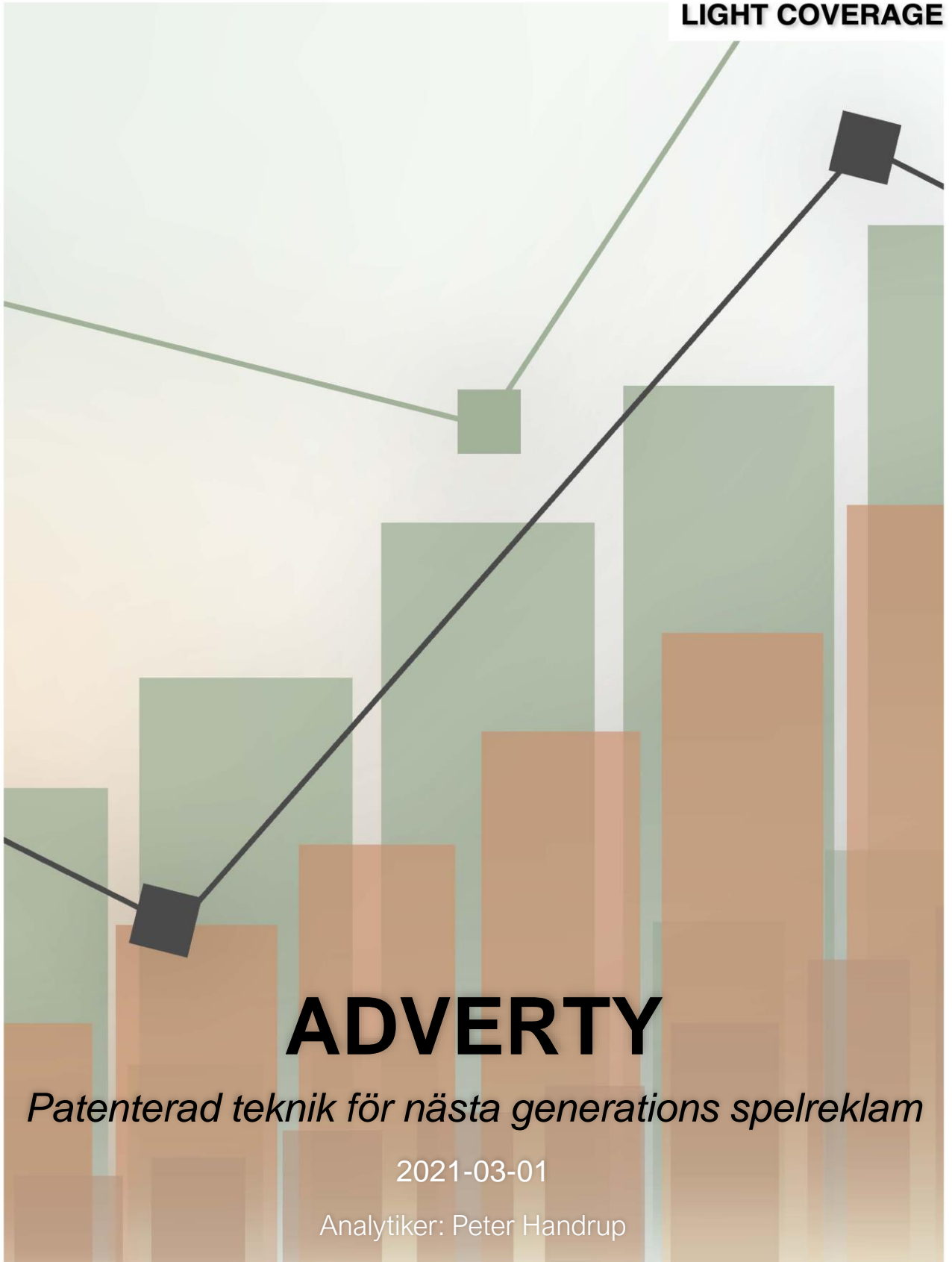


# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## ADVERTY

*Patenterad teknik för nästa generations spelreklam*

2021-03-01

Analytiker: Peter Handrup

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

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

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

## PATENTERAD TEKNIK FÖR NÄSTA GENERATIONS SPELREKLAM

Adverty AB ("Adverty" eller "Bolaget") utvecklar och tillhandahåller patenterad teknik för spelutvecklare som önskar att ytterligare kapitalisera på sina spel, vilket är en marknad präglad av hög tillväxt både i antal spel, spelare och spelutvecklare. Advertys programvara möjliggör icke-störande in-game reklam och kopplar samman annonsörer med spelutvecklare sömlöst i realtid. Adverty har en affärsidé med hög skalbarhet och ett så kallat "first-mover-advantage". Bolaget har nyligen släppt sin Unity SDK (Software Development Kit) och befinner sig nu inför en viktig period, där fokus skiftar från utveckling till försäljning. Analyst Groups prognos med en omsättning om 55,6 MSEK år 2023, en applicerad målmultipl om P/S 9,5x och en diskonteringsränta om 16,0 %, ger ett motiverat nuvärde om 14,0 kr per aktie.

#### ▪ First-mover-advantage bäddar för tillväxt

Adverty är idag den ledande leverantören av tjänster till spelutvecklare som vill ha icke-störande in-game annonser. Den digitala marknadsföringsmarknaden var år 2020 värd 355,6 MUSD, år 2021 förväntas Adverty uppnå en nettoomsättning om 6,8 MSEK. Med andra ord är marknadspenetrationen mycket låg. Bolaget har nyligen släppt sin Unity SDK (Software Development Kit) på Unity Asset Store samt tecknat avtal med Verizon Media, vilket är två mycket viktiga kvalitetsstämplar för Bolaget.

