSEK år 2020. Baserat på en relativvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 9,7 SEK.

Skalbar affärsmodell

Beyond Frames affärsmodell kännetecknas av god skalbarhet, och i ett scenario då Bolaget utvecklar ett storsäljande spel kan vinsten stiga snabbt. Bolaget har initialt kostnader för spelutveckling m.m., men när ett spel blir framgångsrikt är merkostnaderna för ytterligare försäljning försumbara. Detta medför att Beyond Frames, givet en högre omsättningsnivå, har förutsättningar för att nå lönsamhet på kort tid. Stillfront Group, vars affärsmodell liknar Beyond Frames, presenterade under H1 2018 en EBIT-marginal om 18,8 %, vilket antas vara en fingervisning om en möjlig lönsamhetsnivå för Bolaget på medellång sikt.

Marknaden för VR & AR förväntas genomgå omfattande tillväxt

Enligt analyshuset Grand View Research förväntas den globala marknaden för Virtual Reality växa med 46,7 % per år till 2025, för att då uppgå till ett värde om 48,5 mdUSD, främst drivet av ökade investeringar inom området i kombination med teknologisk utveckling som möjliggör kommersialisering av VR-headsets. Marknaden för Augmented Reality förväntas enligt Markets-AndMarkets växa med en CAGR om 55,7 % under perioden 2016-2023, för att då nå en nivå om 60 mdUSD. Tillväxten inom AR väntas drivas av stora satsningar på området från mobilutvecklare, vars incitament att utveckla kvalitativa AR-lösningar sträcker sig bortom spelmarknaden. Beyond Frames, som hoppas bygga upp ett omfattande spelerbjudande inom VR och AR, gynnas av detta då satsningarna antas bidra till att Bolagets spel kan hålla en hög teknisk kvalitet.

Bevisad förmåga att utveckla framgångsrika spel

Under det senaste året har Beyond Frames rekryterat seniora spelutvecklare från ett flertal stora och väletablerade studios. Dessa medarbetare har en bevisad förmåga att utveckla koncept som resulterar i framgångsrika spel. Niklas Persson, som bland annat var med i utvecklingen av spelet Codename Eagle som senare såldes till Dice och lanserades som Battlefield, är ett exempel på en relevant person, som efter förvärvet av Zenz VR är en del av Beyond Frames-koncernen. Av denna anledning bedöms Bolagets möjligheter att framgent skapa framgångsrika spelkoncept som hög. Tilläggas bör att Bolagets ledning har bred erfarenhet från bl.a. spelutveckling, M&A och riskhantering, vilket antas bidra till att Beyond Frames har god förståelse av både vad som är avgörande komponenter i potentiella förvärv och vad som är essentiellt vid genomförandet av förvärv.

Värderas till 9,1 SEK per aktie i Base scenario

I ett Base scenario förväntas en omsättning om 22,7 MSEK under 2020, drivet av framtida spelsläpp, förvärv och tillväxten på den underliggande marknaden. Då Beyond Frames genomför omfattande investeringar i personal och spelutveckling kommer rörelseresultatet initialt belastas negativt fram tills investeringarna hinner ge en effekt på försäljningen. Bolaget värderas därmed baserat på framtida estimerad omsättning. Givet en målmultipel om P/S 6,5x på prognostiserad omsättning år 2020, ges ett implicit värde om 10,1 SEK per aktie vilket, med applicerad diskonteringsränta om 10 %, leder till ett fundamentalt teoretiskt nuvärde om 9,1 SEK i ett Base scenario.

Finansiell ställning möjliggör förvärv

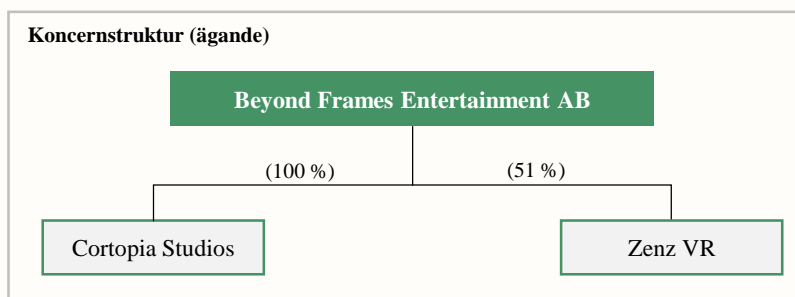
Beyond Frames har efter genomförda nyemissioner en nettokassa som uppgår till cirka 34 MSEK. Detta medför att Bolagets finansiella ställning möjliggör förvärv, samtidigt som verksamheten antas ha möjlighet att fortgå utan vidare externt kapital under de närmsta 18 månaderna. Givet ett upplägg vid förvärv där Bolaget exempelvis betalar med 50 % aktier och 50 % kontant antas Beyond Frames, med hänsyn till rådande prisbild, ha möjlighet att genomföra förvärv som flerdubblar omsättningen framgent. Även fast Bolaget för tillfället är välkapitaliserade bör det dock noteras att kassaflödet från den löpande verksamheten under 2018 uppgick till -9,7 MSEK. Det kan således inte uteslutas att Beyond Frames är i behov av ytterligare externt kapital under 2020 innan verksamheten kan bli lönsam.

