



GLOWING
AG
GLOVES



UPPDRAGSANALYS
5 december 2018

BUBLAR GROUP AB

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Potential är förnamnet	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Bublar Group AB	4
Teknik för idag och imorgon	4
Intäktsmodell på tre ben	5
Intäkter, B2C	5
Intäkter, B2B	6
Spelportfölj med uppsida	6
Glowing Gloves, en ny spelupplevelse i mobilen	6
Bra potential i pipen	7
Hello Kitty, nästa Pokémon Go?	8
Förvärvar ett stabilt affärsben	10
App för handeln	11
Samarbete med branschkollega	11
Konkurrens	11
Antaganden och prognoser	12
B2C – egna spelportföljen	12
B2C – IP-spel	15
Intäkter B2B-verksamheten	17
Prognos totala intäkter	18
EBITDA-resultat och marginaler	19
Värdering	20
Motiverat värde per aktie, tre scenarion	20
DCF-värdering	21
Jämförelsevärdering	22
Risker	23
Tio största ägare	24
Disclaimer	25

Potential är förnamnet

Bublar utvecklar program och mobilspel med AR och platstjänster. Nyligen mjuklanserade *Glowing Gloves*, ett fighting-spel som tar spelupplevelsen till en ny nivå. Under 2019 är avsikten att lansera en "Pokémon Go" med Hello Kitty. Potentialen är stor.



Bublar utvecklar appar och mobilspel med fokus på Augmented Reality (AR) och platstjänster. AR innebär att ett lager digital grafik adderas till verkligheten via glasögon eller en mobiltelefon i kameraläge. Dock är användningen ännu i sin linda men med det populära spelet "Pokémon Go" har tekniken etablerat sig inom mobilspel.

Pokémon Go utvecklades av Niantic i samarbete med Pokémon Company. Bublar har ett liknande samarbete med Sanrio, som innehar rättigheter till populära karaktärer som Hello Kitty. Avsikten är att lansera ett IP-spel under 2019. Givet de kommersiella likheterna mellan Hello Kitty och Pokémon är potentialen stor. Sannolikheten att IP-spelet blir en lika stor succé som Pokémon Go är dock liten. Spelet "The Walking Dead: Our World" släpptes 12 juli 2018 och hade per den 30 september genererat intäkter om cirka 82 miljoner kronor till spelutvecklaren Next Games. Det ser vi som mer än rimligt även för Bublars kommande IP-spel.

Samtidigt har bolagets fighting-spel (boxning) "Glowing Gloves" nyligen mjuklanserat. Spelupplevelsen är helt ny då spelaren som styr sin avatar i boxningsringen med fysiska rörelser med hjälp av motion tracking-teknik. Givet den höga innovationsgraden tror vi att spelet kan bli mycket populärt. Slutliga releaseplaneras runt årsskiftet vilket bör ge omgående effekt på intäkter. Ytterligare i pipen finns ett MMORPG-spel. Detta påminner om Niantics "Ingress" men med den stora skillnaden att tusentals spelare kan vara aktiva och interagera på samma spelplan. Bolaget har också skapat en applikation för ett större detaljhandelsbolag. Det i rollen som konsult (B2B), vilket är bolagets andra affärsben. Nyligen stärktes B2B-verksamheten genom förvärvet av Vobling.

Med andra ord bubblar det kring Bublar som med tekniskt kunnande och nytänkande har goda förutsättningar att positionera sig som en ledande spelutvecklare på en stor marknad. Investment case stärktes med förvärvet som bidrar med betydande intäkter och lönsamhet som stärker finanserna. Bland ägarna finns SHB Fonder, Åhlén-stiftelsen och IKC Fonder. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 7,7 kronor för de kommande 6 till 12 månaderna.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter	0	0,4	76	254	257
EBITDA	-20	-17	13,1	61	54
Implicit EV/Sales	14828x	845x	3,9x	1,2x	1,2x
Implicit EV/EBITDA	-	-	22,7x	4,9x	5,5x

EBITDA är beräknat på nettointäkter. Källa: Bublar och Jarl Securities

Datum: 5 december 2018
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Bublar Group AB
Lista: NORDIC MTF
Vd: Magnus Granqvist
Styrelseordförande: Staffan Eklöv
Marknadsvärde: 274 MSEK
Senast: 6,8 SEK
Kort om Bublar: Bublar utvecklar mobilspel och appar baserat på teknik för platstjänster och Augmented Reality (AR). Bolaget har nyligen förvärvat Vobling som är en framstående utvecklingskonsult med fokus på AR.

Möjligheter och styrkor: Användningen för AR är fortfarande i sin linda men för mobiltelefonen har en marknad redan öppnats. Bolaget kan således antas ligga rätt i tiden.

Avtalet med Sanrio är mycket intressant då det öppnar för möjligheter att utveckla det framgångsrika IP-spelet. Next Games titel "The Walking Dead: Our World" genererade intäkter till spelutvecklaren om cirka 82 miljoner kronor 2,5 månader efter lanseringen. Samtidigt är det viktigt att notera att det kommersiella värdet av Sanrios varumärken är avsevärt mycket högre än motsvarande för "The Walking dead".

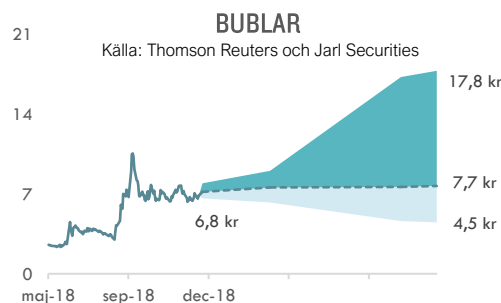
Spelet *Glowing Gloves* tar spelupplevelsen till en ny nivå. Det ökar rimligtvis sannolikheterna markant för att spelet blir en succé. Vi tror att spelet kan generera betydande intäkter redan under första kvartalet 2019.

Bolaget spelportfölj är en krydda med bra hävstång. Förvärvet av Vobling adderar värde genom betydande intäkter till god lönsamhet. Här finns också synergieffekter.

Risker och svagheter: Värderingen bygger mycket på att Bublar kan släppa framgångsrika spel. Det finns ingen färdig formel för hur man utvecklar en app som genererar betydande intäkter.

Alla spel som genererar stora intäkter är inte lönsamma.

Värdering: Beur 4,5 kr Bas 7,7 kr Bull 17,8 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Magnus Granqvist har en bakgrund som chef inom film- och mediabranschen. Magnus har i vår mening bevisats sig genom det prestigefyllda samarbetet med Sanrio. Vid sin sida har han utvecklare med tekniska kompetenser och tidigare erfarenhet från framstående spelutvecklare som EA Dice och Ubisoft.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Grundarna och de flesta av bolagets medarbetare har ett ägandeskap via Aktier. Nyckelpersoner i förvärvade Vobling har också betydande aktieägarskap i Bublar-aktien. Kapitalstarka institutionella investerare anslöt sig till ägarlistan under 2018.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolagets kassa uppskattas i dag till cirka 18 miljoner kronor. Teckningsoptioner med lösenkurs 6,4 kronor förfaller i december och kan inbringa ytterligare 24,8 miljoner kronor före relaterade kostnader. Bublar har i dag ett negativt kassaflöde men detta förväntas vända till positivt under 2019.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Niantics licensaffär med The Pokémon Company och spelet Pokémon Go blev mer än en succé. Pokémon Go har enligt Sensor Tower nyligen passerat 2 miljarder USD i intäkter. Sannolikheten att Bublar kan skapa en liknande succé är begränsad. De nyligen lanserade platsbaserade AR-spelen Jurassic Park Alive och The Walking Dead: Our World hade två månader efter lansering genererat intäkter om 25 MUSD respektive 8 MUSD. Det ser vi som fullt rimligt även för Bublars kommande IP-spel. Vi tror även Glowing Gloves har goda möjligheter att bli en succé. Det givet den nya spelupplevelsen som spelet för med sig.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Vi anser att licensaffären med Sanrio påvisar att bolagets teknik och kunskap är efterfrågade. Glowing Gloves påvisar bolagets förmåga att nyttja den tekniska kunskapen och översätta till innovativa mobilspel. Det kvarstår dock för bolaget att bevisa att de spel som utvecklas även kan generera intäkter och lönsamhet. Förseningar i de planerade lanseringarna kan bli kostsamma. Marknadsföring av spel är kostsamt och kan hämma marginalerna, då främst i samband med lansering men även därefter. Tekniska problem och buggar i spelen kan alltid upptäckas/uppkomma efter en release, det kan innebära ökade kostnader och lägre intäkter.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Bublar Group AB

Bublar Group AB (publ) [Bublar, koncernen eller bolaget] är ett teknik- och spelutvecklingsbolag med samlade kunskaper inom Augmented Reality (AR), 3D-visualisering, realtidsimulering och geografiska informationssystem. Fokus just nu ligger på att bygga en bred portfölj av teknikintensiva och innovativa appar och spel för mobiltelefonen liksom surfplattan. Denna B2C-verksamhet har sitt kontor i Stockholm med 18 medarbetare. Teamet inkluderar personer med erfarenhet från framstående spelutvecklare som EA Dice, Ubisoft och Avalanche. Idag har bolaget mjuklanserat ett fightingspel.

I oktober 2018 förvärvades Vobling, ett konsultbolag med fokus på VR och AR. Vobling har kontor i Stockholm liksom i Manilla, Filipinerna, där de flesta utvecklarna sitter. Förvärvet stärker bolaget med utökade och kompletterande resurser samt kompetenser. I samband med förvärvet som konsoliderades per den 16 oktober 2018 adderades ett andra affärsben i form av just konsultverksamhet (B2B-verksamhet). Voblings ledning har prognostiserade nettointäkter på 24 miljoner kronor för räkenskapsåret 2018/19 (september – augusti) till ett bedömt nettoresultat om 7 miljoner kronor.

B2B-verksamheten kan i dagsläget dock inte ensamt bära koncernens totala kostnader. Med detta sagt gäller det alltså att B2C-verksamheten via spelen börjar generera intäkter. Med tidigare nämnda fightingspel, som står inför en slutlig release runt årsskiftet, förefaller också förutsättningarna vara goda för B2C-verksamheten att generera större intäkter redan under första kvartalet 2019. Under nästa år kommer bolaget att släppa fler titlar, varav ett mobilspel med "Pokémon Go-potential" är höjdpunkten.

Teknik för idag och imorgon

AR (Augmented Reality eller förstärkt verklighet) innebär att ett lager digital grafik adderas till verkligheten via exempelvis glasögon eller mobiltelefonen i kameraläge. AR är nära besläktat med kanske mer välkända Virtual Reality (VR) där användaren upplever en fullständig datorgenererad grafisk verklighet genom VR-glasögon.

Digi-capital förutspår att AR tillsammans med VR kommer utgöra den "fjärde vägen" inom teknik, det efter PC:n, internet och den smarta mobiltelefonen.

Bublar bildades på initiativ av vd Magnus Granqvist och innovationschef Kenneth Häggmark. Magnus har erfarenhet från flera ledande befattningar inom media-, Internet- och filmindustrin och har arbetat med live tv-spel inom MTG, digital-TV och som försäljningschef för Sandrew/Warner Bros. filmanseringar. Kenneth Häggmark har tidigare utvecklat realtidsimulatorer för den svenska försvarsindustrin samt byggt upp ABBA-muséets interaktiva del. Tillsammans med ett antal medgrundare och investerare startade Bublar i slutet av 2015.

Bland bolagets tio största ägare finns investerare som Handelsbanken Fonder och IKC Fonder.

Pokémon GO i AR-vy via mobiltelefonens kameraläge.

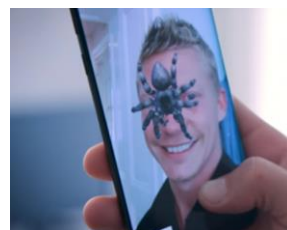


Samtidigt har AR/VR-vågen långt från brutit och den fulla potentialen ligger fortfarande på framtiden. Dock har AR i mobilen klivit in i gemene mans vardagsrum – det i samband med lanseringen av det omåttligt populära mobilspelet "Pokémon Go". Nu finns en uppsjö av mer eller mindre avancerade AR-appar för mobilen.

Platstjänster (Location Based Services, LBS) är en teknik för att identifiera mobilens geografiska position. För mobiltelefoner används tekniken i exempelvis spel för att aktivera en AR-upplevelse, som i Pokémon Go där Pokémons är utplacerade på utvalda geografiska platser. Först när spelaren befinner sig på den utvalda positionen aktiveras AR-upplevelsen i spelet.

Bublar har utvecklat ett eget kartsystem, vilket förbättrar kontrollen över detaljer, reducerar kostnader och underlättar utvecklingen relativt om bolaget arbetat med kartsystem som Google Maps, likt Next Games för mobilspelet "The walking Dead: Our world".

Exempel, AR med ansiktsgenkänning med ett adderat lager av grafik i form av en spindel på mobilkameran i "selfie-läge". Spindeln följer personens (grundare Kenneth Häggmark) rörelser.



Intäktsmodell på tre ben

Analysfirman NewZoo uppskattar att marknaden för mobilspel/appar år 2018 är värd 70,3 miljarder USD. Denna förutspås också växa under de kommande åren och ta marknadsandelar från exempelvis traditionella konsolspel.

Nedan visas Bublars intäktsmodell som står på tre ben;

- Generera intäkter från egen portfölj av spel och appar (köp-i-app och/eller annonser)
- Utveckla spel med andras välkända IP:n för att dela på de spelrelaterade intäkterna
- Konsultarvoden

B2C-verksamhet

B2B-verksamhet

Intäkter, B2C

Genom att samarbeta med ägare till populära IP:n ökar rimligtvis sannolikheten till kommersiell framgång. Tidigare nämnda Pokémon Go liksom The Walking Dead: Our World är två titlar utvecklade av Niantic respektive Next Games i samarbeten med ägare till välkända IP:n.

Bublar har som bekant ett samarbete med Sanrio som äger rättigheterna till populära karaktärer som Hello Kitty. Vi återkommer till detta samarbete längre fram i rapporten.

För mobilspel eller appar är köp-i-app och annonser vanligt förekommande metoder att erhålla intäkter. Ett exempel på en annan modell är att ta betalt för spelaren att ladda hem appen eller spelet. Mobilspel och appar distribueras via plattformar som Google Play för Android och App Store för Apples iOS. Värdekedjan ser ut som i bild på nästa sida där Bublar faller in under spelutvecklare och publicist.

Värdekedja



Källa: Jarl Securities

En hög kostnad för spelutvecklare är den till distributören, Google och/eller App Store. Både Google Play och App Store tar cirka 30 procent av de genererade intäkterna.

Intäkter, B2B

B2B-verksamheten har efter förvärvet av Vobling lyfts fram som en betydande del av bolagets intäkter i dag. Denna skapar också en kudde i finanserna (liksom värderingen) om spelportföljen mot förväntan inte skulle leverera.

Under B2B-verksamheten agerar bolaget konsult åt uppdragsgivare i behov av bolagets kompetenser. För detta erhålls en fast ersättning per arbetad timme (cirka 1 000 - 2 000 kronor). Generellt är skalbarheten i B2B-verksamheten lägre än i B2C-verksamheten. Mixen av intäktsflöden kommer således påverka bolagets marginaler. Vobling har samtidigt för avsikt att utveckla mjukvara som möjliggör för licensintäkter.

Spelportfölj med uppsida

Över tid är avsikten att bygga och underhålla en stor spelportfölj som genererar betydande intäkter med hög marginal. Två spel är publikt tillgängliga och nya titlar är under utveckling. De två produkter som har lanserats är:

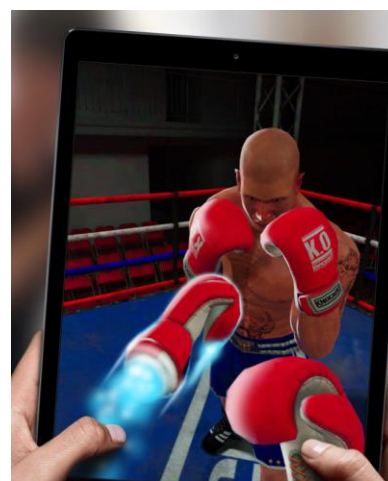
- "Placie", ett socialt mobilspel som lanserades i november 2017
- "Glowing Gloves" som släpptes för iOS i beta-version under september 2018

Placie är en social app som påminner om Instagram fast med mer framträdande funktioner byggda på platstjänster och AR. Avsikten med Placie var inte att generera intäkter utan snarare att visa potentiella samarbetspartners vad bolaget kan göra. Strategin har genom licensaffären med Sanrio visat sig framgångsrik. Dock har bolaget, liksom vi, stora förhoppningar på Glowing Gloves som bör kunna generera betydande intäkter redan under första kvartalet 2019.

Glowing Gloves, en ny spelupplevelse i mobilen

Glowing Gloves är ett fightingspel (boxning) för mobiltelefonen eller surfplattan. Spelaren spelar online mot kompisar, mot andra spelare eller mot en bot. Glowing Gloves är byggt med motion tracking-teknik vilket möjliggör för spelaren att i spelet flytta sig, ducka eller gå till attack med fysiska rörelser istället för med en traditionell "styrspak" manövrera sin "boxare". Med detta har bolaget introducerat

Glowing Gloves till iPad



Glowing Gloves citat från recension:

- "Now, I haven't really gotten into the whole AR phenomenon that's going on right now. I'm more of a lazy gamer and don't like to move around much when gaming. But, I've got to say that I'm really impressed with this game! Punches are as simple as tapping or swiping on the screen and you actually move around an open room while fighting your opponent. To be honest, I actually felt like I was really boxing while playing!" -

www.snappzilla.com

en helt ny spelupplevelse i denna genre för mobiltelefonen. Vi tror att detta ökar sannolikheten markant för att spelet skall bli en succé.

Som nämnts har Glowing Gloves mjuklanserats som beta-version på App Store för iPhone och iPad. Spelutvecklingsteamet analyserar nu den data som genereras och genomför förbättringar för spelets prestanda liksom spelupplevelse. I den slutliga releasen, som planeras runt årsskiftet, skall spelare kunna genomföra köp-i-app. Spelet kommer även att innehålla reklam som ytterligare en intäktskälla. I samband med den slutliga releasen kommer bolaget börja marknadsföra appen på sociala medier och i andra spel.

Sammantaget kan första kvartalsrapporten 2019 (alternativt redan innevarande års fjärde kvartalsrapport) bli mycket intressant då den ger insyn i Glowing Gloves initiala mottagande.

Om spelet visar sig lönsamt kommer Glowing Gloves också lanseras på Google Play för Android.

För att skapa någon form av referensramar rörande potentiella intäkter som Glowing Gloves kan generera har vi studerat populära fighting och boxningsspel. Real Boxing utvecklat och lanserat av polska Vivid Games. Real Boxing kommer i flera olika versioner och har laddats ner över 55 miljoner gånger sedan lanseringen i mars 2013. Enligt Vivid Games årsrapport för 2017 framgår att spelet sedan lanseringen genererat intäkter om cirka 115 miljoner kronor.

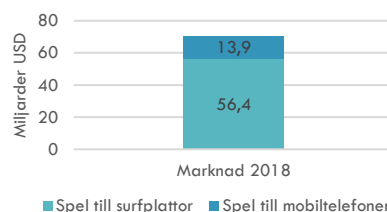
Två andra populära fightingsspel är TRANSFORMERS: Forged to Fight och Marvel Contest of Champions. De båda har laddats ner över 100 och 50 miljoner gånger på Google Play och är utvecklat och lanserat av Kabam i licensaffär med Hasbro respektive Marvel. Det går givetvis att spekulera i att ägare till välkända IP:n relevanta för fightingsspel kan få upp ögonen för Bublar efter lanseringen av Glowing Gloves.

Bra potential i pipen

MMORPG*-spelet "Mercury" (projektnamn) ligger närmast en lansering som vi väntar oss kunna ske under första eller andra med en slutlig release under tredje kvartalet 2019.

Mercury är byggt med tyngd på AR och bolagets kartsystem med teknik för platstjänster. Spelupplägget bygger på att spelaren går runt i den fysiska världen och genomför uppdrag. Spelet påminner således om Niantics Ingress men med den stora skillnaden att samtliga spelare befinner sig på samma spelplan, spelar med varandra och kan interagera, exempelvis via chattfunktion. Spelaren kommer också ha möjligheter att ansluta sig till lag i andra städer eller länder. Det innebär att alla spelare inte tvingas till att fysiskt vandra omkring för att spela, som i Ingress eller Pokémon Go. Denna funktion bör rimligtvis öka spelaktiviteten och behålla spelare aktiva över en längre period. Mercury kommer alltså ha flera spelegenskaper byggda med avancerad teknik som gör Mercury unikt och innovativt. Det bedömer vi är mycket viktiga ingredienser för att skapa en succé.

Mobilspel/appar innefattar spel för den smarta mobiltelefonen liksom surfplattor.



*MMORPG = Massive Multiplayer Online Role-playing Game. World of Warcraft är ett välkänt exempel på ett MMORPG för PC.

Mercury, skärmdump från spelet i utvecklingsmiljö



Källa: Bublar Group AB

För att rent tekniskt klara av tusentals spelare på en och samma spelplan har Bublar investerat cirka 20 miljoner i att utveckla en mjukvaruplattform byggd på mikrotjänster. Tidigare nämnda Placie är den första appen som lanserats byggd på denna plattform. De kanske främsta fördelarna med mikrotjänstarkitektur är flexibilitet och den kraftfullhet som kan skapas genom att fördela ut kapaciteten i ett nätverk. Denna typ av plattform är även kostnadseffektivt skalbar då endast de tjänster som efterfrågas kan skalas upp vilket sparar serverkapacitet. Bublar behöver således vid lanseringstillfället av en nya app inte ta på sig dyra kostnader i infrastruktur. Det är även enklare/billigare att underhålla en plattform byggd på mikrotjänster.

Hello Kitty, nästa Pokémon Go?

Bublar har som bekant tecknat licensavtal med Sanrio, ägare till de immateriella rättigheter för 400 varumärken/karaktärer, då inkluderat välkända Hello Kitty. Licensavtalet ger i dag bolaget rätt att med Sanrios karaktärer utveckla mobilspel för lansering i EMEA (Europa, Mellanöstern och Afrika). Enligt bolaget kommer licensen med en mycket hög sannolikhet att utvidgas till att innefatta den globala marknaden strax innan spelet skall lanseras. Detta planeras att ske under 2019.

Det finns många likheter mellan det IP som Bublar licensierar och det IP (Pokémon) som Niantic licensierar. En av de mer framstående är det faktum att Sanrios karaktärer likt Pokémon är kommersiellt framgångsrika. I tabell nedan visas en jämförelse av intäkter från Pokémon relativt Sanrio i konsumentledet.

Några av Sanrios karaktärer med Hello Kitty i mitten



Pokémon Go utvecklat av Niantic i licensavtal med The Pokémon Company

	Pokémon	Sanrio
Uppskattad försäljning räknat på värde i konsumentledet, 2017 (Retail sales)	3,5 MRD USD	4,6 MRD USD
Position på "Top 150 Global Licensors" lista (Retail Sales)	18	11
Antalet associerade karaktärer	> 700	>450

Källa: Bublar Group AB

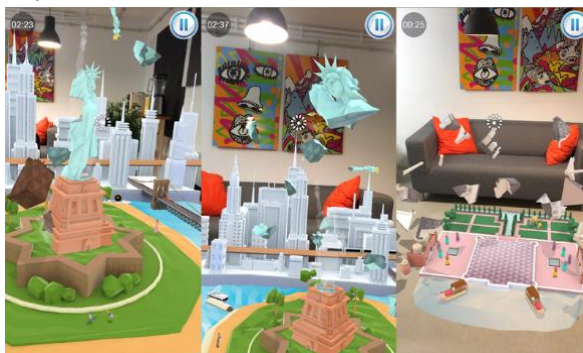
Som framgår i tabellen hade Sanrios varumärken en samlad omsättning som överskrider den som Pokémon-varumärket hade

under 2017. Med en omsättning om 4,6 miljarder USD placerade sig Sanrio som nummer 11 på listan över de varumärken som genererar mest intäkter globalt.

För att kunna realisera potentialen gäller det också att kunna utveckla ett spel som laddas ned, spelas frekvent över långa perioder med högt bibehållande. Givetvis skall där också finnas attraktiva möjligheter för användarna att spendera pengar i spelet. Med den begränsade information som bolaget släppt kring det kommande spelet tolkar vi det som om att spelupplägget kommer att bygga på att spelaren måste ut i den faktiska världen för att hitta och samla "poäng" för att hemma bygga och förvalta sin egen stad för spelets karaktärer – likt en kombination av Pokémon Go och Sims. Sannolikt kommer även den sociala interaktionen mellan spelare att vara central.

Staden med karaktärer kommer spelaren rimligtvis bygga upp i AR. Bild nedan visar skärmdumpar från Bica Studios spel PuzzlAR: World Tour. Det är ett 3D-pussel som läggs i AR.

PuzzlAR: World Tour (Bica Studios)



Källa: Bica Studios

Sammantaget förefaller det som Bublars kommande spel adderar flera nivåer av tekniskt avancerade spelupplevelser med ett mycket intressant spelupplägg.

Chanserna att Bublars spel blir en nästa Pokémon Go i termer av popularitet och intäkter är dock fortfarande minimala. Samtidigt kan det bli riktigt bra ändå. Tabellen på nästa sida redogör för olika scenarion med utgångspunkt ett år efter lansering då Pokémon Go laddats ner 752 miljoner gånger och genererat intäkter om 1,2 miljarder USD.

Pokémon Go utvecklat av Niantic i licensavtal med The Pokémon Company

Möjligt utfall Bublar-IP i % av Pokémon Go	Antal App-installationer	Omsättning, USD	Bublar-IP TB USD baserat på Pokémon Go intäkt/installation
1%	7 520 000	12 000 000	>4 000 000
5%	37 600 000	60 000 000	> 22 000 000
10%	75 200 000	120 000 000	> 40 000 000

Källa: Bublar Group AB

Jämförelsen med Pokémon Go och scenarioanalyser som ovan är relevanta och visar på den stora potential som licensavtalet innebär. Samtidigt skall inte glömmas att Pokémon Go från flera olika perspektiv trots allt är världens mest framgångsrika app till och med dagens datum.

Ett annat spel som är intressant som referens är Next Games titel "The Walking Dead: Our World" som lanserades den 12 juli 2018. Spelet är en relevant referens då spelet är en vidareutveckling av spelkonceptet Pokémon Go tillsammans med ett starkt varumärke. The Walking Dead: Our World är ett platsbaserat AR-spel med multispelarfunktion. Spelupplägget är i övrigt mycket likt Pokémon Go vilket skiljer sig från våra förväntningar på Bublars IP-spel. Det kommer att bli mycket spännande att följa utveckling av The Walking Dead: Our World i termer av användare och intäkter. Enligt Next Games tredje kvartalsrapport hade The Walking Dead: Our World genererat 82,2 miljoner kronor i intäkter (då efter avgifter till distributör om 30 procent).

Tabell nedan visar statistik för antal nedladdningar och intäkter efter mindre än (eller lika med) tre månader på marknaden. Som kan utläsas har Next Games lyckats med att implementera ett bra köp-i-app-system och lockat till sig rätt typ av spelare som faktiskt genomför köp i appen.

Walking Dead: Our World



Statistik för location based AR-spel

Location based AR-spel	Nedladdningar <= 3M	Intäkter <= 3M, MUSD
Pokémon Go	>500	~440
The Walking Dead: Our World	>1,7	~8
Jurassic World Alive	>7,6	~25

Källa: Niantic, Sensor Tower och Jarl Securities

Förvärvar ett stabilt affärsben

Förvärvet av tidigare nämnda Vobling adderar värden på flera plan, varav betydande och växande intäkter med bra lönsamhet är ett. Synergier antas finnas både på intäkts- och kostnadssidan. Vi tror att intäktssynergierna främst kommer att synas i konsultverksamheten, bland annat då denna kan lyftas av Bublars publika närvaro. I samband med lanseringen av spelet som utvecklas med Sanrio kommer Bublar sannolikt att synas än mer i mediala sammanhang. Rimligtvis finns vanliga kostnadssynergier som överlappande system,

kontor etc. Men vi tror också att förvärvet kan spara kostnader relaterade till exempelvis externa konsultarvoden som lär öka när utvecklingen av spelet i samarbete med Sanrio intensifieras.

Siffror för räkenskapsåret 2017/18 (september – augusti) är inte offentliggjorda. Dock är den kommunicerade prognosen för innevarande räkenskapsår 24 miljoner kronor i nettointäkter till ett nettoresultat om 7 miljoner kronor (EBITDA runt 9 miljoner kronor).

App för handeln

Bublar har sedan tidigare även på uppdrag utvecklat en applikation som låter konsumenterna testa exempelvis glasögon i kamerans selfieläge. Appen kommer också att tillåta användaren att visualisera produkter från en katalog i 3D. Produkten har levererats till beställaren i beta-version. Samtidigt äger Bolaget fortfarande koden och kan således aktivera fler potentiella kunder. Om detta lyckas skapas ett värdefullt flöde av återkommande intäkter.

Samarbete med branschkollega

Till detta har bolaget meddelat att ett strategiskt samarbete med branschkollegan Crunchfish har inletts. Crunchfish arbetar likt Bublar med AR-baserad mjukvara men har fokus främst på andra applikationsområden än mobilspel, däribland inom exempelvis industrin. Crunchfish har även en mjukvara för geststyrning vilket möjliggör för applikationen/programmet i fråga att exempelvis regera på gester... Möjligen utvecklas en VR-version av Glowing Gloves?!

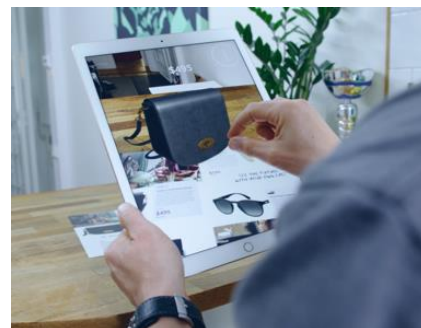
Konkurrens

Vi delar upp konkurrensen i spelutvecklare och spel. Konkurrensen bland utvecklare av mobilspel och appar är stenhård – det gäller att sticka ut genom att kombinera kvalitet med innovation.

Next Games och Ludia Inc. är två spelutvecklare som lyckats locka till sig välkända IP:n för att utveckla platsbaserat AR-spel. Samtidigt har verktyg som Vuforia, ARKit och ARCore avsevärt underlättat arbetet med att skapa AR-upplevelser i mobilen. Det kommer ge en ökad konkurrens bland utvecklare. Dock har Bublar ett samlat kompetensområde som kan ge dem konkurrensfördelar över mer eller mindre rena visuella effekts/AR-utvecklare.

Glowing Gloves är ett fightingspel. Ett av de populäraste fightingspelen som laddats ner fler än 100 miljoner gånger är Shadow Fight 2 utvecklat av Nekki. Två andra fightingspel är Marvel Contest of Champions och Mortal Kombat X utvecklade av Kabam respektive NetherRealm Studios.

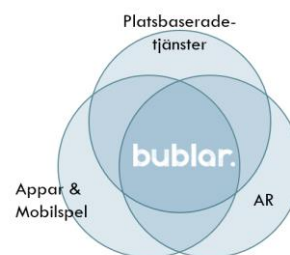
AR-produkt för detaljhandel



AR-produkt för detaljhandel



Bublars positionering bland konkurrensen

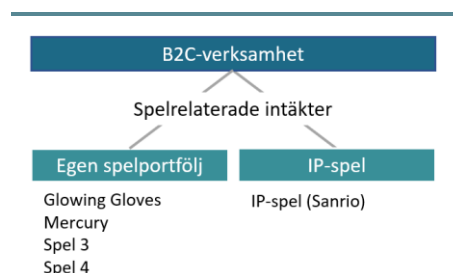


Antaganden och prognoser

B2C – egna spelportföljen

Vi har delat upp den B2C-verksamheten i två intäktsben: (i) den egna spelportföljen som innefattar egna spel utan samarbeten och (ii) IP-spel som innefattar spel som utvecklas i samarbeten med ägare till IP:n. Den prognostiserade perioden löper mellan 2018 och 2021.

Med utgångspunkt från den kända pipen har vi antagit att Glowing Gloves har sin slutliga release strax innan eller i början av första kvartalet 2019. Mercury har slutlig release under tredje kvartalet 2019. Till detta modellerar vi med att Bublar har slutlig release av en tredje titel under tredje kvartalet 2020 och en fjärde titel under första kvartalet 2021.



Antaganden tidpunkt slutlig release för spel i den egna spelportföljen, 2018 – 2021

	2018, Q4P	2019, Q1P	2019, Q2P	2019, Q3P	2019, Q4P	2020, Q1P	2020, Q2P	2020, Q3P	2020, Q4P	2021, Q1P	2021, Q2P	2021, Q3P	2021, Q4P
Glowing Gloves													
Mercury													
Spel 3													
Spel 4													

Slutlig release
Spelet är på marknaden

Bild ovan inkluderar alltså inte IP-spel. Mer om antaganden och prognoser för IP spel längre ner
Källa: Jarl Securities

För att prognostisera intäkter från respektive spel har vi gjort antagande om parametrar nedan:

- Antal nedladdningar efter två år och nedladdningskurva över denna period
- Retention
- Aktiva användare per månad (MAU)
- Unika betalande användare (UPU)
- Den genomsnittliga månatliga intäkten per betalande användare (ARPPU)

Antal nedladdningar: Vi har antagit att Glowing Gloves laddas ner 50 miljoner gånger två år efter lansering. Det med utgångspunkt från referensgruppen nedan. Den höga graden av innovation i Glowing Gloves motiverar antagandet. Spannet för antal nedladdningar är stort och osäkerheten i vårt antagande därmed lika så.

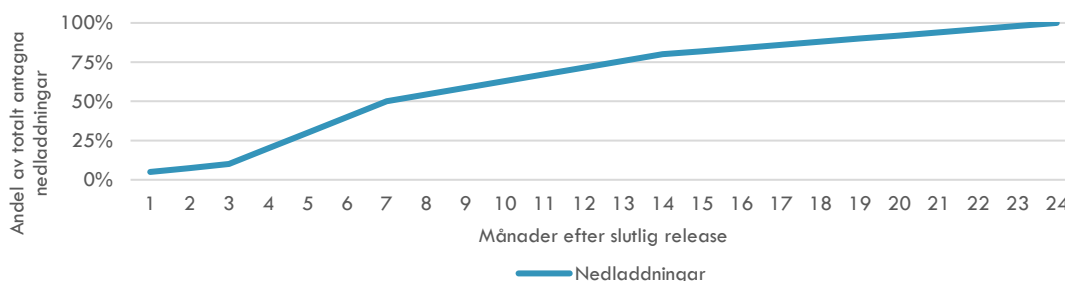
Tio populära boxningsspel på Google Play

Spel	Spelutvecklare	Lanserat	Betyg	> Installationer, M	
Punch Boxing 3D	CanadaDroid	dec-14	4,3	50	
Real Boxing	Vivid Games	mar-13	4,2	10	
Real Boxing 2 ROCKY	Vivid Games	nov-15	4,3	1	
Shadow Fight 2	NEKKI	okt-13	4,6	100	
TEKKEN™	Bandai Namco Entertainment Inc	aug-17	4,2	10	
Street Fighter IV Champion Edition	CAPCOM CO., LTD	feb-18	3,8	1	
			Max	4,6	100
			Min	3,8	1
			Genomsnitt	4,2	29

Källa: Appbrain och Jarl Securities

Nedladdningar över 2 år (nedladdningskurva): Baserat på historiska nedladdningsdata över tid från Appbrain för Punch Boxing 3D och Real Boxing har vi antagit en nedladdningskurva för Glowing Gloves som visas nedan. Som framgår uppnås 100% av antagna 15 miljoner nedladdningar 24 månader efter slutlig release.

Uppskattad nedladdningskurva baserat på milstolpar

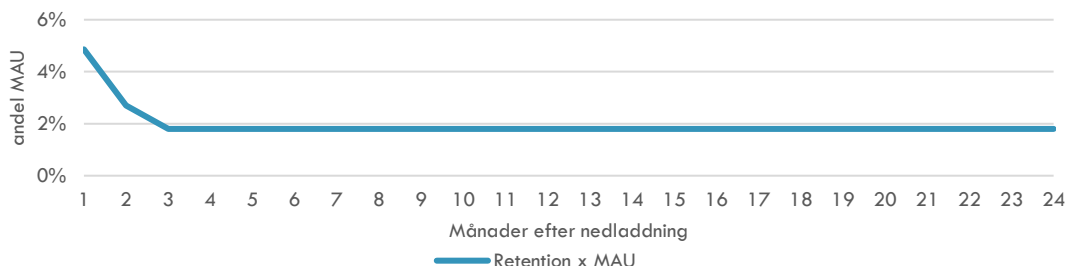


Källa: Appbrain och Jarl Securities

Retention: Med referens till Localytics slutar 73 procent av de som laddat ner appen att använda appen en månad efter nedladdning. Tre månader efter nedladdnings-tillfället har 90 procent slutat att använda appen. Med andra ord – tre månader efter nedladdning använder fortfarande 10 procent appen. Vidare visar statistik från tidigare nämnda Localytics att cirka 18 procent av de som använder spelet använder det på månatlig basis.

Aktiva användare per månad: Baserat på denna information har vi antagit andelen av totala nedladdningar som är aktiva på månatlig basis i linje med kurva nedan. Som framgår är cirka 2 procent av den totala populationen som laddat ner appen fortfarande aktiva på månatlig basis tre månader efter nedladdningstillfället.

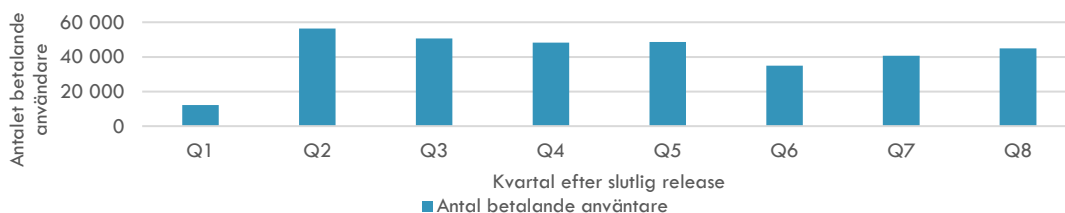
Antagen användare aktiva på månadsbasis som andel av nedladdningar vid tidpunkt, t, efter nedladdningstillfället



Källa: Localytics och Jarl Securities

Unika betalande användare: Baserat på en studie genomförd av AppFlyers har vi antagit att 5,2 procent av de månatligt aktiva användarna är betalande användare (UPU – Unique Paying Users). Givet detta uppskattas antalet betalande användare toppa på drygt 56 000 stycken andra kvartalet efter slutliga releasen. Se graf nedan.

Antaget antal betalande användare över åtta kvartal



Källa: Jarl Securities

Genomsnittlig månatlig intäkt per betalande användare (ARPPU):

Next Games redovisade en ARPDau (Average Revenue per Daily Active User) på sin spelportfölj om 0,21 euro under tredje kvartalet 2018. Vi har utgått från denna siffra och antagit en genomsnittlig intäkt per betalande användare per kvartal om cirka 200 kronor.

För att uppskatta intäkter från de övriga spelen i den egna spelportföljen under den prognostiserade perioden (Mercury, Spel 3 och Spel 4) har vi använt samma metod och antaganden som för Glowing Gloves, med undantag för antal nedladdningar efter två år.

Tabellen nedan redogör för antaganden kring antal nedladdningar. Som tidigare nämnts tror vi att Glowing Gloves kan laddas ner 50 miljoner gånger efter två år. Med en hårdare konkurrens och begränsade marknadsföringsresurser antar vi att Mercury kommer laddas ned 10 miljoner gånger.

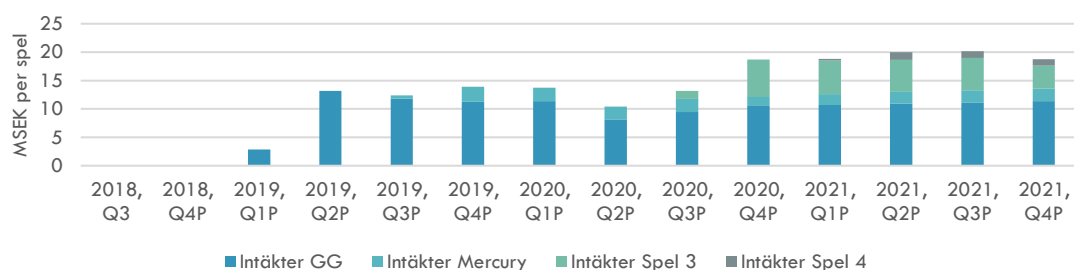
Antagna nedladdningar för respektive spel i den egna spelportföljen, basscenario

	GG	Mercury	Spel 3	Spel 4
Antal nedladdningar efter två år, miljoner	50	10	25	5

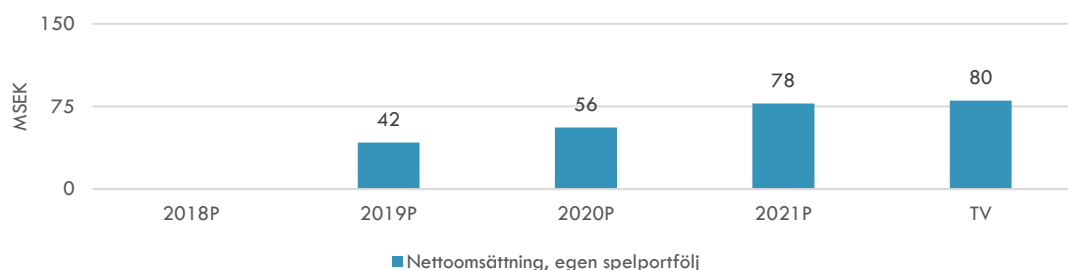
Källa: Jarl Securities

Intäkter, den egna spelportföljen: Nedan visar framräknade intäkter från den egna spelportföljen på kvartalsbasis över den prognostiserade perioden 2018 till 2021, givet våra antaganden och tillvägagångssätt beskriven ovan. De redovisade intäkterna i grafen är efter distributionskostnader som uppgår till 70 procent spelet totala genererade intäkter (avgiften till Google Play och App Store är alltså 30 procent).

Antagna intäkter (efter distributörskostnader) från den egna spelportföljen på kvartalsbasis, basscenario



Antagna intäkter (efter distributörskostnader) från spelportföljen på årsbasis, basscenario



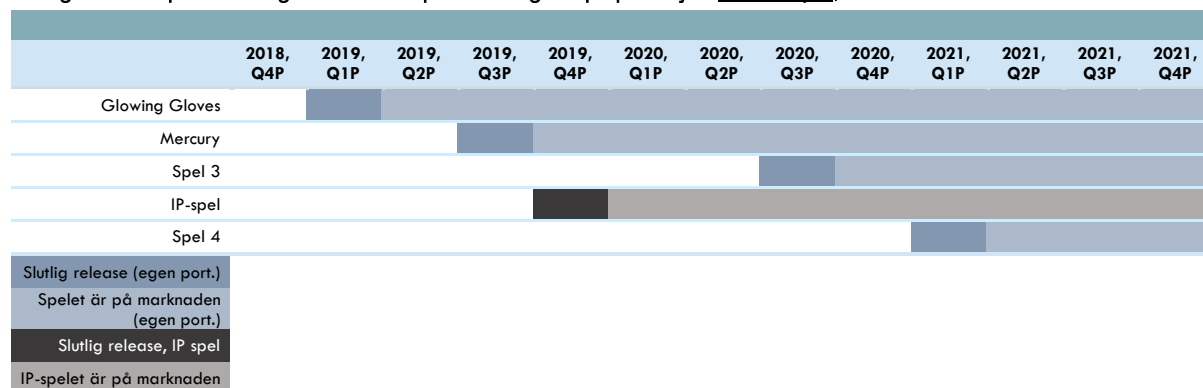
Ovan innefattar alltså intäkter från spel i egna spelportfölje (Glowing Glowes, Mercury, Spel 3 och Spel 4), alltså inte IP-spel
Källa: Jarl Securities

B2C – IP-spel

För att uppskatta intäkter som bolagets IP-spel kan generera har vi antagit samma tillvägagångssätt liksom antaganden kring nedladdningskurva, genomsnittlig månatliga intäkt per betalande användare etcetera, med undantag för antal nedladdningar.

Som framgår i bild nedan modellerar vi med att IP-spelet lanseras under fjärde kvartalet 2019.

Antaganden tidpunkt slutlig release för spel i den egna spelportföljen och IP-spelet, 2018 – 2021



Källa: Jarl Securities

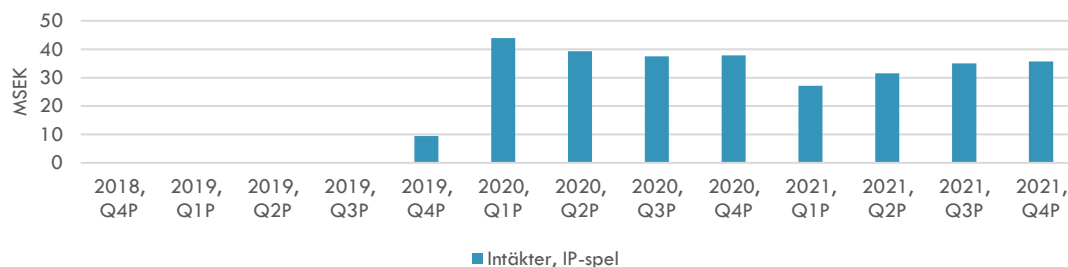
Antal nedladdningar, IP-spelet: Som tidigare nämnts hade Pokémon Go laddats ner 752 miljoner gånger 12 månader efter lanseringen. Givet denna information har vi antagandet att Bublars IP-spelet kommer att laddas ner 250 miljoner gånger 24 månader efter slutlig release. Med våra antaganden kring "nedladdningskurvan" över tid motsvarar det 18,8 miljoner nedladdningar efter två månader. Enligt Sensor Tower hade The Walking Dead: Our World laddats ner 1,7 miljoner gånger två månader efter lansering. Jurassic World Alive som hade enligt samma källa laddats ner 7,6 miljoner gånger efter två månader. Relativt dessa två spel kan våra antaganden kring bolagets IP-spelet förefalla aggressiva. Dock anser vi det vara motiverat givet den kommersiella styrkan i Sanrios karaktärer.

I samarbetet med Sanrio tar Bublar på sig den finansiella risken i den mening att bolaget själva finansierar utveckling och lansering. Som kompensation för detta erhåller Bublar 67 procent av intäkterna efter distributionskostnader. Resterande 33 procent tillfaller Sanrio som kompensation för nyttjande av IP:n.

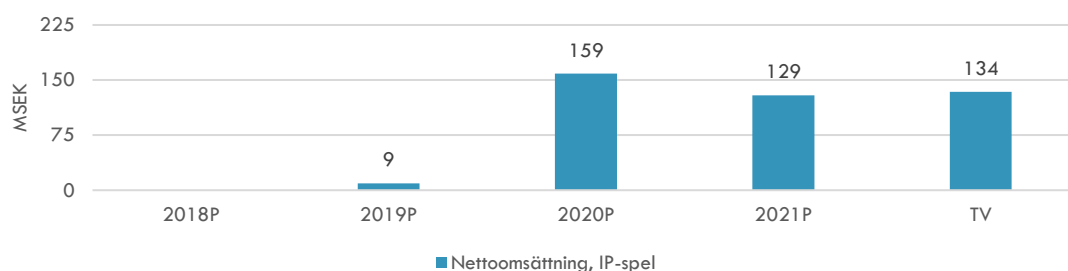
Givet våra antaganden genereras intäkter från mobilspel i licensavtal med Sanrio över den prognostiserade perioden enligt nedan. Intäkterna motsvarar alltså Bublars andel om 67 procent efter distributionskostnader.

Givet vårt basscenario genererar Bublars kommande IP-spelet cirka 44 miljoner under spelets första hela kvartal på marknaden. Det kan anses konservativt i jämförelse med The Walking Dead: Our World som genererade intäkter till Next Games om cirka 82 miljoner kronor första hela kvartalet efter slutlig release. Dock avspeglas den potentiella uppsidan i bull-scenariot.

Antagna intäkter (efter distributörskostnader och intäktsdelning med Sanrio) från IP-spel på kvartalsbasis, basscenario



Antagna intäkter (efter distributörskostnader och intäktsdelning med Sanrio) från IP-spel på årsbasis, basscenario



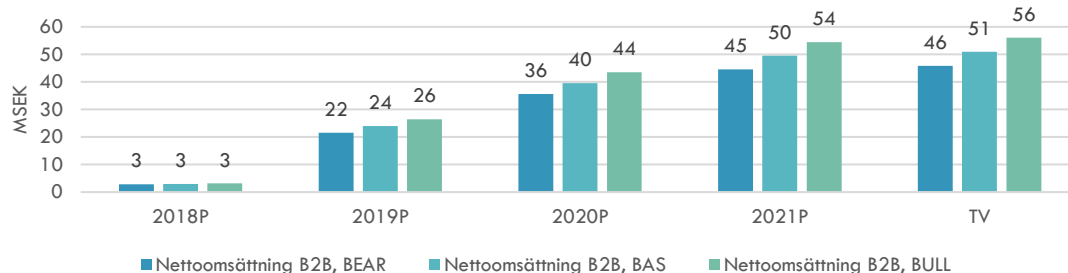
Källa: Jarl Securities

Intäkter B2B-verksamheten

Med förvärvet av Vobling som konsolideras i koncernens räkenskaper per den 16 oktober har B2B-verksamheten fått en mer betydande roll. Relativt B2C-verksamheten är det också i detta skede betydligt enklare att lägga prognoser för B2B-verksamheten.

Graf nedan illustrerar prognostiserade intäkter för B2B-verksamheten baserat på Voblings historik och tidigare nämnda guidning från Voblings ledning i samband med förvärvet.

Historiska och prognostiserade intäkter för B2B-verksamheten på årsbasis, basscenario



Källa: Jarl Securities

Prognos totala intäkter

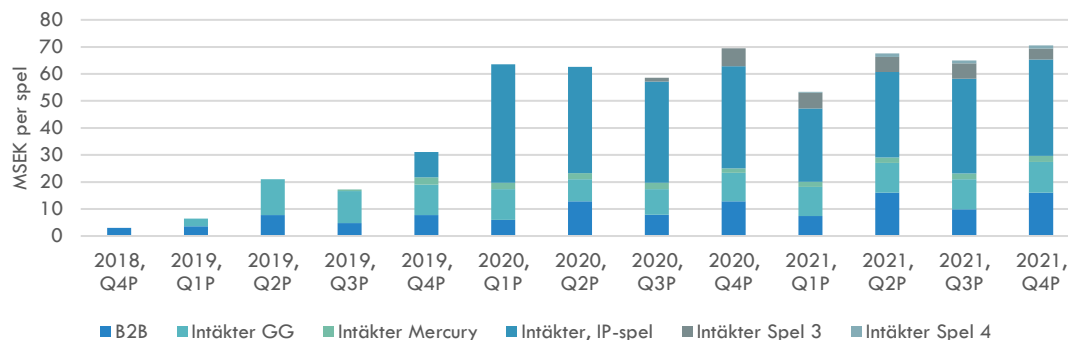
Genom att summera intäkter från B2C- och B2B-verksamheten landar vi på en nettoomsättning om 3,4 miljoner kronor för helåret 2018 i basscenariot. Det stora lyftet från 0,4 miljoner kronor som redovisats för årets första nio månader beror på intäkter från den förvärvade B2B-verksamheten. Med våra prognoser kommer det stora lyftet under 2019. Det främst på grund av Glowing Gloves som varit live sedan slutlig release under första kvartalet. 2019 års prognos lyfts även under fjärde kvartalet 2019 på grund av den slutliga releasen av IP-spelet i samarbete med Sanrio.

Grafer nedan visar prognostiserade intäkter på kvartalsbasis liksom årsbasis under den prognostiserade perioden 2018 till 2021. Basscenariot motsvarar det som vi anser vara mest sannolikt. Bear-scenariot är ett mer konservativt scenario medan bull-scenariot är mer optimistiskt. Som bekant visas nettointäkter från den egna spelportföljen efter kostnader för distribution via App Store och Google Play. Intäkter för IP-spelet efter kostnader för distribution via App Store och Google Play.

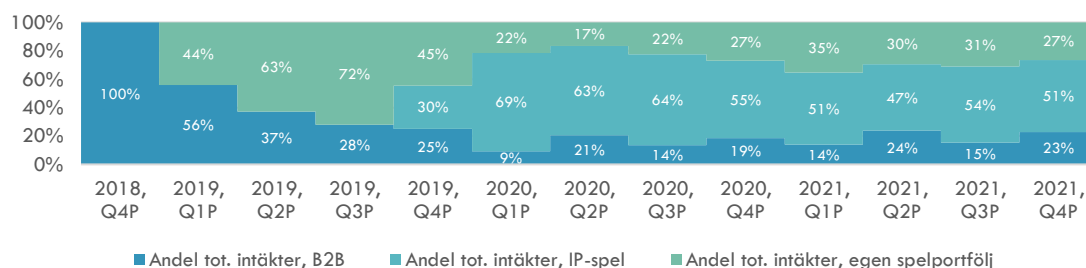
I basscenariot räknar vi med en nettoomsättning om 76 miljoner kronor. I bull- och bear-scenariot är motsvarande siffror 182 respektive 47 miljoner kronor.

Vidare tror vi att B2B-verksamhetens bidrag till totala nettointäkter normaliseras runt 20 procent. Motsvarande siffror för den egna spelportföljen och IP spel är 30 procent respektive 50 procent.

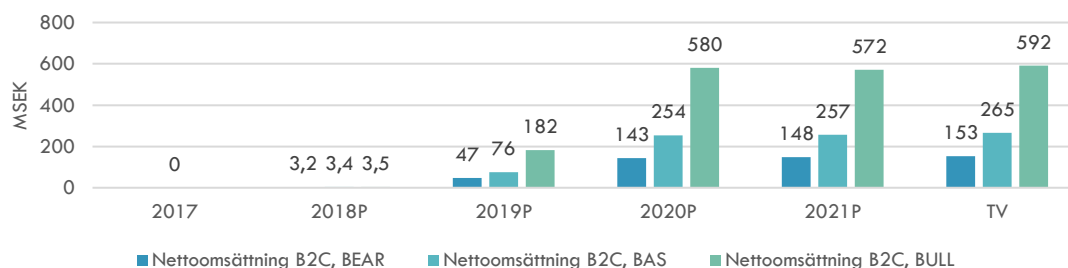
Total nettoomsättning på kvartalsbasis, basscenario



Intäktsbidrag till totala intäkter från B2B, IP-spel och egen spelportfölj som procent av totala kvartalsvisa intäkter



Total nettoomsättning på årsbasis, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

EBITDA-resultat och marginaler

Som tidigare nämnts motsvarar de intäkter som vi prognostiserar ovan Bublars andel efter distributörens avgift samt Sanrios andel för IP-spelet. B2C-verksamheten har andra direkta kostnader i form av marknadsföring för spelen. I basscenariot modellerar vi med en genomsnittlig bruttomarginal på 34 procent för B2C-verksamheten under perioden 2019 till 2021.

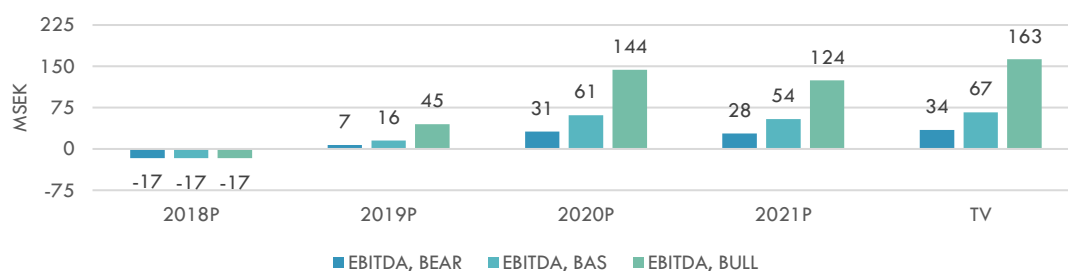
För helåret 2018 prognostiserar vi totala personalkostnader om cirka 14 miljoner kronor. Vi modellerar med att personalkostnader

stiger med drygt 20 procent under 2019. Vår bedömning är således inte att produktionen av IP-spelet kommer att drastiskt öka personalkostnaderna. Det då bolaget kan nyttja interna resurser inom B2B-verksamheten även för utveckling av IP-spelet med Sanrio. Dock kommer rimligtvis konsultkostnader öka en aning då bolaget tar in extern spetskompetens inom områden som bolaget inte själva behärskar i dag.

För helåret 2018 prognostiserar vi övriga externa kostnader om 5,5 miljoner kronor. Dessa kommer rimligtvis öka i takt med att bolaget växer. Där ibland då bolaget kommer att behöva ta ökade kostnader i serverkapacitet när IP-spelet och andra MMO-spel får fler användare. Dock tillåter bolagets plattform att gradvis ta denna typ av investering i den mån som den aktiva basen spelare ökar.

Grafen nedan visar de antagna EBITDA-resultaten (beräknat på totala intäkter) under den prognostiserade perioden.

Antagna EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

I basscenariot modellerar vi med en långsiktigt hållbar EBITDA-marginal om 25 procent. I bear-scenariot är den långsiktigt hållbara EBITDA-marginalen 22,5 procent och i bull-scenariot 27,5 procent. Skillnaden beror i stor del till skalbarheten i affärsmodellen.

Värdering

Motiverat värde per aktie, tre scenarion

I en ansats att uppskatta ett motiverat värde per aktie har vi kombinerat en DCF-modell med en jämförelsevärdering till ett genomsnitt. Genom denna metod beräknas ett motiverat pris per aktie om 7,7 kronor i basscenariot för de kommande sex till tolv månaderna. I bull-scenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 17,8 kronor och 4,5 kronor i bear-scenariot.

Som framgår i tabell nedan motsvarar ett värde per aktie om 7,7 kronor (basscenario) en EV/Sales-multipel på 2019 års prognostiserade försäljning om 3,9x och en EV/EBITDA-multipel om 22,7x. Vår jämförelsegrupp handlas till ett genomsnittlig EV/Sales-multipel om 3,4x på rullande tolv månaders intäkter.

Värde per aktie, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering	5,0	9,4	22,3
Jämförelsevärdering	3,9	6,0	13,2
Motiverat värde per aktie, kr	4,5	7,7	17,8
Ned-/uppsida rel. senast betald (6,6 kr)	-32%	17%	170%
Ned-/uppsida rel. lösenkurs TO2017/18 (6,4 kr)	-30%	21%	178%
EV/Sales, 2019P	3,5x	3,9x	4,0x
EV/EBITDA 2019P	23,7x	22,7x	15,3x

Källa: Jarl Securities

Värderingen lyfts av DCF-värderingen som i vår mening är bättre på att fånga in den långsiktiga potentialen. Intäktsprognosen för 2019 som används i multipelvärdering fångar inte heller in den fulla potentialen i IP-spelet då detta spel (i våra scenarion) lanseras först under fjärde kvartalet 2019.

Per den 30 september 2018 hade Bublar en kassa på cirka 22 miljoner kronor. Vidare har vi antagit en sannolikhet om 70 procent att utestående teckningsoptioner (TO 2017/18) med inlösen 1 – 30 december 2018 förfaller in-the-money. Således stärks kassan ytterligare vid årsskiftet med 15,6 miljoner kronor efter antagen avgift om cirka en miljon kronor. Vi uppskattar att bolaget i nuvarande form bränner cirka sju miljoner kronor per kvartal (inkluderat Vobling). Med detta uppskattas nettokassan per januari 2019 till drygt 33 miljoner kronor.

Inkluderat sannolikhetsjusterad inlösen av utestående teckningsoptioner beräknas antalet aktier till cirka 42,8 miljoner stycken.

DCF-värdering

Genom att nuvärdesberäkna antagna kassaflöden med en årlig diskonteringsränta om 14,3 procent beräknas ett värde per aktie till 9,4 kronor i bas-scenariot. I bull-scenariot beräknas värdet per aktie till 22,3 kronor och i bear-scenariot till 5,0 kronor per aktie.

Diskonteringsräntan är beräknad med en riskfri ränta om 0,6 procent, en marknadsriskpremie om 6,4 procent och en storlekspremie om 3,2 procent (interpolerat). Detta i linje med PWC:s rapport "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från mars 2018. Beta är antagen till 1,2. Vidare modellerar vi med att bolaget på sikt finansierar sig till 100 procent med eget kapital.

DCF-värdering, tre scenarion

	MSEK	BEAR	BASE	BULL
Wacc	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%
Tillväxt, evighet	3%	3%	3%	3%
Långsiktig EBITDA-marginal	23%	25%	28%	28%
Rörelsevärde (EV)	188	368	929	
EV, varav restvärde, %	83%	83%	80%	
Kassa, jan-2019	27	33	27	
Räntebärande skulder, jan-2019	0,0	0,0	0,0	
Nettokassa, jan-2019	27	33	27	
Aktievärde	215	402	956	
Antal aktier, miljoner	43	43	43	
Värde per aktie, kronor	5,0	9,4	22,3	
Ned-/uppsida rel. senast betald (6,6 kr)	-24%	42%	239%	
Ned-/uppsida rel. lösenkurs TO2017/18 (6,4 kr)	-22%	47%	249%	
	<u>2019P</u>	<u>2019P</u>	<u>2019P</u>	
EV/Sales	4,0x	4,9x	5,1x	
EV/EBITDA	27,1x	28,2x	19,4x	

Källa: Jarl Securities

Jämförelsevärdering

I jämförelsevärdering har vi inkluderat andra spelutvecklare med fokus på mobilspel liksom bolag verksamma inom VR/AR.

För jämförelsegruppen beräknas den genomsnittliga rullande tolv månaders EV/Sales-multipel till 3,4x. Denna är sedan applicerad på de antagna försäljningssiffrorna för 2019P i de tre olika scenariona. Det implicita rörelsevärdet (EV) är sedan nuvärdesberäknat för att avspegla osäkerheten i prognosen för 2019. Som framgår landar vi på en värdering om 6,0 kronor per aktie i basscenariot. I bull-scenariot beräknas värdet per aktie till 13,2 kronor och i bear-scenariot till 3,9 kronor per aktie.

Jämförelsevärdering EV/Sales, tre scenarion

Bolag	Bransch	Mcap, MSEK	EV/Sales RTM	
Next Games Oyj	Mobilspel	270	0,4x	
Vivid Games SA	Mobilspel	110	3,5x	
Animoca Brands Corporation Ltd	Mobilspel	409	6,9x	
Rovio Entertainment Oyj	Mobilspel	3 732	0,9x	
MAG Interactive AB (publ)	Mobilspel	344	0,6x	
Com2uS Corp	Mobilspel	15 019	2,4x	
Enish Inc	Mobilspel	398	0,7x	
T-Bull SA	Mobilspel	97	5,6x	
Glu Mobile Inc	Mobilspel	9 682	2,8x	
Tapinator, Inc.	Mobilspel	29	0,7x	
XMReality AB (publ)	AR VR	134	11,7x	
Spectra7 Microsystems Inc	AR VR	190	5,1x	
ARHT Media Inc	AR VR	25	3,2x	
		Genomsnitt:	3,4x	
		<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>
Nettoomsättning, 2019P		47	76	182
Nuvärde implicit EV		141	225	539
Nettokassa, jan 2019		27	33	27
Aktievärde		168	258	566
Aktier		43	43	43
Värde per aktie, kr		3,9	6,0	13,2
Ned-/uppsida rel. senast betald (6,6 kr)		-41%	-9%	101%
Ned-/uppsida rel. lösenkurs TO2017/18 (6,4 kr)		-39%	-6%	107%

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Risker

Det är svårt att sia om vilka appar som blir populära. Att arbeta med den senaste tekniken, vara innovativa och samarbeta med välkända IP:n höjer rimligtvis sannolikheterna att nå framgång. Givet en obefintlig historik är våra prognoser osäkra vad gäller bolagets kommande intäkter och resultat.

Alla spel som generera höga intäkter till spelutvecklaren är inte lönsamma. Ett exempel är The Walking Dead: Our World som under tredje kvartalet 2018 genererade intäkter till Next Games om 7,8 miljoner euro. Spelets bruttoresultat efter marknadsföring var minus 3,2 miljoner euro. Det dåliga resultatet berodde enligt Next Games vd med tekniska utmaningar.

Bolagets plattform och dess fördelar har ännu bara körts i test och i produktion med ett begränsat antal användare. Uppskalning i produktion medför risker som kan orsaka störningar och kosta pengar.

Bolaget använder sig av teknikunderleverantörer (Amazon Cloud-tjänst) och

distributörer (Google Play och App Store) som kan förändra kostnadsbilden.
Vidare är intäkter i USD medan kostnader uppstår i SEK.

Tio största ägare

Se tabell nedan för bolagets tio största ägare.

Tio största ägarna, 2018-11-08

	% av kapital
Handelsbanken Fonder	6,6
MAGRAQ Invest AB	6,3
Kvantskum AB	6,3
Varde Holding AB	6,2
Need Invest AB	6,1
Åhlénstiftelsen	4,2
IKC Fonder	4,1
Hypotax Holding AB	2,4
Avanza	2,3
Deepio AB	2,0

Källa: Bublar Group AB

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.