#### ▪ Patenterad teknik för icke-störande reklam

Adverty har nyligen fått två 20-åriga patent godkända för sin branschledande teknik och har flertalet patent på gång med goda utsikter till godkännande. Tekniken är enkel att implementera och gör det möjligt för spelutvecklare att integrera icke-störande in-game reklam, utan att spelet blir trögspelat, vilket är speciellt viktigt för mobilspel där skillnaden i processorkraft är stor. Tekniken analyserar därutöver hur spelaren har interagerat med reklamen för att på sådant sätt generera viktig data för framtida försäljning.

#### ▪ Skalbar affärsmodell

Bolaget befinner sig i en ny fas av expanderings vilket förväntas skapa marginalexpansion i takt med att fler speltitlar ansluter sig till plattformen. Tekniken kräver inte några ändringar i källkoden för att användas i nyutvecklade mobilspel, vilket bådär för framtida höga marginaler i takt med att fler speltitlar ansluter sig till plattformen. Adverty delar idag intäkterna med spelutvecklarna som är tillslutna, med en intäktandel om 25-50 % beroende på titel, vilket således medför ett naturligt tak för marginalerna, tillsvidare.

#### ▪ Aktiva på en marknad i hög tillväxt

Adverty verkar främst på mobilspelsmarknaden som förväntas uppnå en årlig tillväxttakt om 13,3 % mellan år 2019 och år 2025. Samtidigt förväntas det att antalet mobilspelsspelare kommer att öka från 1,4 miljarder år 2019 till 2,2 miljarder år 2025. Den största ökningen förväntas att ske i Indien och Kina varpå Adverty förväntas kapitalisera på dessa marknader.

**AKTIEKURS** | 17,6 kr

**VÄRDERINGSINTERVALL**

<b>BEAR</b> 5,8 kr	<b>BASE</b> 14,0 kr	<b>BULL</b> 29,8 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

**ADVERTY AB**

Senast betalt (2021-02-26)	17,6
Antal Aktier (st.)	20 376 285
Market Cap (MSEK)	358,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-17,3
Enterprise Value (MSEK)	341,3
V.52 prisintervall (SEK)	3,3 – 21,4
Lista	Nordic SME

**UTVECKLING**

1 månad	60,0 %
3 månader	280,1 %
1 år	166,7 %
YTD	26,6 %

**HUVUDÄGARE (Q4 - 2020)**

Avanza Pension	17,8 %
Recibir Invest AB	17,4 %
Niklas Bakos	12,8 %
Louer Invest AB	5,3 %
Nordnet Pension	3,4 %