DEN SKALBARA
AFFÄRS-
MODELLEN
INNEBÄR HÖG
MARGINAL

>20 MSEK
OMSÄTTNING
2020 HELÅR

BOLAGSBESKRIVNING

Beyond Frames strategi är att samla oberoende spelstudios under samma paraply. Detta sker dels genom förvärv av redan etablerade aktörer, och dels genom organisk spelutveckling. Bolaget har för tillfället två dotterbolag – Cortopia Studios och Zenz VR. Inom koncernen finns i dagsläget fyra spel tillgängliga för försäljning via olika VR-plattformar. Beyond Frames hittills mest framgångsrika spel, Wands, prydde tidigare i år omslaget till Facebooks VR-headset Oculus Go. Beyond Frames är noterade på Spotlight Stock Market sedan december 2018.



Affärsmodell och förvärvsstrategi

Bolagets fyra spel Wands, HordeZ, Xion och X-fire skiljer sig samtliga från varandra vad gäller målgrupp, intäktmodell, genre och spelplattform. Detta är också tanken, där Bolagets dotterbolag ska ha möjlighet att verka fritt i sin kreativa process utan att moderbolaget har någon större påverkan på de operativa verksamheterna. Beyond Frames roll i spelskapandet kan närmast liknas vid en aktivistfond, där Bolaget bidrar med exempelvis marknadsföring och relationsbyggande med plattformsägare samt administration. Upplägget ger möjlighet till kostnadsbesparingar, vilka medför skalfördelar där Beyond Frames får möjlighet att öka Bolagets marginaler efter genomfört förvärv. Beyond Frames strategi att främja kreativitet och motivation genom att erbjuda förvärvade företag ett oberoende kopplat till produktutvecklingen är enligt Bolaget uppskattat bland de förvärvade företagen. Större aktörer har ofta inte möjlighet att erbjuda samma sorts frihet till sina utvecklare, vilket har medfört att många rutinerade spelutvecklare lämnar de större aktörerna till förmån för att starta egna studios. Bolaget har valt att fokusera på spelkoncept som baseras på VR-och AR-teknologi, främst med anledning av att Bolaget ser goda möjligheter att kapitalisera på den förväntade marknadstillväxten inom dessa segment.

Beyond Frames har en uttalad förvärvsstrategi, där ambitionen är att över tid diversifiera spelportföljen av spelstudios som befinner sig i olika tillväxtfaser. Bolaget letar brett efter nya partnerstudios och kan erbjuda samarbete oavsett var i utvecklingen det förvärvade bolaget befinner sig. Detta innebär att Beyond Frames kan komma att förvärva allt från mindre spelstudios med 2-3 anställda till etablerade studios med mer än 30 anställda. Vid förvärv föredrar Bolaget att en del av ägandet förblir i grundarens händer. Detta eftersom det ger grundaren av det förvärvade företaget incitament att vidareutveckla verksamheten.

Kostnadsdrivare

Beyond Frames största kostnadspost är personalkostnader, vilket är ett resultat av att Bolaget är beroende av spelutvecklare. Detta medför en komplicerad avvägning, där Beyond Frames vill utveckla framgångsrika spel utan att ha för höga utvecklingskostnader, samtidigt som Bolaget i vissa fall måste erbjuda konkurrenskraftiga löner för att attrahera rätt kandidater. Bolaget har även vissa kostnader för köpta tjänster, vilket beror på att dotterbolagen historiskt har köpt in en del av grafik, ljud, animationer och effekter från tredje part. Påpekas bör samtidigt att kostnaderna i posten ”köpta tjänster” under 2018 till stor del har belastats av kostnader hänförliga till exempelvis kapitalanskaffning.

Strategiska utmaningar

Strategiska utmaningar i urval

- **Skapa storsäljande spel**

Spelutveckling är tidskrävande och kompetensintensivt. Beyond Frames har med *Wands* bevisat att de har kompetens att framgångsrikt utveckla s.k. *Hardcorespel*. Dessa spel riktar sig dock mot en förhållandevis smal målgrupp. För att Beyond Frames i framtiden ska ha möjlighet att leva upp till sin värdering krävs det att Bolaget i framtiden lyckas kommersialisera sina spel i syfte att nå en större målgrupp.

- **Kostnadsshantering**

Bolagets affärsmodell möjliggör synergier, men för att affärsmodellen på lång sikt ska visa sig lönsam är det essentiellt att varken overhead - eller utvecklingskostnader tillåts bli för stora, vilket medför en strategisk avvägning.

MARKNADSANALYS

Den globala spelmarknaden förväntas fortsätta växa under de kommande åren. I konsumentledet uppgick marknaden för spel globalt till cirka 122 mdUSD 2017, en siffra som väntas växa till 180 mdUSD år 2021. Detta motsvarar en årlig tillväxttakt om 10,3 % under perioden 2017-2021. Fem exempel på trender som förväntas driva spelmarknaden är:

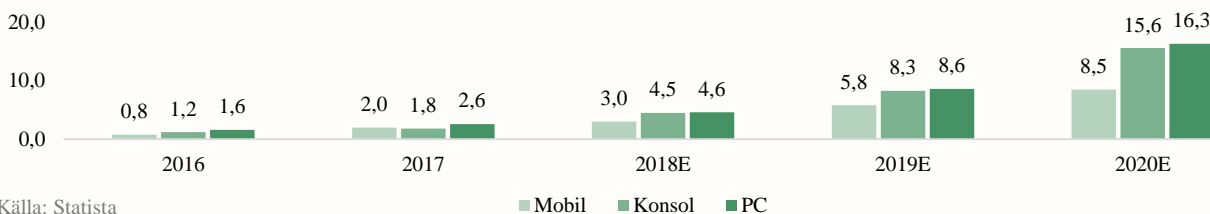


Marknaden för Virtual Reality är redo att växla upp

Virtual Reality förväntas vara ett av de snabbast växande segmenten inom spelmarknaden framgent. Den globala VR-spelindustrin förväntas omsätta mer än 45 miljarder USD år 2025. Detta skulle representera en årlig tillväxttakt om 45,2 %. Marknaden för Virtual Reality har under en längre period antagits vara nästa tillväxtområde inom spelmarknaden, men genombrottet har till viss del uteblivit. Detta antas vara ett resultat av att Virtual Reality kräver hårdvara med hög prestanda, vilket har medfört höga kostnader för VR-headset. I huvudsak har två sorters VR-headsets funnits på marknaden de senaste åren: Sladdburna VR-headsets, med hög kvalitet och höga priser, samt VR-headsets kopplade till en mobil enhet, som erbjuder en mindre kvalitativ upplevelse till ett lägre pris. Detta har resulterat i att VR-marknaden historiskt har riktat sig mot *Hardcore gamers* som spenderar en relativt stor del av sin inkomst på spel. Stora satsningar på området från bland andra Facebook, Google, Microsoft, Sony och Nintendo har dock bidragit till en omfattande teknologisk utveckling under det senaste året. Detta har möjliggjort högkvalitativa trådlösa VR-headsets, bland annat *Oculus Go*, vilket innebär att det nu finns möjlighet att erbjuda kvalificerade upplevelser till ett pris som är tillräckligt lågt för att attrahera en bred målgrupp.

Marknaden för VR förväntas genomgå omfattande tillväxt de kommande åren.

Global marknadsstorlek per kategori, 2016-2020 - Virtual Reality
mdUSD



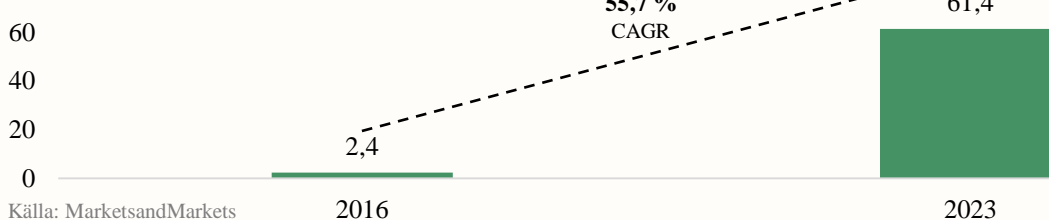
Källa: Statista

Marknaden för Augmented Reality förväntas växa snabbare än VR-marknaden

Augmented Reality kan delas in i AR och mobilt AR. Komplicerade och mer tekniskt krävande AR-upplevelser via exempelvis Magic Leap kommer inte att finnas tillgängliga för den breda konsumentmarknaden inom en snar framtid. Mobilt AR däremot fungerar redan idag för de flesta smartphones. Ett exempel på ett framgångsrikt AR-spel är *Pokemon Go*, som sedan lanseringen 2016 har drygt 800 miljoner nedladdningar. Detta innebär att förutsättningarna för tillväxten av AR anses högre än för VR. I helhet förväntas att marknaden för Augmented Reality kommer uppgå till cirka 60 mdUSD år 2023, där mobila enheter antas vara drivande i utvecklingen. Prognosen omfattar cirka 3,5 miljarder AR-kompatibla enheter. Noteras bör att AR-teknologin inte enbart används för spel, utan även för exempelvis avståndsmätning och inredning. Detta innebär att mobilutvecklare har incitament att utveckla teknologin som sträcker sig bortom spelmarknaden, vilket antas driva utvecklingen.

Marknaden för AR förväntas växa snabbare än VR-marknaden framgent.

Global marknadsstorlek 2016-2023 – Augmented Reality
mdUSD



Källa: MarketsandMarkets

FINANSIELL PROGNOSS

Beyond Frames grundades våren 2016 och har således kort historik. 2017 var Bolagets första fullständiga verksamhetsår, under vilket omsättningen uppgick till 4,8 MSEK. Under 2018 uppgick Bolagets intäkter till 7,5 MSEK, där drygt 78 % av intäkterna är aktiverat arbete för egen räkning. Att tillväxten till viss del har uteblivit under det senaste året kan förklaras av att Bolaget har prioriterat att bygga en organisation som står redo att kapitalisera på kommande marknadstillväxt, där bl.a. flertalet rekryteringar har genomförts.

Framgent förväntas Beyond Frames öka sin försäljning genom organisk tillväxt från nya och befintliga spel, samt genom förvärv. Beyond Frames har en uttalad förvärvsstrategi, och prognosen inkluderar därav estimerade förvärv.

Omsättningsprognos 2019 och 2020

För 2019 och 2020 antas en organisk helårstillväxt om ca 350 % respektive 45 %, vilket motiveras av den underliggande marknadstillväxten, framtida spelsläpp och genomförd förvärvsberäkning som baseras på Bolagets kassa och marknadens prisbild. Påpekas bör att nedan presenterade estimat är villkorade av att VR-marknaden får genomslag under de kommande åren, då Beyond Frames i hög grad anses beroende av underliggande marknadstillväxt och teknologisk utveckling.

Det helägda dotterbolaget Cortopia Studios har för tillfället ett spel på marknaden, vid namn Wands. Wands riktar sig mot hardcore gamers, vilka i sig är en köpstark grupp, men kvantiteten är begränsad och de totala intäkterna för Wands uppgår därav till relativt blygsamma 3,7 MSEK under spelets livstid. Wands betraktas samtidigt som en framgång för Cortopia Studios, då spelet är ett av de historiskt mest populära VR-spelen och agerar som ett proof of concept-spel, där Cortopia anses ha en bevisad förmåga att utveckla framgångsrika spel. Under 2019 förväntas Cortopia lansera minst ett nytt spel vilket, tillsammans med Wands, förväntas inbringa intäkter om cirka 4,9 MSEK 2019 och 7,8 MSEK 2020.

Bolagets andra dotterbolag, Zenz VR, där Beyond Frames äger 51 %, har sedan starten 2015 lanserat tre spel: HordeZ, X-fire VR och Xion, där HordeZ har varit ett av de mest sålda VR-spelen i Asien. Detta innebär att även Zenz VR och Niklas Persson har en bevisad förmåga att skapa spel med stor spelglädje och framgång. Zenz VR antas framgent, i jämförelse med Cortopia Studios, ha en något högre lanseringstakt, samtidigt som varje spel förväntas inbringa lägre intäkter. Under 2019 förväntas minst en spellansering. Totalt förväntas Zenz VRs spel inbringa intäkter om 1,0 MSEK under 2019 och 2,2 MSEK under 2020, varav 51 % är hänförliga till Beyond Frames.

Under de nyligen genomförda nyemissionerna guidade Bolaget att cirka 60 % av emissionslikviden ska användas till förvärv framgent. Detta motsvarar cirka 8,4 MSEK. Enligt Analyst Groups uppfattning antas de förvärv som Beyond Frames söker ha en prisbild om cirka P/S 2x. Givet en fördelning där Bolaget vid förvärv betalar via apportemissioner som motsvarar 50 % av köpeskillingen och 50 % betalas kontant, antas Beyond Frames ha möjlighet att genomföra förvärv som bidrar med en omsättning om 8,4 MSEK under 2019. Med hänsyn till estimerad värdering förväntas förvärvade företag besitta en omsättningstillväxt som är i linje med den underliggande marknaden, vilket resulterar i en estimerad förvärvsrelaterad omsättning om cirka 13,4 MSEK 2020. Påpekas bör att vad Beyond Frames aktie värderas till vid förvärvstillfället avgör hur många aktier Bolaget måste emittera. Vad aktiekursen kommer vara vid förvärvstillfället går inte att säga, varför ett antagande måste göras. I prognoserna för förvärven appliceras senaste betald kurs som värdet på Beyond Frames aktie vid framtida förvärvstillfälle. Det är ett implicit antagande att nuvarande aktiekurs inte kommer röra sig, vilket är ett konservativt antagande.

**FÖRVÄRVAD
OMSÄTTNING
OM 8,4
MSEK 2019E**

Samtliga verksamhetsområden förväntas växa framgent

Omsättning per del, 2019-2020

TSEK

25 000

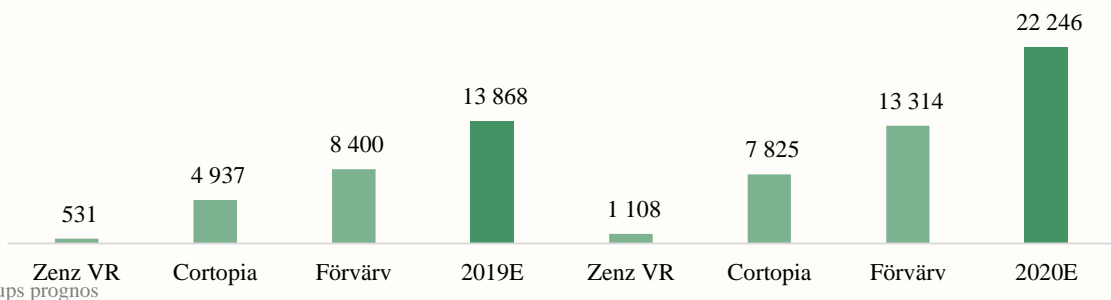
20 000

15 000

10 000

5 000

-



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOIS

I nedanstående estimat är förvärvsberäkningar inräknade. Det är viktigt att påpeka att det är komplicerat att estimera kostnader för eventuella förvärv, då kostnadsbilden i hög grad är beroende av var i utvecklingen estimerade förvärv befinner sig. Om Beyond Frames förvärvar en studio med +20 anställda kan t.ex. det eventuella förvärvet förväntas vara lönsamt, medan eventuella mindre förvärv kan förväntas ha samma kostnadsbild som nuvarande koncernbolag.

Rörelsekostnader 2019 och 2020

Beyond Frames personalkostnader uppgick under 2018 till -9,9 MSEK. Bolaget har, som tidigare nämnt, genomfört flertalet rekryteringar under 2018 i syfte att få förutsättningar att utveckla framgångsrika spel. Vid spelutveckling är personalens kompetens direkt avgörande för spelets kvalitet, vilket medför en komplicerad avvägning där företag i Beyond Frames position initialt tvingas investera omfattande belopp i förhoppningen att spelutvecklarna besitter rätt kompetens. Detta medför också att spelbolagen ständigt konkurrerar om de mest attraktiva kandidaterna, och löner blir då en avgörande faktor. Bolaget uppskattar att cirka 10 procent av emissionslikviden från den senaste finansieringsrundan om cirka 14 MSEK kommer att användas till att anställa fler programmerare. Med bakgrund av detta, kombinerat med estimerad personalkostnad för förväntade förvärv, förväntas personalkostnaderna öka till en nivå om -14 MSEK 2019E, för att därefter öka till -15,5 MSEK 2020E.

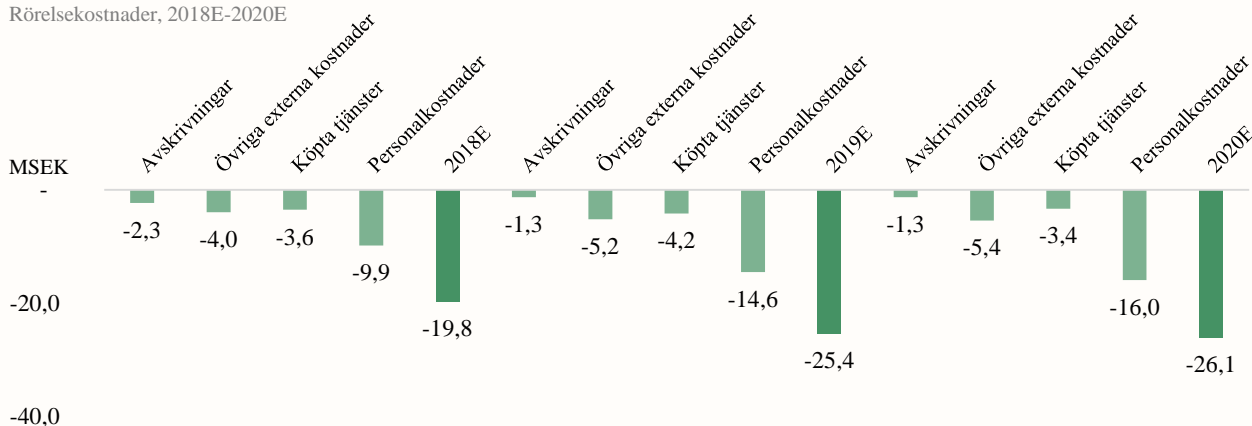
Bolagets näst största kostnadspost, ”Köpta tjänster”, är en summering av kostnader för exempelvis köp av grafiska effekter, ljudeffekter och animationer. Både Zenz VR och Cortopia använder till viss del externa tjänster i skapandet av sina spel, då det för mindre studios inte är lönsamt att skapa alla specialeffekter själva. Dessa kostnader antas i huvudsak vara beroende av antalet spelsläpp och spelens omfattning/djup. I posten återfinns samtidigt engångskostnader hänförliga till kapitalanskaffning etc., och dessa kostnader förväntas således minska framgent. Summerat, med förväntade förvärv inräknade, förväntas dessa kostnader uppgå till -4,2 MSEK under 2019E och -3,4 MSEK under 2020E.

Posten ”Övriga externa kostnader” innehåller bland annat kostnader för lokalhyra, redovisning och jurister. Framgent förväntas dessa kostnader öka något, med anledning av att bl.a. lokalkostnaderna förväntas stiga som ett resultat av att Beyond Frames expanderar. Under 2019 förväntas de övriga externa kostnaderna uppgå till -5,4 MSEK, för att därefter stiga till en nivå om -5,6 MSEK 2020.

Beyond Frames nuvarande dotterbolag väljer att redovisa en del av utvecklingskostnaderna som ”aktiverat arbete för egen räkning”. Detta innebär att kostnader som, enligt Bolagets uppfattning, med stor sannolikhet kommer inbringa en intäkt i framtiden redovisas som en intäkt, för att därefter placeras som en tillgång i balansräkningen. Olika spelutvecklare använder dock olika metoder för att bokföra aktiverat arbete, där bedömningen anses objektiv. Detta innebär att eventuella förvärv kan använda andra metoder eller, vilket också är ett alternativt, helt bortse från att bokföra dessa kostnader som aktiverat arbete. Analyst Group väljer, med anledning av detta, att framgent exkludera aktiverat arbete för egen räkning. Detta innebär således att avskrivningarna, med hänsyn till presenterade estimat, med stor sannolikhet kommer att vara högre än vad som presenteras nedan.

Med anledning av Bolagets expansion förväntas en kostnadsökning de kommande åren.

Rörelsekostnader, 2018E-2020E



-40,0

Analyst Groups prognos

VÄRDERING

Följande är en sammanfattning av den finansiella prognosen för Beyond Frames (Base scenario)

Base scenario (MSEK)	2019E	2020E
Intäkter, Studio		
Cortopia	4,9	7,8
Zenz VR	0,5	1,1
Förvärv	8,4	13,3
Nettoomsättning	13,9	22,2
Aktiverat arbete för egen räkning	-	-
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,4
Totala intäkter	14,4	22,6
Rörelsekostnader	-28,1	30,5
EBITDA	-12,4	-6,6
<i>EBITDA-marginal %</i>	<i>-86,4%</i>	<i>-29,1%</i>

För att värdera Beyond Frames används en peer-värdering med en målmultipel om P/S 6,5 på år 2020s estimat. För att ge prognosen och värderingen perspektiv undersöks de börsnoterade aktörerna *Stillfront Group (Stillfront)* och *Paradox Interactive (Paradox)*. Även om exakt produkt, inriktning på spelmarknaden och storlek skiljer sig finns likheter mellan företagen och Beyond Frames avseende affärsmodell, strategi och storlek på adresserbar marknad.

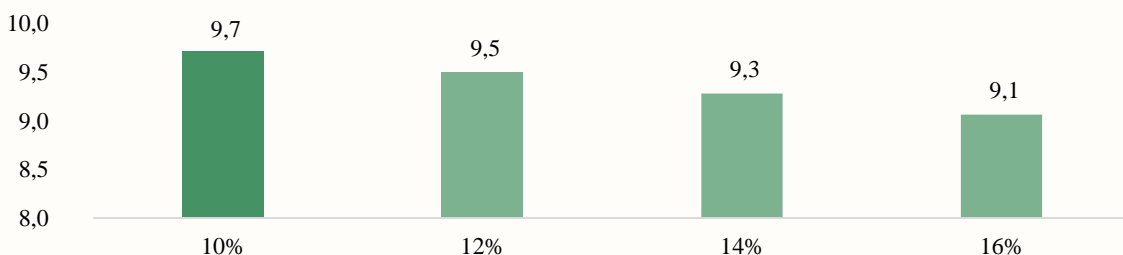


Stillfront Group är en svensk spelutvecklare bestående av nio spelstudios. Stillfront fokuserar på mobilspel och webbläsarspel. Intäktsmodellen består primärt av mikrotransaktioner, vilket medför att spelen kan generera intäkter under längre perioder. Stillfront är marknadsledande i genren free-to-play och mobila strategispel, och har cirka 5,1 miljoner månatliga användare. Stillfront är noterade på First North Stockholm och värderas till cirka 3,6 mdSEK. 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,2 mdSEK vilket medför en P/S-multipel om 2,7x.



Paradox Interactive är en svensk utgivare av PC-och konsolbaserade strategispel. Paradox utvecklar spel för egen hand, samtidigt som de publicerar spel åt andra spelutvecklare. Spelportföljen består av mer än 100 spel, med drygt 2 miljoner månatliga spelare. Paradox är noterade på First North och värderas till cirka 13,7 mdSEK. 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,0 mdSEK vilket resulterar i en P/S-multipel om 13,8x.

Då Beyond Frames genomför omfattande investeringar i personal och spelutveckling kommer rörelseresultatet initialt belastas negativt fram tills investeringarna hinner ge en effekt på försäljningen. Bolaget värderas därmed baserat på framtida estimerad omsättning. Medelvärdet av Stillfront och Paradox P/S-multiplar är 8,1. Beyond Frames bör, enligt Analyst Groups uppfattning, värderas med en rabatt gentemot Stillfront och Paradox. Detta baseras dels på att Bolaget hittills inte har bevisat sin förmåga att utveckla storsäljande spel, dels på tillväxttakt och dels på en storlekspremie. Givet en konservativ målmultipel om P/S 6,5x på prognosticerad omsättning år 2020 om cirka 22,6 MSEK, ges ett nuvärde om 10,8 SEK per aktie. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilken reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, illustrerar nedan diagram olika värderingsnivåer. Med 10 % diskonteringsränta erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om 9,7 SEK i ett Base scenario. Det bör dock påpekas att Beyond Frames vid en relativvärdering med företag verksamma i VR-branschen kan värderas betydligt högre. Bublär, som är en leverantör till VR-tillverkare, värderas för tillfället till P/S 38x. Ett annan onoterad VR-aktör vid namn Resolution Gaming värderades i oktober till 790 MSEK, vilket innebär en P/S-multipel om 53x.



BULL & BEAR

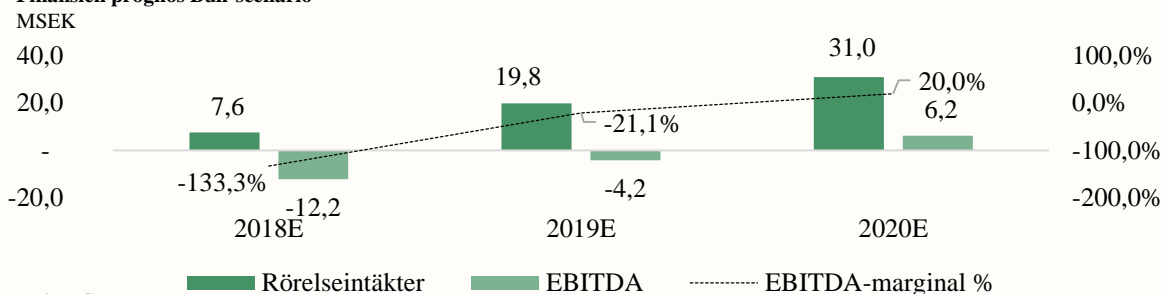
För att komplettera tidigare presenterat Base scenario, illustrerar nedan en sammanfattning av Analyst Groups Bull-och Bear scenario avseende Beyond Frames framtida utveckling. Vad som anses vara de primärt drivande faktorerna i respektive scenario, är sammanfattat i nedan tabeller. För både Bull-och Bear scenariot framgår en sammanfattad finansiell prognos avseende omsättning, EBIT och EBIT-marginal.

Bull scenario

Bull-faktorer i urval

<ul style="list-style-type: none"> Större framgång än tidigare estimerat med framtida spelsläpp 	Beyond Frames planerar att släppa minst två spel under 2019. Det är, som tidigare nämnt, svårt att på förhand avgöra huruvida ett spel kommer slå igenom. I ett Bull scenario antas Bolaget vara mer framgångsrika i sin spelutveckling än tidigare estimerat, vilket leder till högre försäljning än i ett Base scenario.
<ul style="list-style-type: none"> Framgångsrika förvärv 	I ett Bull scenario förväntas Beyond Frames ha möjlighet att attrahera branschledande VR- och AR-företag. Detta skulle medföra ökade tillväxtpotentialer för förvärvade företag, vilket förväntas leda till ökad tillväxt mellan 2019 och 2020 i ett Bull scenario.
<ul style="list-style-type: none"> VR och AR slår igenom snabbare än estimerat 	Bolaget är beroende av att marknaden för VR och AR slår igenom. I ett Bull scenario förväntas den teknologiska utvecklingen möjliggöra mer avancerade spel, vilket i sin tur förväntas leda till att marknaden slår igenom snabbare. I ett sådant scenario skulle befintliga studios få bättre möjligheter att attrahera ett stort antal spelare, vilket kan leda till högre försäljning.
<ul style="list-style-type: none"> Sammanfattning 	I ett Bull scenario förväntas Beyond Frames omsätta ca 31 MSEK år 2021. Baserat på en något högre målmultipl till P/S 7,0x, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om ca 14,3 SEK per aktie.

Finansiell prognos Bull-scenario

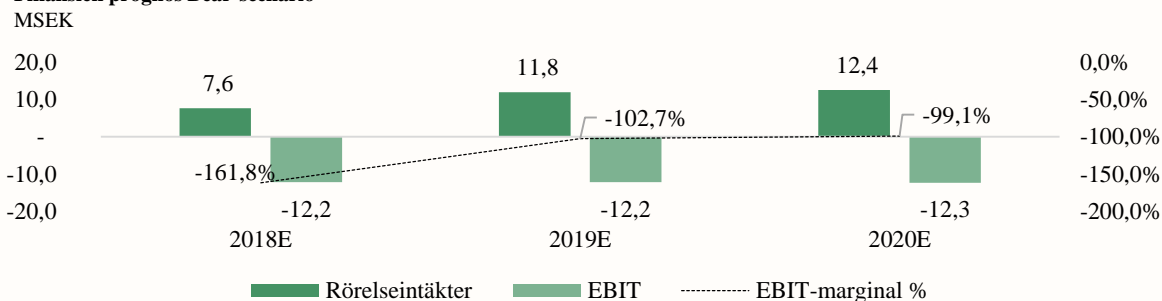


Bear scenario

Bear-faktorer i urval

<ul style="list-style-type: none"> Misslyckande med framtida spelsläpp 	I ett Bear scenario förväntas framtida spelsläpp gå sämre än tidigare estimerat. Detta antas delvis vara ett resultat av att Bolaget inte lyckas skapa storsäljande spel, och delvis vara ett resultat av att marknaden underpresterar.
<ul style="list-style-type: none"> VR och AR underpresterar 	En majoritet av gjorda tillväxtantaganden i denna analys är baserade på att marknaden för VR och AR slår igenom de kommande åren. Detta är dock ingen garanti, där både teknologisk utveckling och ett lägre intresse än estimerat kan hämma utvecklingen. Just detta antas ske i ett Bear scenario, vilket medför att tillväxten inom samtliga dotterbolag blir lägre än tidigare estimerat.
<ul style="list-style-type: none"> Finansieringsproblem 	Baserat på de lägre estimerade intäkterna i ett Bear scenario finns risk att Bolagets kassa kommer ta slut vid slutet av 2020. I ett sådant scenario kommer Bolaget sannolikt bli tvungna att söka extern kapital, vilket kan leda till fortsatt aktieutspädning.
<ul style="list-style-type: none"> Sammanfattning 	I ett Bear scenario förväntas Beyond Frames omsätta ca 12,4 MSEK år 2020. Baserat på en målmultipl om P/S 5,0 och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om ca 4,1 SEK per aktie.

Finansiell prognos Bear-scenario



VD-INTERVJU, JOHAN LARSSON



Kan du berätta lite mer om din syn på förvärvsklimatet på VR-marknaden och vilken sorts företag ni kan tänkas titta på?

Vi letar brett efter företag med skickliga medarbetare. Viktiga kriterier är bevisad förmåga att lansera och sälja spel. Vi vill säkerställa förmågan att ta ett projekt hela vägen till färdig produkt. Vidare är det viktigt för oss att entreprenörerna stannar i bolagen och att samarbetet mellan förvärvade bolag och BFE rymmer både frihet för individuella spelstudior och gemensamma intressen av lönsamhet och utveckling. Friheten består i att varje spelstudio har bestämmanderätt över vad och hur som produceras och de gemensamma intressena säkerställs genom korsvis ägande i förvärvade studior där BFE köper en andel och betalning utgörs delvis av aktier i BFE.

Cortopia signerade nyligen ett avtal med Playstation VR. Kan du berätta mer om vad avtalet innebär rent konkret?

Avtalet med Playstation VR innebär att Cortopia kan utveckla och sälja spel på PSVR. Avtalet är viktigt för oss eftersom PSVR är den största plattformen för VR spel med över 3 miljoner sålda enheter. Vi ser både möjligheter i att lansera befintliga spel för PSVR och att lansera kommande titlar på fler plattformar. Marknaden för VR spel växer fort men är fortfarande fragmenterad, vi vill finnas tillgängliga på många plattformar både för att adressera hela den marknad som finns och för att vara säkra på att finnas med där det växer fortast.

Cortopia blev också inbjudna att delta på Game Developers Conference i San Fransisco. Vilka möjligheter innebär detta?

Oculus, en ledande hårdvarutillverkare helägd av Facebook, bjuder in ett fåtal utvalda utvecklare till sitt "Developers Summit" som äger rum under GDC i San Fransisco i mitten på mars. Att Cortopia fick en inbjudan att delta är ett viktigt kvitto på vårt nära samarbete med Oculus. Mötet kommer att fokusera på utvecklingen av spel för Oculus Quest som kommer att lanseras under året. Vi och resten av industrin tror mycket på detta headset som är det första i andra generationens headsets som är fristående, sladdlösa och erbjuder en fullvärdig VR upplevelse kommer att vara ett viktigt steg mot en massmarknad för VR.

GDC som äger rum 18-22 mars är den viktigaste konferensen under året för dataspel och VR. För ett litet bolag som BFE öppnar det många dörrar. Vi kommer att erbjudas möjligheter att demonstrera kommande spel för ett flertal intressenter och har möten bokade med några av de största aktörerna i industrin

Du skriver i rapporten att ni för diskussioner med flertalet intressanta bolag, både gällande samarbete och förvärv. Vilken sorts samarbeten diskuterar ni och på vilket sätt kan de bidra till utvecklingen av Beyond Frames?

Vi för ett antal dialoger om förvärv av spelstudior. Det finns vinster för båda parter. Vi kan erbjuda en stabil plattform med finansiering, samarbete kring teknikutveckling, försäljning och mycket mer. Vi får kapacitet att leverera fler spel, nya idéer och kompetenser. Ju större BFE blir desto mer intressant blir vi som motpart för plattformsägare, publishers mfl. att samarbeta med. Förutom diskussioner kring rena förvärv för vi samtal om andra typer av samarbeten där vi kan erbjuda vår kompetens till olika aktörer både inom och utom dataspelindustrin. Sammantaget ser vi goda möjligheter att utnyttja vår kompetens och starka finansiella position för att kunna dra nytta av den snabba tillväxten inom VR.

Om man tittar framåt - vad skulle du säga kommer bli avgörande för att under 2019 ta Beyond Frames till nästa nivå?

Vi har ett antal spännande spel under utveckling. Vi hoppas på bra lanseringar och lyckade förvärv under året. En viktig faktor för oss är tillväxten av totalmarknaden för VR och AR. Det stora investeringar som görs av globala aktörer som Facebook, Microsoft, Apple, HTC mfl. kommer för eller senare leda till att marknaden växer. Det finns mycket som tyder på att vi närmar oss ett genombrott under 2019, främst i form av annonserade produktlanseringar och strategiska förvärv. Vi är väl positionerade för att kunna lansera produkter när genombrottet sker och tillräckligt väl finansierade för att vara uthålliga om det skulle dra ut på tiden.

LEDNING & STYRELSE



Johan Larsson, VD

Johan är VD i Beyond Frames sedan augusti 2018. Han har lång erfarenhet från fondkommissionärer och banker, där han senast arbetat i ledningsfunktioner inom aktiehandel och risk management i tolv år på Nordea. Johan innehar en Jur.Kand från Lunds universitet och en Ekonomie kandidatexamen från Stockholms Universitet.

Aktieinnehav i Beyond Frames: 105 520 aktier samt 120 900 teckningsoptioner



Ricky Helgesson, Styrelseordförande

Ricky är ordförande i Beyond Frames sedan mars 2018. Ricky är VD och medgrundare till teknikbolaget Univrses från vilket Beyond Frames härstammar från. Ricky har tidigare varit Producer och Lead Developer på spelbolaget Dice som idag ägs av speljätten Electronic Arts. Han har även varit Senior Software Engineer på spelbolaget Frostbite. Dessförinnan har Ricky arbetat med mjukvaruutveckling och affärsutveckling på Leaseright och konsultbolaget Atea.

Aktieinnehav i Beyond Frames: 932 480 aktier.



Robert Liljesson, Styrelseledamot

Robert är ledamot i Beyond Frames sedan september 2018. Robert är till vardags verksam som advokat och delägare i Skarp Stockholm Advokatbyrå. Roberts juridiska inriktning är M&A, Private Equity och Publik bolagsrätt såväl som rådgivning avseende ägarledda företag. Robert har gedigen erfarenhet från arbete med publika bolag noterade på börs eller MTF-plattformar. Robert har tidigare varit verksam på ett flertal advokatbyråer samt arbetat på Stockholms tingsrätt och Riksskatteverket. Robert innehar en Jur.Kand från Lunds Universitet samt en Ekonomie kandidatexamen från Lunds universitet.

Aktieinnehav i Beyond Frames: 0 aktier.



Mikael Söderström, Styrelseledamot

Mikael är ledamot i Beyond Frames sedan mars 2018. Han driver idag investmentbolaget Init Invest AB som han var med och grundade 2016. Dessförinnan har Mikael en entreprenörsbakgrund inom tech och har arbetat med utvecklingsprojekt, affärsutveckling, analys och digital marknadsföring – främst inom e-commerce och digitala produkter.

Aktieinnehav i Beyond Frames: 199 640 aktier.



Daniel Drambo, Styrelseledamot

Daniel är ledamot i Beyond Frames sedan september 2018. Han är till vardags verksam som CFO i Litium och har dessförinnan arbetat på konsultbasis åt Litium sedan 2012. Daniel har lång erfarenhet från finansbranschen med fokus på bolags-och affärsutveckling.

Aktieinnehav i Beyond Frames: 84 420 aktier.

APPENDIX

TSEK	2017A	2018A	2019E	2020E
Nettoomsättning	2065	1 516	13 868	22 246
Aktiverat arbete för egen räkning	2524	5 858	-	-
Övriga rörelseintäkter	257	182	491	350
Totala intäkter	4 486	7 556	14 359	22 596
Köpta tjänster	-2 151	-3 561	-4 201	-3 361
Övriga externa kostnader	-1 415	- 4 014	- 5 245	-5 437
Personalkostnader	-4 474	-9 867	- 14 569	-15 989
Summa rörelsekostnader	-8 040	-17 442	-24 016	-24 788
EBITDA	-3 194	-11 389	-9 657	-2 191

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG 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: www.analystgroup.se/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 **Beyond Frames Entertainment AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE