

G5 Entertainment – Vi uppdaterat vår syn på aktien

Under året släppte analyshuset Gartner Group en rapport som visade på att omsättningen för app-butiker kommer att ha ökat med 300 procent jämfört med under 2010. Enligt Gartner skall omsättningen för denna typ av verksamhet ha ökat från 32 miljarder till 94 miljarder. I summan ingår emellertid inte endast försäljning av appar, utan även reklamintäkter från dessa varför de inte är helt jämförbara.

Totalt sett spår Gartner Group att närmare 18 miljarder appar kommer att ha laddats ned under 2011, varav betalda appar bedöms stått för en femtedel av detta. Redan 2014 kommer emellertid denna siffra att vara att betrakta som mycket låg enligt Gartnerrapporten som spår att det redan sex år efter det att de första appbutiken öppnade så kommer det att laddas ned 185 miljarder appar världen över. Det finns således inget som tyder på att det är en marknad som kommer att försvinna de närmaste åren, men det finns all anledning att tro att de enklaste versionerna inte kommer att överleva. Istället tror vi att användarna kommer att ställa högre krav, både på kvalitet och utbud vilket gör att tillverkarna kommer att ställas inför en utmaning. Vi är av den åsikten att G5 Entertainment, i alla fall hittills klarat av detta mycket väl och vi ser inget som ändrar vår uppfattning om att detta skall komma att ändras inom den närmaste framtiden, snarast tvärtom.

Vi ser emellertid ett tecken på att G5 Entertainment inte kommer att återfinnas i det högre segmentet av denna försäljning och det är att affärsnyttan i de appar som bolaget tillhandahåller inte alltid är den högsta. Däremot, genom att erbjuda en bred portfölj av förströelsespel av hög kvalitet och med en lång livslängd når G5 Entertainment en bredare allmänhet än vad många andra tillverkare gör. Dessutom är det naturligt att anta att bolagets affärsmodell och prissättningsmodell gör att G5 Entertainment attraherar repetitiva kunder som gör återkommande köp vilket vi anser mer än väl kompenserar för detta faktum.

Undanröjt hot från Skattemyndigheten

Det svenska skatteverket har beslutat från och med den 1 oktober i år, således retroaktivt, ta bort dubbelbeskattningen av så kallade "appar". Redan i mars 2011 skrev Axier om detta, och nämnde då Svenska Resolution Interactive som i januari 2011 hade ansökt om en egen konkurs efter att ha förlorat en strid i Förvaltningsdomstolen i Umeå mot Skatteverket. Tvisten handlade om var momsen ska betalas för appar som säljs internationellt via Apples App Store.

Enligt beslut från EU skall moms för tjänster inom Europa betalas i säljarens hemland. Tyvärr är lagstiftningen inte alltid helt konsekvent, betalningar som sker via telefon och SMS ställer till det, eftersom skall teleoperatören betala in moms i respektive land, utan möjlighet för det svenska företaget att få tillbaka moms.

Utomlands anses momsbeskattningen uppstå vid själv försäljningstillfället, när kunden köper tjänsten av mobiloperatören, men svenska Skatteverket menade fram till denna vecka att moms ska tas ut av den som levererar tjänsten.

Däremot har det aldrig varit samma problem med kreditkortsbetalningar då dessa hamnar i Sverige varför de undgått dubbelbeskattningen. Spelbranchen har yrkat på dispens för den svenska moms i de fall denna redan har betalats i annat EU-land men fick inte detta.

Detta glädjande besked kan framförallt komma att gynna G5 Entertainment. Nu är emellertid inte detta bolags andel svenska spelare så pass stor, men det har legat som en våt filt över aktiekursen som trots upprepat positiva nyheter ännu inte stigit. Vi konstaterar att det inte kommit något pressmeddelande från bolaget, varför vi kan konstatera att det som sades i mars 2011, att G5 Entertainment inte ligger i riskzonen för detta gällde. Återigen visade det ryska undret prov på en nästan kuslig förmåga att korrekt förutsäga framtiden.

Den kinesiska marknaden har öppnats

Efter införandet av den officiella kinesiska valutan, yuan (CNY), i Apple App Store har antalet nedladdningar i Apple App Store Kina ökat avsevärt. Nedladdningen av betalda appar på den kinesiska topp 100-listan har fördubblats sedan den 18 november. Med tanke på den kinesiska befolkningens ökade levnadsstandard och storlek finns det goda skäl till att anta att detta kommer att fortsätta.

Konkurrenterna

Att jämföra två bolag i denna sektor med varandra är svårt. Floran av företag är för stor och det finns inte två företag som har exakt samma förutsättningar. Nyligen introducerades det amerikanska företaget Zynga på Nasdaq, där *pre-money* värderingen hamnade på 62 miljarder USD. Aktien föll emellertid tillbaka efter introduktionen. Zynga är det företag som står bakom spelsuccéer som Farmville, Cityville och Mafia Wars som alla är gratis spel men som i gengäld erbjuder spelarna att genom microbetalningar öka sina spelupplevelser genom att köpa ytterligare tillbehör och funktioner.

Till dagens värdering handlas Zynga till ett *p/s*-tal, *price per sale*, om cirka 7. Skulle G5 Entertainment värderas på samma sätt skulle detta innebära att bolagets prognosticerade försäljning 2011 om 47 Mkr, och 87 Mkr för 2012 värdera G5 Entertainment till 329 Mkr respektive 609 Mkr. I dag värderas bolaget till 164 Mkr. Zynga har emellertid en betydligt större marknadsandel än vad G5 Entertainment har och en starkare position på marknaden. Zynga är världens största leverantör av spel för användning på Facebook, en marknad som G5 Entertainment knappt närmat sig ännu.

G5 Entertainments intäkter för årets första nio månader uppgår till 31.2 Mkr vilket är en ökning med 112 procent jämfört med 14.7 Mkr under motsvarande period 2010. Detta är i linje med den prognos som lämnats tidigare på 31,2 Mkr, och gör att G5 Entertainment visat en snabbare tillväxt än Zynga som "endast" har fördubblat sina intäkter under samma period. Den stora skillnaden mellan dessa bolag är att 90 procent av intäkterna i Zynga kommer från Internetrelaterade spel, i första hand från Facebook. Ledningen för Zynga har emellertid uttalat att bolaget skall öka sin andel vad gäller försäljningen av spel för mobiltelefoner, något som kan komma att innebära att Zynga köper sig tid genom att lägga bud på existerande producenter. Huruvida G5 Entertainment skulle kunna vara intressant för Zynga i en sådan eventuell affär är för tidigt att uttala sig om, men en sådan affär skulle ge Zynga ett försprång. Vi tror emellertid att det finns anledning att ge G5 Entertainment chansen att utvecklas på egna ben, bolaget har visat att de klarar av att växa med god lönsamhet.

Världens största dataspelsföretag Electronic Arts köpte i augusti 2011 Zyngas konkurrent Popcap Games för 750 MUSD, vilket visar att den här typen av bolag är eftertraktade. Att det förekommit att intressenter har närmat sig ledningen för G5 Entertainment ser vi som sannolikt, däremot inte att det förekommit rena bud för det skulle ha kommunicerats. Cirka 80 procent av Popcats intäkter är hänförligt till sociala medier och mobila enheter.

Vi anser att det finns större likheter mellan Popcap Games och G5 Entertainment än mellan Zynga och G5 Entertainment. Popcap Games grundades 2000, och har intäkter på mer än 100 MUSD samt en årlig tillväxt på cirka 30 procent. Det är framförallt Popcap Games spel *Bejeweled* och *Plants vs Zombies* som stått för större delen av intäkterna, 40 respektive 20 procent. Bolaget har emellertid en portfölj av andra titlar vilka kan porteras till andra spelplattformar eller utvecklas och yngla av sig med uppföljare.

Att värdera denna typ av verksamhet med en traditionell DCF-modell i vilken intäkterna stiger under ett antal år för att sedan plana ut är inte realistiskt då denna typ av spel ofta är så kallade trendspel. Ett bolag som är verksamt i denna sektor behöver se till att det skapar en tillväxt med nya spel som står beredda att ta över om och när de existerande spelen tappar i popularitet. Oavsett om dessa spel sedan är del av en långsiktig trend eller inte så måste spelföretagen lansera dem för att kunna räkna hem dem. Risker är då att de nya spelen kannibaliserar på de gamla spelen redan innan dess livslängd är slut. I och med att det saknas tillräckligt med information kring denna typ av spel och affärsmodellens långsiktighet och spelarefterfrågan är det svårt att med bestämdhet visa på ett korrekt värde.

Vi ser emellertid tacksamt att G5 Entertainment valt att arbeta på ett annorlunda sätt, istället för att som många av bolagets konkurrenter valt att fokusera enbart på Internet där spelet i sin grundversion är gratis, medan G5 Entertainment valt att ägna kraften åt mobilenheter och spelkonsoler. Till viss del har G5 Entertainment tvingats att anpassa sin modell till konkurrenternas genom att bolaget erbjuder de tidiga nivåerna på spelet kostnadsfritt, men för att fortsätta så måste spelaren köpa den fullständiga versionen.

Mellandagarna skapar merförsäljning

Under mellandagarna 2010/2011 kunde G5 Entertainment visa upp en tredubblad försäljning vilket dels kan förklaras av den långa juledigheten, men framförallt av den starka försäljningen av både iPads och Smartphones under december 2010.

I december 2011 korade Elektronikhandeln årets julklapp. Med 42 procent av rösterna vann surfplattan, följt av Smartphonen som med 18 procent tar silverplatsen. Båda dessa produkter är sådana som G5 Entertainment erbjuder spel och appar till, vilket gör att bolagets försäljning torde gynnas kraftigt under julhelgen. Även om Apple inte lanserade någon iPad3 eller iPhone5 under 2011 så lär iPad 2 liksom iPhone 4S finnas i många av de paket som låg under granarna under julen 2011.

Lägg därtill att G5 Entertainment under året positionerat sig kraftigt med spel för Android och på Amazon genom Kindle Fire så bör vi kunna se liknande, om än inte lika stora effekter under juledigheten 2011/2012.

Ekonomiska data

Under sommaren meddelade G5 Entertainment att bolaget tillfördes 12,5 Mkr genom en riktad nyemission till investmentbolaget Traction som erhöll 580.426 nya aktier till en kurs om 21.50 SEK vilket var på marknadsmässiga villkor. Emissionen gav Traction ett innehav motsvarande 7.26 procent av de utestående aktierna i G5 Entertainment AB.

I samband med detta valdes Traction's Peter Bensson in i styrelsen.

Då utvecklingscykeln för G5 Entertainments produkter ligger på mellan fyra och sex månader tror ledningen att det kommer att gå att se positiva effekter av investeringarna redan under 2011, med betydligt större påverkan på resultatet under 2012. Investeringen i nya spel kommer att ske över bolagets balansräkning, och kommer således inte att belasta resultaträkningen negativt. Detta till trots anser vi att denna emission, som vi anser vara av godo för G5 Entertainment, kortsiktigt kan ha bidragit till att försena tillväxten i G5 Entertainment då det tagit tid från befintlig personal för att sätta in nyrekryterade programmerare i arbetet, men på lång sikt skapade detta ett betydligt starkare företag.

Notera även att G5 Entertainment tar utvecklingskostnaderna över balansräkningen. Bolaget skriver i dag av utvecklingskostnaderna för sina spel på två år. Antar vi att det kostar bolaget 1.2 Mkr att ta fram ett nytt spel så skrivs denna kostnad sedan av under två år, med motsvarande 50 Tkr per månad. Det är under huvuddelen av denna period som intäkterna genereras även om G5 Entertainment har visat att det går att leva ganska gott på de intäkter som genereras efter detta. Det är ofta vanligt att spel som först tagits fram för PC upplever ett uppsving i försäljningen när lanseringen sker på andra konsoler och spelplattformar, till exempel iPhone eller Android.

Så har skett när G5 Entertainment utvecklat *Supermarket Mania*. Att konvertera ett spel från till exempel iPhone eller iPad till Android tar i dagsläget endast två veckor, vilket betyder att de stora kostnaderna tas tidigt i spelets levnad samtidigt som intäkterna fortsätter komma när det lanseras på nytt, något som kommer att märkas i den kommande rapporten då flera av bolagets storsäljare som *Virtual City*, *Supermarket Management*, *Stand O 'Food*, och *Mahjongg Artifacts* under Q4 2011 har lanserats hos Amazon och dess läsplatta Kindle Fire.

Företagsledningen bekräftade i samband med den senaste rapporten bolagets målsättning att under perioden januari-december 2012 uppnå en omsättning på 87 Mkr, ett rörelseresultat på 30 Mkr och en vinst per aktie på 3,20 kronor.

Det här är ett framåtblickande uttalande, och det faktiska resultatet kan både bli högre och lägre än dessa siffror, beroende dels på hur det går för företagets spel, dels på vissa riskfaktorer som beskrivs närmare i denna rapport. Ledningen kommer att uppdatera prognosen för januari-december 2011 under de första dagarna i januari 2012. Vi gör bedömningen att denna siffra kommer att bli högre, historiskt sett har G5 Entertainment alltid varit allt för konservativa i de prognoser som har kommunicerats externt.

Axiers bedömning

Hur uthålliga är våra ryska vänner egentligen? Bolaget fortsätter att leverera pressmeddelanden om nya spel varje vecka. Återigen lever G5 Entertainment upp till de utlovade prognoserna, vilket får oss att tro att det sista kvartalet för året kan komma att överraska ordentligt.

Efter nyårshelgen 2010 skrev G5 Entertainment i det första pressmeddelandet som släpptes under 2011

"Juledigheten i december 2010 och de följande dagarna var mycket framgångsrika för G5 Entertainment. Det råder inget tvivel om att vi gynnades av den framgång som Apple hade då detta företag sålde stora mängder iPods, iPhones och iPads före jul. I många länder var dessa produkter årets julklapp. Vår genomsnittliga dagsomsättning för spel på Apples plattformar tredubblades efter juldagen då miljontals människor packade upp sina Apple-produkter och började leta efter innehåll att ladda ned"

Kan vi anta att vi ser en sådan säsongseffekt i år med? Sannolikheten känns hög.

G5 Entertainment har inte en enda gång misslyckats med att rapportera i linje med sina guidningar, och vi tror inte att de gör det denna gång heller. Vi tror att vi kan komma att få se en initial rapportering som visar på en högre försäljning – och vinst per aktie – än vad som har prognosticerats för detta kvartal tidigare under året.

Tittar vi närmare på hur G5 Entertainment värderas så ser vi att aktien, trots en minst sagt fenomenal uppgång under 2011, ändå värderas till *all-time-low* under det senaste året, och att värderingen av de vinster detta bolag förväntas generera inte är högre än vad de är för ett år sedan. Detta beror till stor del på att aktiemarknaden, och speciellt det segment som är inriktat mot småbolagen, har gat det tufft.

I dag handlas aktien till ett p/e tal för kommande år på under 6, rensat för bolagets kassa om 20 Mkr. Med tanke på den tillväxt som visats historiskt så anser vi att en värdering motsvande det dubbla utan vidare kan försvaras. Dagens värdering speglar inte den höga tillväxten utan liknar mer den som finns i en mogen industri.

En annan typ vinstmultipl är det så kallade PEG-talet som visar relationen mellan P/E-tal och vinsttillväxt. Namnet kommer från engelskans P/E/Growth och multiplern erhålles genom att dividera P/E-talet med vinsttillväxten.

Ett företag med 16 procents vinsttillväxt och ett P/E-tal på 16 får ett PEG-tal på 1. Ett annat företag med vinsttillväxt på 10 procent och ett P/E-tal på 20 har följaktligen ett PEG-tal på 2. Det första företaget är därmed lägre värderat och en bättre investering, eftersom det har ett lägre PEG-tal. En regel kan vara man bör undvika företag med PEG-tal över 1,5. I G5 Entertainment är PEG-talet på låga 0,06.

Med den höga tillväxttakten, 140 procents omsättningsökning 2010 samt prognos på 144 under 2011, anser vi att marknaden åsatt G5 Entertainment en allt för njuigg värdering. Axier är av åsikten att det finns ett betydande utrymme för en uppvärdering. Vi tror att bolaget varit alltför försiktiga i sina prognoser, något vi i och för sig uppskattar, vi ser hellre att ett bolag kommer med en omvänd vinstvarning, och överraskar marknaden positivt än tvärtom.

Axier gjorde tidigare bedömningen att vinsten skulle komma att hamna kring 2,40 SEK per aktie vilket visar sig vara litet för högt. Bolagets tror själv på en vinst på 1,90 SEK per aktie för 2011, vi reviderar ned detta till 2,05 SEK. P/E talet skulle således hamna på cirka åtta (8), vilket vi anser vara för lågt. Relativt Gameloft, som visserligen är större, vilket gör att värderingen bör vara högre, ser vi G5 Entertainment utan tvekan kan handlas upp till en vinstmultiplikator om 18, vilket skulle svara för en värdering om nästan det tredubbla jämfört med dagens kurs. En viss småbolagsrabatt är motiverad, varför vi upprepar vår målkurs på 44 SEK för G5 Entertainment.

**Axier Equities har av styrelsen i G5 Entertainment anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacering och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i G5 Entertainment Finans. Samtliga eventuella förändringar av innehav i G5 Entertainment kommer att rapporteras löpande

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.