**VD OCH ORDFÖRANDE**

Verkställande Direktör	Tobias Knutsson
Styrelseordförande	Joachim Roos

**FINANSIELL KALENDER**

Årsrapport 2020	2021-04-22
-----------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Totala intäkter</b>	<b>1,8</b>	<b>8,6</b>	<b>27,5</b>	<b>55,6</b>	<b>103,0</b>	<b>157,5</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	-11,9%	380,4%	220,3%	102,0%	85,3%	52,9%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>10,0</b>	<b>21,6</b>	<b>38,9</b>	<b>66,5</b>
<i>Bruttomarginal</i>	n.a.	n.a.	36,3%	38,8%	37,7%	42,2%
<b>EBIT</b>	<b>-15,1</b>	<b>-10,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>19,8</b>	<b>45,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	neg.	neg.	7,3%	19,2%	29,1%
<b>Nettoresultat</b>	<b>-15,1</b>	<b>-10,6</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,2</b>	<b>15,6</b>	<b>36,2</b>
<i>Nettomarginal</i>	neg.	neg.	neg.	5,7%	15,2%	23,0%
P/S	521,3x	53,1x	14,1x	6,7x	3,6x	2,3x
EV/S	496,1x	50,6x	13,4x	6,4x	3,4x	2,2x
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	84,3x	17,3x	7,5x

# INVESTERINGSIDÉ

WIN-WIN  
SITUATION  
FÖR ALLA  
INBLANDADE

HÖGA  
BYTESKOST-  
NADER OCH  
SKALBAR  
AFFÄRSMO-  
DELL

~56 MSEK  
OMSÄTTNING  
ÅR 2023

## Teknik som skapar mervärde för samtliga parter

Advertys teknik och affärsmodell skapar, för alla inblandade, tillskott i intäcksströmmar. Spelutvecklare kan enkelt, utan att kontinuerligt behöva ändra källkod, öka kapitaliseringen av sina spel genom att visa naturlig och icke-störande in-game reklam i mobilspel. Den största fördelen med Advertys kod är att den är både lätt i förhållande till att spelet inte blir trögspelat, samt enkel för spelutvecklare att implementera i sina spel. Då Advertys Unity SDK finns tillgänglig på Unity Asset minimeras eventuella ansträngningar från spelutvecklarna att börja använda Advertys SDK. Idag driver Unitys servrar mer än hälften av alla mobilspel. Advertys har dessutom tecknat avtal med Verizon Medias annonsplattform för premiumvarumärken och ledande teknikplattformar inom media. Detta är inte enbart en affärsmässig bra nyhet som kommer leda till utökad försäljning, utan även en kvalitetsstämpel för Advertys teknik.

## First-mover-advantage på stor marknad i stark tillväxt

Advertys verkar först och främst på den globala mobilspelsmarknaden. Globalt är marknaden för mobilspel större än den sammanlagda marknadsstorleken för konsolspel samt PC spel, med en total marknadsandel om cirka 68,9 % år 2019, fram till år 2025 uppskattas denna marknadsandel växa till 72,8 %. Statista uppskattar att det finns cirka 1,4 miljarder personer som spelar mobilspel i världen, detta uppskattas dock öka till 2,2 miljarder under år 2025, en årlig tillväxttakt om 8,3 %. Marknaden uppskattas samtidigt ha genererat intäkter om 75,9 miljarder USD under år 2019, vilket väntas öka till 160,6 miljarder USD år 2025, en årlig tillväxttakt om 13,3 %. Trots att marknaden uppvisar en hög tillväxttakt har Advertys få andra konkurrenter inom sitt eget segment vilket öppnar för att ta marknadsandelar och skapa en stark ställning på marknaden tidigt.

## Inlåsnings effekter och skalbarhet

Det är en tydlig fördel för Advertys att vara först in på marknaden, detta då när Advertys programvara är implementerad i ett spel och det har blivit lanserat skulle det medföra höga kostnader för spelutvecklarna att byta till en annan leverantörs teknik, då det aktuella spelet i sådana fall behöver skrivas om. Samtidigt är det viktigt att poängtera att Bolagets affärsmodell är skalbar då den kan appliceras i flera spel utan att källkoden behöver ändras. Bolaget delar dock intäkterna från annonsörena med spelutvecklaren och behåller mellan 25 % till 50 % av intäkterna, beroende på spelets profil och utvecklingspotential. Mellan 2 % och 5 % av intäkterna går dessutom till de plattformar varpå annonserna auktioneras ut.

## Analyst Groups prognos och värdering

Omsättningstillväxten är beroende av två olika faktorer; hur många som spelar och hur många annonser som kan visas i varje spel. I ett Base scenario estimeras Advertys omsätta 55,6 MSEK år 2023 och därefter uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 68,3 % till år 2025 för att då omsätta 157,5 MSEK. Den skalbara affärsmodellen förväntas resultera i att Bolaget kan bibehålla en EBIT-marginal om cirka 30 % på lång sikt. Bolaget förväntas dock först nå lönsamhet under år 2023, men marginalerna estimeras växa i snabb takt därefter, och väntas uppnå en EBIT-marginal om 29,1 % år 2025. Analyst Group anser att en målmultipel om P/S 9,5x på 2023 års prognostiserade nettoomsättning är rimlig, vilket tillsammans med en diskonteringsränta om 16,0 % motiverar ett nuvärde om 14,0 SEK per aktie.

## Risker

Trots att Advertys teknik idag implementeras i flera titlar såsom Talking Tom Gold Run, Critical Ops och 100 Doors Challenge med sammanlagt mer än 160 miljoner nerladdningar på Google Play, finns ett antal risker. Den största och främsta risken är att annonsörer och spelutvecklare ställer sig avvaktande och skeptiska då tekniken är relativt ny. En annan risk, som främst skulle drabba Bolaget på längre sikt, är om spelaktörer väljer att utveckla liknande teknik internt. Det ska dock tilläggas att endast större aktörer antas ha incitament att ta fram dessa tjänster själva, mindre och medelstora spelutvecklare kan däremot inte utnyttja skalfördelarna och antas därför använda Advertys tjänster.

## HIGHLIGHTS

1

Starka trender mot E-gaming ger en stark underliggande tillväxt

2

Låg penetration på marknaden medför en stor potential

3

Patenterad teknik leder till höga inträdesbarriärer

4

First-mover-advantage ger Bolaget möjlighet för hög tillväxt

5

Skalbar affärsmodell medför snabbt växande EBIT marginal

# FINANSIELL PROGNOSE

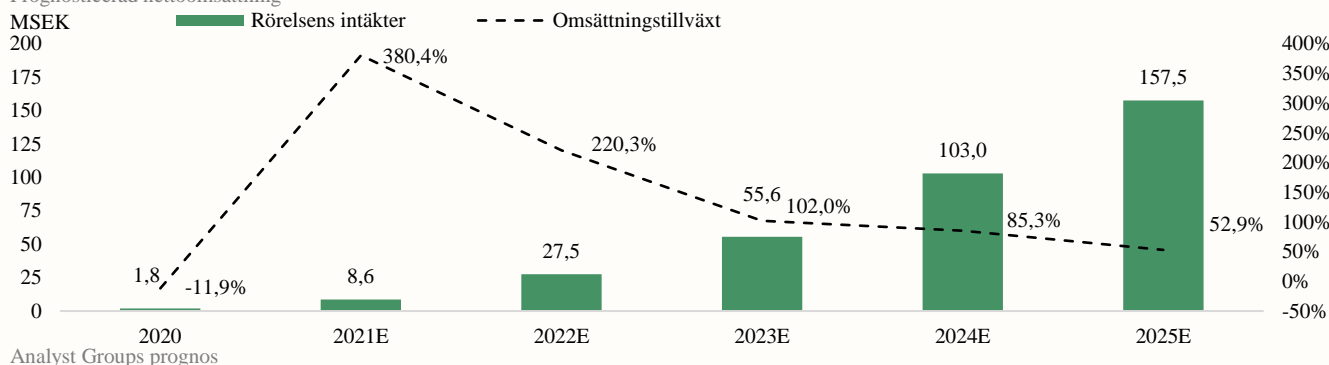
## Omsättningsprognos åren 2020-2025

Analyst Groups estimat utgår ifrån att Advertys teknik kommer implementeras i flertalet nya spel under år 2021 fram till år 2025. Intäkterna härstammar från reklamplatser som, på öppna marknadsplatser, auktioneras ut till annonsörer internationellt. Adverty sköter därför inte den direkta auktioneringen, utan detta görs genom partners så som BidSwitch och Smaato var även annonsörerna själva laddar upp annonsmaterialet. Tekniken är färdigutvecklad och i stora delar redan patenterad, och av denna anledning kan Adverty nu fokusera på att sälja in tjänsten hos såväl annonsörer som spelutvecklare. Det ska dock tilläggas att Bolaget samtidigt behöver vidareutveckla tekniken för att skapa större värden hos såväl spelarna, utvecklarna och annonsörerna. Adverty har två parametrar att ta hänsyn till när det gäller att estimerar den framtida vinsten; antal spelare som kontinuerligt exponeras mot reklamen samt intäkt per spelare. I ett Base scenario antas DAU (Daily Active Users) öka till 45 miljoner under år 2021 och nå cirka 150 miljoner år 2023. Den genomsnittliga intäkten per DAU förväntas uppgå till 0,15 SEK under år 2021 och cirka 0,35 SEK år 2023. Idag uppgår DAU till ca 10,5 miljoner användare med en genomsnittlig intäkt om 0,05 SEK per användare till följd av låg penetration när det gäller mängden reklam som visas för varje spelare. Totalt estimeras Adverty uppnå en omsättning om 8,6 MSEK under år 2021 och 55,6 MSEK år 2023.

**HÖG  
SKALBARHET**

**Estimerad nettoomsättning om 55,6 MSEK år 2023 med en årlig omsättningstillväxt (CAGR) om ca 145 % fram till år 2025.**

Prognosticerad nettoomsättning



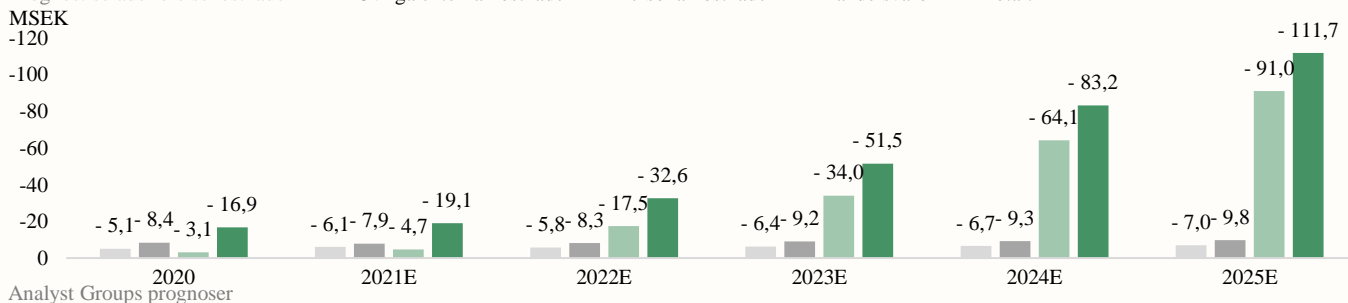
## Rörelsekostnader estimeras inte öka i samma takt som intäkterna

Adverty har flera gånger uttryckt att tekniken är utvecklat på ett sådant sätt att de största kostnader i den nära framtiden ligger på att marknadsföra och kommersialisera tekniken. Då Bolaget redan har påbörjat denna process estimerar Analyst Group att dessa kostnader inte ökar nämnvärt fram till år 2023. Bolaget har gjort ett antal nyckelrekryteringar och det förväntas inte ske några större ökningar i personalkostnader i närtid. Personalkostanderna förväntas därför öka med 4,8 % årligen mellan åren 2020-2025. Adverty delar intäkterna med spelutvecklare och de marknadsplatser varpå annonserna auktioneras ut vilket redovisas som en kostnad under handelsvaror. Adverty behåller normalt mellan 25 % och 50 % av intäkterna beroende på spelets titel och varumärke. I och med att Advertys varumärke stärks och att spelutvecklarna inser möjligheterna förväntas det att Advertys del av intäkterna kommer öka. Analyst Group estimerar att Adverty borde kunna erhålla 30 % av intäkterna år 2021 varefter detta kommer öka till 41,1 % år 2025.

**ÖKAT  
BEHOV AV  
OPEX-INVE-  
STERINGAR**

**Fram tills år 2025 antas handelsvaror utgöra den absoluta majoriteten av rörelsekostnaderna.**

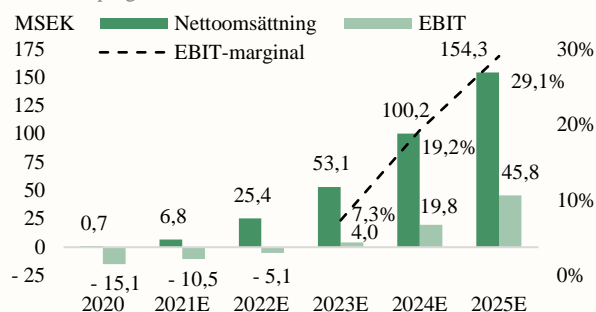
Prognostiserade rörelsekostnader



# VÄRDERING

## Analyst Groups estimat för Adverty åren 2020-2025.

Finansiell prognos år 2020-2025, Base scenario



Analyst Groups prognoser

## Peer grupp för jämförbara bolag

Bolag (MSEK)	Börsvärde	Enterprise Value	CAGR omsättning 20E-22E	P/S 22E
IZEA Worldwide	2 158	1 921	40,8 %	7,8x
Mirriad Advertising	1 799	1 642	123,6 %	14,2x
SharpSpring	2 530	2 521	15,9 %	7,8x
EQ INC	739	722	42,8 %	5,4x
Ad pepper media	1 339	1 133	10,8 %	4,2x
Magnite	58 771	58 287	28,8 %	19,4x
Genomsnitt	11 222	11 038	43,8 %	9,8x
Median	1 978	1 781	34,8 %	7,8x
Adverty	334	317	292,3 %	14,1x

Källa: Analyst Groups prognos och Bloomberg

## Värdering: Base scenario

Adverty estimeras visa på en kraftig omsättningstillväxt på en marknad där penetrationen är låg. Den patenterade tekniken som i växande takt kommer att möjliggöra för spelutvecklare att ytterligare kapitalisera på sina spel utan att tappa spelare, samt annonsörers möjlighet att nå en annars svårnådd och viktig målgrupp är de främsta värde drivarna. Advertys first-mover-advantage är betydande och förväntas leda till en kraftig omsättningstillväxt under de kommande åren. Affärsmodellen är skalbar och, då den nu är redo för kommersialisering, förväntas leverera en EBIT-marginal om 29,1 % till år 2025. Bolaget förväntas att nå lönsamhet under år 2023 men då dessa intäkter först ligger fram i tiden har år 2023 använts som basår för härledandet av aktiens nuvärde. Analyst Group anser att aktien förtjänar en P/S-multipel baserad på Bolagets omsättningstillväxt och framtida potential. Jämförelsevis handlas en peer grupp till en median om 7,8x på 2022 års omsättning. Magnite INC, som är det bolag Adverty främst jämförs med, handlas till en P/S-multipel om 19,4x på 2022 års vinster. Bolaget är, liksom Adverty, ännu inte lönsamt. Magnite INC är dock inte lika snabbt växande och mer inriktad mot TV och klassisk internetreklam, varpå samma multipel inte kan appliceras på Adverty. En P/S-multipel om 9,5x på 2023 anses rimlig i förhållande till skillnaderna i affärsmodell och marknadsfokus. Givet en målmultipel om P/S 9,5x på 2023 år nettoomsättning om 55,6 MSEK erhålls ett marknadsvärde om 444,6 MSEK. Till följd av att Bolaget estimeras att stå inför viss osäkerhet när det gäller kostnader associerade med att marknadsföra och sälja tekniken till både spelutvecklare och annonsörer diskonteras priset med en diskonteringsränta om 16,0 % vilket ger ett pris per aktie om 14,0 kr i ett Base scenario.

**14,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

**29,8 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

**5,8 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bull scenario:

- Fler stora titlar än i Base scenariot integrerar Advertys teknik.
- Integrationen av stora titlar medför att annonsörer upptäcker potentialen vilket driver upp efterfrågan på annonser och den genomsnittliga intäkten per DAU ökar snabbare än estimerat, vilket förväntas leda till en nettoomsättning om 116,0 MSEK år 2023.
- En mer skalbar affärsmodell än förväntad samt fler användare och högre intäkter per användare leder till att Bolaget visar positivt resultat redan år 2022 med en EBIT-marginal om 8,9 %.

I ett Bull scenario är Bolagets tillväxt väsentligt starkare än i Base scenariot då Advertys teknik appliceras inom större titlar vilket ger ringar på vattnet. Givet en diskonteringsränta om 16,0 % och en målmultipel om P/S 9,5x på 2023 års försäljning om 118,4 MSEK ges ett nuvärde om 29,8 SEK per aktie.

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella scenarion i ett Bear scenario:

- Bolaget integreras i en del nyutvecklade spel men lyckas inte integreras i större titlar.
- På grund av ovanstående lyckas Bolaget inte få lika mycket betalt per DAU som i Base scenariot, vilket förväntas leda till att Bolaget endast uppnår en nettoomsättning om 24,6 MSEK år 2023.
- Adverty lyckas inte öka sin andel av intäkterna så som tänkt. Detta för att attrahera de större spelutvecklarna.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien då lönsamhet dröjer till år 2025. Givet gjorda prognoser, en tillämpad målmultipel om P/S 8,0x och en diskonteringsränta om 16,0 % motiveras ett nuvärde per aktie om 5,8 SEK.

## APPENDIX

Base scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,2	0,7	6,8	25,4	53,1	100,2	154,3
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	1,4	0,9	1,6	1,9	2,1	2,4	2,8
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>8,6</b>	<b>27,5</b>	<b>55,6</b>	<b>103,0</b>	<b>157,5</b>

Handelsvaror	-2,9	-1,6	-3,1	-4,7	-17,5	-34,0	-64,1	-91,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>3,9</b>	<b>10,0</b>	<b>21,6</b>	<b>38,9</b>	<b>66,5</b>
<i>Bruttomarginal</i>	neg.	22,9%	-76,0%	45,0%	36,3%	38,8%	37,7%	42,2%

Övriga externa kostnader	-1,9	-5,9	-5,1	-6,1	-5,8	-6,4	-6,7	-7,0
Personalkostnader	-3,8	-5,4	-8,4	-7,9	-8,3	-9,2	-9,3	-9,8
Avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-1,9	-2,9	-3,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>EBIT</b>	<b>-8,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-15,1</b>	<b>-10,5</b>	<b>-5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>19,8</b>	<b>45,8</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7,3%	19,2%	29,1%

P/S	n/a	n/a	521,3x	53,1x	14,1x	6,7x	3,6x	2,3x
EV/S	n/a	n/a	496,1x	50,6x	13,4x	6,4x	3,4x	2,2x
EV/EBIT	n/a	n/a	neg.	neg.	neg.	84,3x	17,3x	7,5x

Bull scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,2	0,7	12,0	51,6	116,0	226,1	348,3
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	1,4	0,9	1,6	1,9	2,1	2,4	2,8
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>13,8</b>	<b>53,7</b>	<b>118,4</b>	<b>228,9</b>	<b>351,5</b>

Handelsvaror	-2,9	-1,6	-3,1	-8,3	-32,8	-70,7	-132,3	-203,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,6</b>	<b>21,0</b>	<b>47,7</b>	<b>96,6</b>	<b>147,7</b>
<i>Bruttomarginal</i>	neg.	22,9%	-76,0%	40,2%	39,0%	40,3%	42,2%	42,0%

Övriga externa kostnader	-1,9	-5,9	-5,1	-6,3	-6,3	-6,9	-7,2	-7,6
Personalkostnader	-3,8	-5,4	-8,4	-8,2	-9,0	-10,3	-10,8	-11,4
Avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-1,9	-2,9	-3,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>EBIT</b>	<b>-8,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-15,1</b>	<b>-9,2</b>	<b>4,8</b>	<b>28,5</b>	<b>75,5</b>	<b>124,9</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	neg.	neg.	neg.	8,9%	24,0%	33,0%	35,5%

P/S	n/a	n/a	521,3x	29,9x	7,0x	3,1x	1,6x	1,0x
EV/S	n/a	n/a	496,1x	28,4x	6,6x	2,9x	1,5x	1,0x
EV/EBIT	n/a	n/a	neg.	neg.	71,5x	12,0x	4,5x	2,7x

Bear scenario, MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,2	0,7	3,3	11,4	24,6	39,3	60,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	1,4	0,9	1,6	1,9	2,1	2,4	2,8
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,4	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,8</b>	<b>5,1</b>	<b>13,5</b>	<b>27,1</b>	<b>42,1</b>	<b>63,7</b>

Handelsvaror	-2,9	-1,6	-3,1	-2,3	-7,9	-17,2	-27,5	-39,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>5,5</b>	<b>9,8</b>	<b>14,6</b>	<b>23,8</b>
<i>Bruttomarginal</i>	neg.	22,9%	-76,0%	54,4%	41,0%	36,3%	34,7%	37,3%

Övriga externa kostnader	-1,9	-5,9	-5,1	-7,8	-8,2	-9,0	-9,4	-9,9
Personalkostnader	-3,8	-5,4	-8,4	-7,6	-8,0	-8,8	-8,9	-9,4
Avskrivningar	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,8	-1,9	-2,9	-3,6
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
<b>EBIT</b>	<b>-8,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-15,1</b>	<b>-13,0</b>	<b>-11,6</b>	<b>-9,9</b>	<b>-6,9</b>	<b>0,6</b>
<i>EBIT-marginal</i>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	2,5%

P/S	n/a	n/a	521,3x	108,7x	31,6x	14,6x	9,1x	5,9x
EV/S	n/a	n/a	496,1x	103,4x	30,1x	13,9x	8,7x	5,6x
EV/EBIT	n/a	n/a	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	579,6x

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

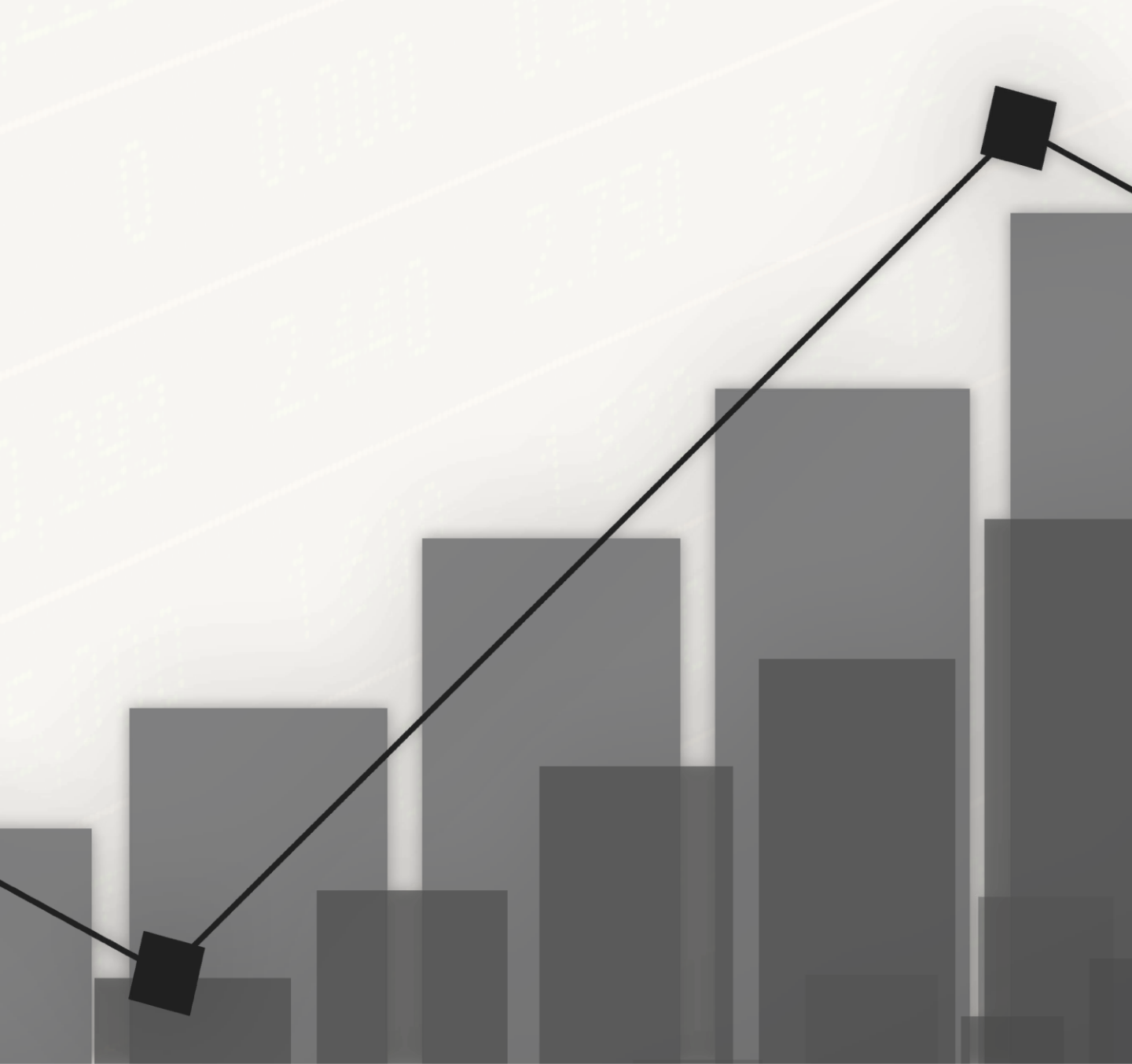
Adverty AB (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.





**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund