

UPPDRAGSANALYS  
23 februari 2018

# THREE GATES

## ANALYSGUIDEN

# Vågat spel på genombrott

**2018 kan bli spelutvecklaren Three Gates genombrottsår. Möjligheten ligger i rättigheter till den officiella versionen av PBR:s tjurridningsspel för mobil och konsol. För att kunna realisera på möjligheten genomförs en emission.**

Three Gates (TG eller bolaget) är en mindre spelutvecklare från Gotland. Bolaget tidigare utvecklar spel på uppdrag av andra aktörer och erhåller en ersättning i form av konsultervode. Sedan ett år tillbaka har fokus varit på egenfinansierad utveckling, vilket skapar möjlighet till större uppsida samtidigt som risken ökar.

Under 2017 förvärvades rättigheter till Pro Bull Riders (PBR) officiella tjurridningsspel, "8 to Glory". Tjurridning är en populär sport i USA. Exempelvis hade PBRs event i snitt 1,3 miljoner TV-tittare i USA. Sporten är även stor i Central- och Sydamerika.

Närmast på agendan ligger den slutliga utvecklingen av konsolversionen till "8 to Glory". Denna version avses lanseras under andra kvartalet 2018 i samband med PBR:s 25-årsjubileum. Vi bedömer att konsolversionen av spelet har goda möjligheter att generera intäkter till bolaget på ~30 miljoner redan 2018.

Sedan 2016 har en mobilversion av "8 to Glory" funnit ute som nu har laddats ner runt en miljon gånger. På Google Play har spelet ett betyg om 4,5. Snittet för mobilspel ligger runt 3,9. Nu planeras en större uppdatering med möjligheter för spelare att genomföra köp i app vilket skapar uppsida - givet dessa förutsättningar bör det kunna ge bra intäkter. Vi modellerar med höga fem miljoner kronor 2018.

För att stärka rörelsekapitalet och kunna realisera på möjligheterna med "8 to Glory" genomförs en nyemission som är säkrad till 80 procent. Emissionen genomförs till en kurs om sju kronor. I vårt bas-scenariot beräknas ett motiverat värde per aktie till 13,1 kronor efter antagen fulltecknad emission.

## Utfall och prognoser, Basscenario

MSEK	2016	2017	2018E	2019E
Nettoomsättning	2,4	1,0	30,2	27,3
Rörelseresultat före av- och nedskrivningar	-6,5	-15,5	6,9	7,4
Implicit EV/Sales	19,6x	46,9x	1,5x	1,7x
Implicit EV/EBITDA	-	-	6,7x	6,3x

Källa: Three Gates och Jarl Securities

## GRUNDANALYS THREE GATES 23 februari 2018

Date: 23 februari 2018  
Analysts: Markus Augustsson, Jarl Securities

Bolagsnamn: Three Gates AB  
Lista: NGM NORDIC MTF  
Vd: Don Geyer  
Styrelseordförande: Viktor Modigh  
Marknadsvärde: 10 MSEK  
Free float: 89%  
P/E, RTM: -  
P/B, senaste kv.: -  
EV/Sales, RTM: -  
EV/EBITDA, RTM: -  
Direktavkastning: -  
Källa: Thomson Reuters

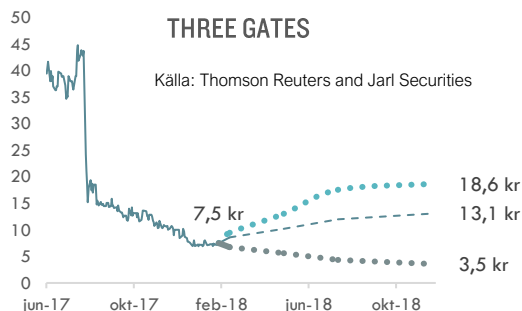
**Möjligheter & styrkor:** Bolaget har förvärvat rättigheter till utveckling och intäkter för ett relativt nischat men i kretsarna populärt varumärke, PBR. Föregångaren har sålt bra, vilket talar för att även Three Gates version kommer göra det.

Endeavor som är ägare till PBR sitter även på fler välkända varumärken inom sport. En framgång med konsolversionen av 8 to Glory kan öppna för nya möjligheter

**Risker & svagheter:** Bolaget grundades redan 2011 och lönsamheten sedan dess har varit ytterst begränsad.

I avsaknad av historik är osäkerheten i våra prognoser hög.

Värdering: Bear      Base      Bull  
3,5 SEK      13,1 SEK      18,6 SEK  
Senast: 7,5 SEK



## Temperatur

### Ledning



Bolagets grundare och vd Don Geyer sitter på god teknisk kunskap och bolagets medgrundare, Sean Kauppinen, kompletterar med affärskunnande.

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



Bolagets största ägare är Motionworx i Visby AB. Flertalet personer med ledande positioner inom bolaget har aktieinnehav vilket ökar deras finansiella incitament att agera i linje med aktieägarnas intressen.

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 och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Lång-siktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget saknar intäkter men genomför en till 80% säkrad emission vilket möjliggör för satsningen med "8 to Glory".

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



Vi ser stor potential i "8 to Glory" som kan förse bolaget med goda intäkter under främst 2018 och 2019. Samtidigt är det viktigt att portföljen stärks med ytterligare intäktsgenererade spel.

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



Bolagets portfölj är tunn och värdet hänger mycket just nu på konsolversionen av "8 to Glory" som ännu inte är lanserad. Bolaget har en del att bevisa i avsknad av historik.

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.

## Investment Case

Three Gates AB (Three Gates, TG eller bolaget) är en spelutvecklare med fokus på mobilspel, konsolspel och PC/online-spel. Bland grundarna finns både teknisk kompetens och affärserfarenhet. Historiskt har bolaget främst arbetat på uppdrag och därmed fått betalt i form av konsultarvode och intäkter har hittills varit ytterst begränsade.

Framledes avser bolaget att i större utsträckning arbeta i utvecklingsprojekt som finansieras med eget kapital – det för att sedan äga rättigheter till en större del av de potentiella intäkterna som generas från de färdiga spelen. Denna typ av affär har en betydligt större potentiell uppsida, liksom nedsida då Three Gates själva tar på sig den kommersiella risken. För att skapa bästa möjliga förutsättningar till kommersiell framgång är bolagets strategi att samarbeta med starka varumärken, vilket underlättar marknadsföringen.

Att som utvecklare samarbeta med ett känt varumärke är relativt vanligt förekommande. Niantics partnerskap med Pokémon för spelet Pokémon Go är exempel på ett mycket lyckat samarbete.

## Värdet finns i tjurridning

Den absolut största delen av bolagets värde i dag anser vi hänförligt till avtalet med Pro Bill Riders (PBR), en tjurridningsorganisation med säte i USA. PBR är en av två arrangörer av professionell tjurridning i Nordamerika samt Central- och Sydamerika. Avtalet ger Three Gates möjligheten att utveckla konsolversionen av PBR:s officiella tjurridningsspel, "8 to Glory". Ingen fast intäkt är garanterad med istället ges rättigheter till en större del (~43%) av intäkterna från konsolversionen. Avtalet gäller fram till och med 2020 stipulerar även liknande affärsvillkor för mobilversionen av "8 to Glory".

Konsolversionen är nu i slutet av utvecklingsfasen och en lansering planeras till andra kvartalet 2018 i samband med PBR:s 25-årsjubileum. Väl värt att notera är att en konsolversion av ett officiellt PBR-tjurridningsspel lanserats 2009. Denna version såldes i 600 000 exemplar.

Samarbetet med PBR har pågått sedan ett par år tillbaka. Under tidigare samarbetsvillkor har Three Gates anlitas som konsult för att utveckla mobilversionen av "8 to Glory". Arvodet bestod då av konsulttimmar. Vi har inte fått tillgång till historiska intäkter från mobilversionen som ägts av PBR – rimligtvis har de varit små. Spelet är gratis att ladda ner och möjlighet att genomföra köp-i-app har varit begränsade. Då snarlika villkor gäller för mobilversionen som för konsolversionen avser bolaget att vidareutveckla mobilversionen med förbättrade möjligheter till köp-i-app. I dag har mobilversionen av "8 to Glory" laddats ner över en miljon gånger och antalet nedladdningar antas stiga i samband med 25-årsjubileumet.

Tjurridning som professionellt utövad sport existerar inte i Sverige. Intresset för sporten är dock mer betydande i andra delar av världen, som i USA, Brasilien, Mexiko, Australien och Kina. Sportens popularitet i exempelvis USA framgår av det faktum att de aggregerade tittarsiffrorna för samtliga tjurridningsevent arrangerade av PBR är högre än motsvarande tittarsiffrorna för alla MLS-matcher (Major

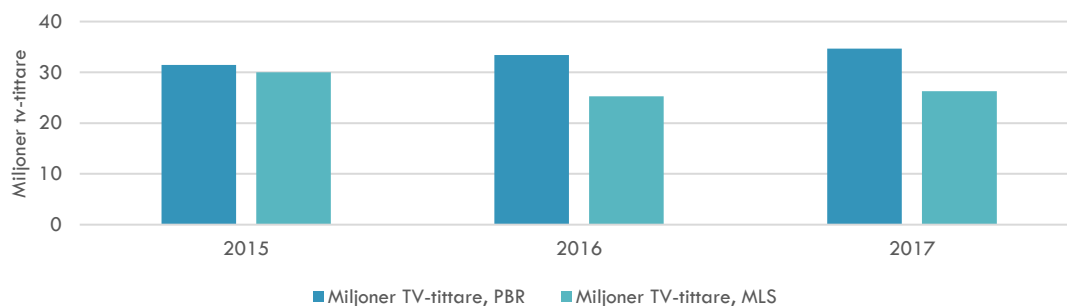
### PBR-event



Källa: [www.pbr.com](http://www.pbr.com)

League Soccer, alltså fotboll). Värt att notera är att intresset i termer av antal tv-tittare ökar för tjurridning.

**Baserat på tittarsiffror är tjurridning populärare än fotboll i USA. Antalet tv-tittare steg under 2016 och under 2017 uppskattas tittarsiffran ökat ytterligare**



2017 är en uppskattning baserat på tittarsiffror under vårsäsongen. Källa: Statista

## Vi förväntar oss bra försäljning redan under innevarande år

Med ett nischat och starkt varumärke samt en sport med en stor publik ser vi en god potential för bra försäljning för konsolversionen av "8 to Glory". Som tidigare nämnts sålde tidigare konsolversion från 2009 i 600 000 exemplar. Det adderar förhoppningar om goda försäljningssiffror med hänsyn tagen till att sportens popularitet växt sedan dess. Vidare tror vi att det planerade lanseringstillfället, i samband med PBR 25-årsjubileum, kan ge en naturlig skjuts åt marknadsföringen.

Vi tror även att detta kan ge ringar på vattnet och öka antalet nedladdningar av spelets mobilversion. En uppdatering av möjligheter köp-i-app- i kombination med en ökad spelar-bas kan leda till goda intäkter. Därtill skall nämnas att mobilversionen har fått ett högt betyg om 4,5 stjärnor. Bland de drygt 14 000 sportspel som finns på Google Play är det genomsnittliga betyget 3,9. Samtidigt finns även en viss risk för att mobilversionen kannibaliserar på konsolmarknaden.

Det som gör samarbetet med PBR intressant är också att det innebär att bolaget har ena foten inne hos holdingbolaget Endeavor. PBR ägs av Endeavor som även sitter på flertalet välkända varumärken inom sport, mode och underhållning.

## Övriga spelportföljen

Utöver "8 to Glory" har bolaget ytterligare fyra spel i portföljen: (i) "Mainstream fishing", (ii) "Offensive Combat Redux!", (iii) "Cash Cow" och (iv) "No limit golf". Av dessa tror vi att det just nu finns orealiserad potential, främst i fiskespelet "Mainstream fishing". För att ta till vara på potentialen avser bolaget att accelerera marknadsföringen i form av krossmarknadsföring med "8 to Glory" men även intensifiera diskussioner för samarbeten med starka varumärken.

## Nyemission för att realisera på möjligheter

Bolagets finansiella ställning är ytterst begränsad. Nu genomförs en nyemission vilken kommer stärka upp kapitalbasen för bolaget att kunna ta tillvara på rådande möjligheter med "8 to Glory" och övriga spel i portföljen.



Three Gates avser ta in ~15,9 miljoner kronor efter emissionskostnader. Emissionen är säkrad till 80 procent. Främst genom garantier men även genom teckningsförbindelser från större aktieägare.

Av emissionslikviden kommer 4,5 miljoner kronor gå till att betala tillbaka utestående byggglån med upplupen ränta. 7 miljoner kronor är budgeterat för slutförande av utveckling, lansering och marknadsföring. 2 miljoner kronor är budgeterade till vidare utveckling av mobilversionen av "8 to Glory" samt marknadsföring av detta, liksom "Main Stream Fishing" och "Offensive Combat: Redux!". Resterande 2,4 miljoner kronor kommer gå till att finansiera rörelsen.

Teckningskursen är 7 kronor per aktie. Teckningsperioden löper fram till och med den 1 mars.

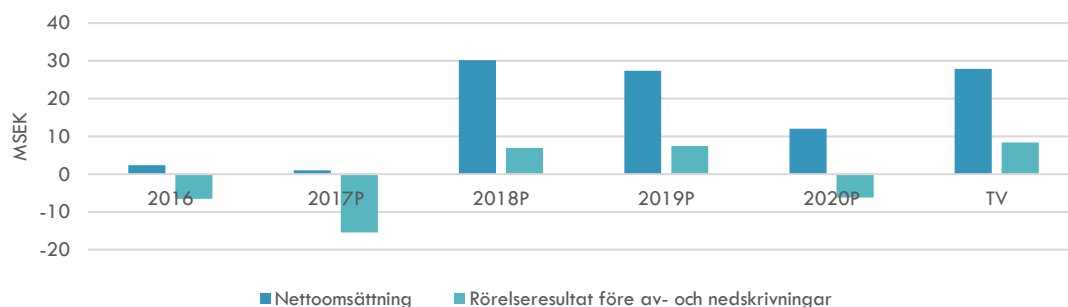
## Prognoser och motiverat värde per aktie

Rörande intäkter har vi utgått från riktmärket från tidigare konsolversion av PBR:s officiella tjurridningsspel, alltså 600 000 sålda exemplar.

I vårt antagna basscenario säljer konsolversionen av "8 to Glory" i 850 000 exemplar fram till och med 2020 till ett genomsnittligt pris om 18,9 USD. Vidare har vi antagit att intäktsbidraget från mobilversionen är ~7% av prognostiserade totala intäkter 2018.

Graf nedan visar antagna prognoser för intäkter och rörelseresultat före av- och nedskrivningar (EBITDA) i vårt basscenario rörande. För helåret 2018 är EBITDA-marginalen ~23%. Under 2019 stiger dessa till ~27%.

### Utfall och prognoser, nettoförsäljning och EBITDA-resultat



Source: Aspire Global and Jarl Securities

Vi modellerar med fortsatt fallande intäkter från "Offensive Combat: Redux!" samtidigt som stigande intäkter från "Mainstream Fishing" väger upp aningen. Intäkter från de övriga två spelen är antagna till noll. Efter att det befintliga uppdraget åt INOV8 Golf (som har ett värde om 1,8 miljoner kronor) med löpt ut modellerar vi med noll i intäkter från konsultverksamheten.

Genom att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden med en diskonteringsränta om ~15,3 procent beräknas ett värde per aktie till 11,1 kronor. Till DCF-värderingen

har vi adderat en jämförelsevärdering på prognoserna för 2018 EBITDA-resultat (rörelseresultat före avskrivningar). Jämförelsevärderingen ger ett värde per aktie om 15,1 kronor. Det motiverade värdet per aktie, beräknat som ett genomsnitt av de två värderingsmetoderna, landar på 13,1 kronor. Vi har antagit att nyemission tecknas till fullo.

## Risker

Givetvis är en investering i Three Gates förknippad med risker. Bolagets befintliga spelportfölj är tunn. Samtidigt är organisationen liten och behöver därför satsa på ett begränsat antal spel.

Som tidigare nämnts har vi i vårt basscenario utgått från försäljning av tidigare lanserade konsolversion av PBR:s officiella tjurridningsspel. Även om den upplagan såldes i 600 000 exemplar är det långt från någon garanti att bolagets version kommer sälja i fler, eller ens lika många. Marknaden för konsolspel har stått stilla samtidigt som marknaden för mobilspel har ökat i värde. Det innebär att det finns risk för att mobilversionen tävlar om samma personer. Som bekant är mobilversionen gratis och saknar i dag intäktsgenererande möjligheter till köp-i-app.

Med detta sagt är värderingen av bolaget och aktien helt beroende av att "8 to Glory" flyger. Men även att nya titlar kan lanseras efter avtalet med PBR om rättigheter till "8 to Glory" löpt ut.

Vidare saknar bolaget betydande intäkter. Under fjärde kvartalet hade bolaget intäkter om 13 500 kronor. Konsultverksamheten genererar intäkter men inte av den storlek att rörelsen kan gå runt. Försening av lanseringen eller liknande moment som drar ut på antagna kassaflöden kan pressa den finansiella ställningen.

## Three Gates och spel

Three Gates grundades 2011 av nuvarande vd Don Geyer med vännen och affärsmannen Sean Kauppinen. Med från starten var även en grupp av lärare och tidigare studenter på speldesignutbildningen vid Uppsala universitet campus Gotland, som Dan tidigare ansvarat för.

Spel delas bland annat in efter plattform och genre. TG fokuserar som nämnts på mobilspel, PC/online-spel och konsolspel. Mobilspel spelas på smarta mobiltelefoner liksom på surfplattor. Onlinespel spelas över internet oftast via datorns webbläsare. Konsolspel spelas via konsoler som Play Station och Xbox kopplade till TV-apparaten.

## Från utveckling till lansering

### Spelutvecklare

Ett spelutvecklingsbolag som Three Gates ansvarar för att designa och skapa spel. Ett spelutvecklingsbolags personal består ofta av en eller flera speldesigner, spelgrafiker och ljudspecialister som jobbar nära företagets programmerare och speltestare. I mindre bolag är det inte ovanligt att externa konsulter tas in för att fylla interna kompetensluckor.

Nedan följer en typisk utvecklingsprocess för ett spel. Den genomsnittliga tiden för att utveckla ett spel från det att produktionen startar ligger mellan 12 och 24 månader. Notera att variationen är stor. Exempelvis tog Diablo III utvecklat av Blizzard elva år från start av produktion tills det att spelet lanserades.

### Utvecklingsprocess



Källan: Jarl Securities

Speldesignerns uppgift är att arbeta fram spelkonceptet, spelmekaniken och spelregler. Spelgrafikern tar sedan fram det visuella materialet, så som användargränssnitt, spelmiljön, animationer och karaktärer. Ljudspecialisten ansvarar för ljud. Programmeraren ansvarar för att konstruera spelet, då inkluderat att spelmekaniken fungerar med spelmotorn (programvara), AI programmering och grafik-programmeringen med mera.

Nästa fas är testning, både internt och i beta-versioner. Fel upptäcks och rapporteras tillbaka till programmerarna. Efter lansering är det inte ovanligt att spelutvecklingsbolaget ansvarar för underhåll och för patchar (programfix) för fel som inte upptäcktes under testfasen samt uppdateringar av originalprodukten. Uppdateringar inkluderat nya banor etcetera som krävs för att behålla (eller öka) antalet aktiva spelare.

Three Gates har trots begränsade intäkter en stor organisation med 15 anställda, varav flertalet är seniora programmerare. Med nära kontakt med speldesign-utbildningen på Gotland kan bolaget ta hjälp av studenter vid mindre komplexa uppgifter. I utvecklingsfasen använder sig Three Gates även av samarbeten, så som det med Filmography som tidigare gjort animeringar till filmer som "Mission Impossible" och "The Fast and the Furious".

## Publicist/förläggare och distributör

Utöver att utveckla spelen agerar TG även publicist. En publicist ansvarar för marknadsföring av spelen som utvecklas av spelutvecklarna.

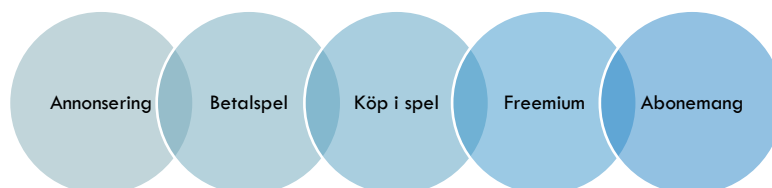
Distributörer innefattar de olika kanaler som spelen säljs via. För mobilspel är det exempelvis Google Play eller App Store. För online-spel är Steam en av de främsta distributörerna. Distributörer tar ofta betalt i form av en andel av de spelrelaterade intäkterna. Google Play tar 15 procent av intäkterna. App Store ligger kvar på 30 procent.

## Spelens olika intäktmodeller

Som nämnts har bolaget för avsikt att i större utsträckning finansiera utvecklingskostnaderna själva och därmed erhålla en större andel av spelintäkterna. För spel finns ett antal vanligt förekommande intäktmodeller som inte sällan kombineras. Nedan följer några av intäktmodellerna.



iGaming, Value Chain including suppliers, operators, lead generators and the customers – the players



Source: Jarl Securities

Facebook använder annonsering för att generera intäkter. I det flöde som användaren ser inkluderas även annonsmaterial. Detsamma gäller exempelvis Instagram. Denna intäktmodell är mindre vanligt förekommande för PC-spel och konsolspel där den vanligaste intäktmodellen är att spelaren köper spelet för att få tillgång till den fullständiga versionen. Intäktmodellen "Betalspel" är inte heller ovanlig bland mobilspel. Exempelvis måste användaren betala för att spela det populära spelet Minecraft.

Köp i app-spel och Freemiumspel är relativt PC- och konsolspel mer vanligt förekommande bland mobilspel. Pokémon Go är ett köp i app-spel där användaren erbjuds möjlighet att köpa verktyg som underlättar för denne att komma framåt i spelet. Angry Birds är ett exempel på ett Freemiumspel – spelaren kan gratis spela ett antal banor men för att ta sig vidare efter en viss nivå tvingas spelaren betala.

## Spelportfölj

Bolagets spelportfölj består i dag av fyra mobilspel och ett PC/online-spel. Som nämnts kommer portföljen att stärkas med ett konsolspel under 2018. Tabell nedan ger en snabb överblick över den befintliga spelportföljen som bolaget själva äger rättigheter till delar av spelintäkterna, men med olika villkor:

### Spelportfölj

Titel	Plattform	Kategori	Involverade parter
8 to Glory	Mobil	Sport	TG, PBR, Rarity Investments, och Filmography
Mainstream Fishing	Mobil	Sport	TG, Rarity Investments och Filmography
Cash Cow	Mobil	Casino	TG och Bspot
No Limit Golf	Mobil	Sport	TG och INOV8 Golf
Offensive Combat: Redux!	Online	FPS	TG och SlapShot Games

Källa: Holdings.se

## Mobilspel

### 8 to Glory

"8 to Glory" (8TG), är det officiella Pro Bull Riders tjurridningsspel. I dag finns spelet i mobilversion och går ut på att hålla balansen på tjuren genom att med fingret parera tjurens rörelser. Spelet laddas hem gratis med köp i appen.

8TG har laddats ner över en miljon gånger. Det är en hög siffra som uppnåtts av mindre än två procent av alla gratis-appar på Google Play. Spelet har även fått ett högt betyg, 4,5 stjärnor av fem möjliga. Sportspel på Google Play är det genomsnittliga betyget 3,9.

Möjligheter till att genomföra köp-i-app är begränsade. Bolaget har dock budgeterat för att vidareutveckla appen dels för spelupplevelsen men främst för att möjliggöra för intäktsflöden.

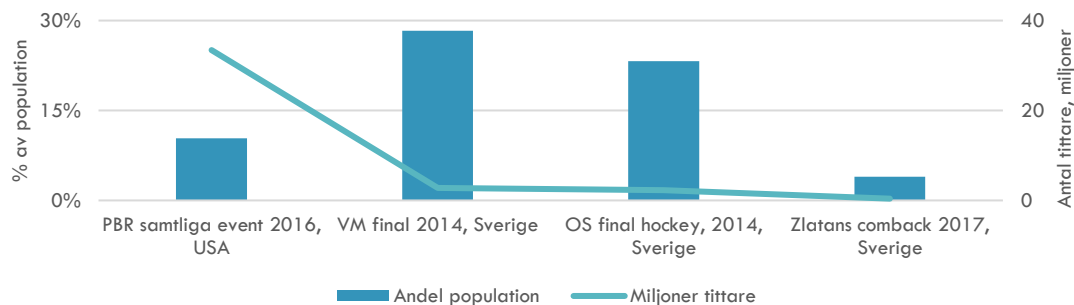
En miljon nedladdningar skapar förutsättningar för att på riktigt börja tjäna pengar. Enligt SensorTower har 99 procent av alla nedladdningar skett i Nordamerika samt Central- och Sydamerika. Den aktiva spelaren i Nordamerika spenderar i genomsnitt omkring 40 USD per år. Denna siffra är knappt hälften för Central- och Sydamerika.

Tjurridning är en gren under sporten Rodeo med starkt fäste i Nordamerika samt Central- och Sydamerika. Enligt flera källor är tjurridning en av USA snabbast växande sport i termer av publik. Som tidigare nämnts är tittarsiffrorna i USA för tjurridning högre än för fotboll. Tabell nedan visar antalet TV-tittare för ett antal event dividerat med befolkningen i landet. Tabellen avser skapa någon form av känsla för sportens popularitet i USA relativt ett antal referenspunkter mer aktuella i Sverige.



Bild: Mobilversion, 8 to Glory

### Popularitet i termer av tittarintresse



Källa: Statista, Mediamätning i Skandinavien och SVT

Tjurridning är även stort i Central- och Sydamerika. Exempelvis finns fem ryttare från Brasilien med bland PBR:s topp tio världsranking.

## Mainstream Fishing

"MainStream Fishing" (MSF), är ett fiskespel i mobilen som lanserades under fjärde kvartalet 2016. MSF är gratis att ladda ner men i appen finns ytterligare produkter för användaren att köpa. MSF togs fram i samarbete med Filmography för att öka spelupplevelsen.

MSF har laddats över 40 000 gånger. Cirka 15 procent av gratis-apparna hos distributören har kommit upp på samma nivå eller högre. Spelet har ett betyg om 4,1 stjärnor, alltså över genomsnittet.

Emissionslikviden kommer delvis användas för att vidareutveckla MSF med förbättrade möjligheter till köp-i-app samt marknadsföring. Kan bolaget knyta sig an välkända varumärken skulle det ge förbättrade möjligheter.

Enligt SensorTower gjordes 59 procent av nedladdningarna i Thailand. 18 procent av nedladdningarna gjordes USA, Storbritannien och Japan. Baserat på siffror från Indonesien uppskattas den genomsnittliga aktiva spelaren spendera i genomsnitt 10 USD per månad på köp-i-app. Genomsnittet för USA, Storbritannien och Japan ligger på cirka 64 USD.

## No Limit Golf

"No Limit Golf" (NLG) är ett socialt sätt att spela golf med baserat på statistik (sannolikheter). Spelet låter spelarna spela (lägga spelpott) på varje slag. NLG bygger på en unik social plattform för att spela turneringar och spela mot vänner och kändisar (bot). Spelet har laddats ner 1 000 till 5 000 gånger med ett betyg om fyra stjärnor på Google Play.

## Cash Cow

"Cash Cow" är ett socialt iGaming-spel och lanserade i maj 2017. Spelet skapades i ett samarbete mellan bolaget och företaget bakom den nystartade spelplattformen Bspot. Cash Cow finns i mobilversionen och är endast tillgängligt på App Store.

## Online/PC Spel

### Offensive Combat: Redux!

Online/PC-spelet "Offensive Combat: Redux!" (OCR) är utvecklat av bolaget men publicerat i samarbete med partnerbolaget SlapShot Games. OCR är ett online FPS-spel och en uppdatering av tidigare version, Offensive Combat, som lanserades 2012. Första beta-versionen av OCR släpptes i början av första kvartalet 2017 och lanserades hos distributören Stream i augusti 2017. Nu finns spelet även på Humble Store och blir snart tillgängligt på Facebook Gameroom.

På Steam (den största distributören av de tre) har spelet köpts, eller laddats ner gratis, cirka 6 200 gånger (+/- cirka 2 600). OCR kostar i skrivande stund 9,99 euro. Antalet aktiva spelare per dag ligger på cirka 4 000 stycken. I genomsnitt spelas spelet i cirka tre minuter (december 2017) – en relativt låg siffra.



Bild: Mainstream Fishing.

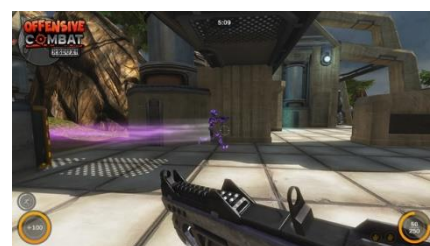


Bild: Offensive Combat: Redux!

## Intressant pipeline

### 8 to Glory

"8 to Glory" mobilversion utvecklades av TG på uppdrag av PBR. I juni 2017 förvärvades rättigheten till delar (uppskattningsvis omkring 43 procent) av de försäljningsrelaterade intäkterna för mobilversionen och en kommande konsolversion. Avtalets villkor löper till och med 2020.

Den kommande konsolversionen planeras att lanseras i samband med Professional Bull Riders 25-årsjubileum under andra 2018. Som tidigare nämnts lanserades en konsolversion av ett officiellt Professional Bull Riders-tjurridningsspel 2009 och sålde då i cirka 600 000 exemplar. Sedan dess har dock sporten växt vilket rimligtvis talar för att försäljningen av den planerade konsolversionen potentiellt kommer att överskrida dess föregångare. Men som också tidigare nämnts talar mobilspelens frammarsch på eventuell kannibalisering.

För mobilversionen planeras en större uppdatering av den befintliga mobilversionen att lanseras tidigt under 2018. Uppdateringen kommer främst att inkludera förändringar i intjäningsmodellen – det vill säga köp i appen. Vi bedömer att det är viktigt att uppdateringarna är på plats i samband med den stora lanseringen av konsolversionen. Det för att kunna balansera upp med eventuell kannibalisering.

### Mainstream Fishing

Marknadsföring av "Mainstream Fishing" har inte påbörjats. Kan spelarbasen för Mainstream Fishing öka kan spelet bli en värdefull intäktskälla för Three Gates. Som framgår i bolagets rapport för tredje kvartalet 2017 omsätter fiskespel över 100 000 USD per vecka.

Som en del av marknadsföringsstrategin för bolaget diskuteras med starka varumärken för att ge Mainstream Fishing en skjuts. För att öka spelarbasen avser bolaget även driva trafik via 8 to Glory (korsvis marknadsföring). Vidare planeras en uppdatering av spelet med förändringar i möjligheter rörande köp-i-app. Uppdateringen planeras att lanseras i början av 2018.

### Offensive Combat: Redux!

Konkurrensen bland FPS-spel är utmanande och som framgår av intäkterna i bolagets tredje liksom fjärde kvartalsrapport 2017 har OCR inte levt upp till de förväntningar som bolaget hade på spelet inför lanseringen. Bolaget kommer fortsätta att utveckla nya banor till spelet som nu är godkänt för distribution via Facebook Gameroom.

### Ena foten inne hos Endeavor

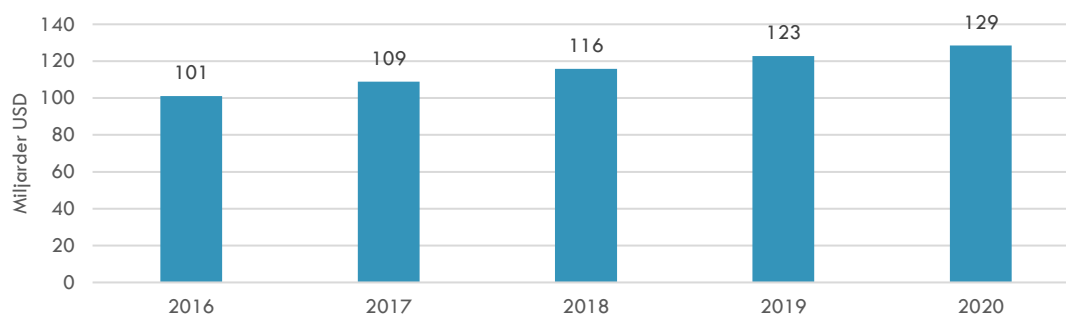
Som nämnts tidigare är bolagets strategi för framtida utveckling att göra det tillsammans med starka varumärken för att underlätta marknadsföringen. Befintliga samarbetet med PBR har öppnat dörrar till Endeavor, ett holdingbolag med flera välkända varumärken inkluderat UFC.

## Marknaden

### Totala spelmarknaden

Analysfirman newzoo uppskattar att försäljningen av spel (mobil- PC/online och konsolspel) under 2016 uppgick till drygt 101 miljarder USD. Under 2017 förväntas en tillväxt om nästan åtta procent, vilket motsvarar en prognostiserad omsättning om knappt 109 miljarder USD. Motsvarande siffra för 2020 prognostiseras till cirka 129 miljarder USD. Den genomsnittliga tillväxten per år uppskattas till omkring 5,7 procent mellan 2017 och 2020. Se graf nedan.

#### Den totala spelmarknaden

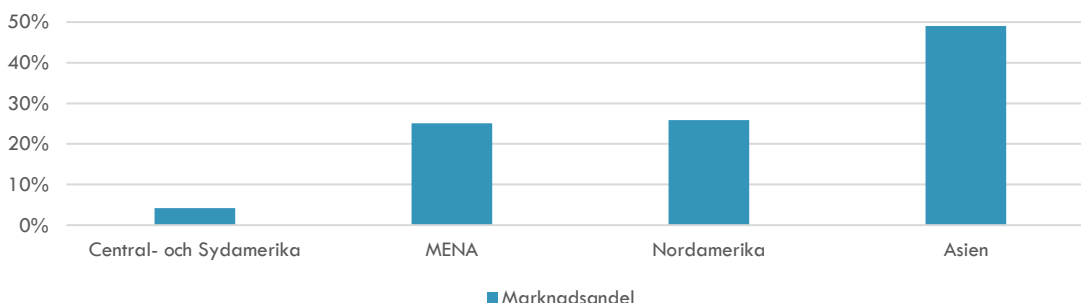


Källa: NewZoo

### Geografisk fördelning av spelmarknaden

Nedan visas spelmarknaden 2017 fördelat på geografiska områden. Som syns är marknaden störst i Asien. "8 to Glory" har sin huvudmarknad i Nordamerika samt Central- och Sydamerika, medan "Mainstream Fishings" återfinns i Asien.

#### Geografisk fördelning

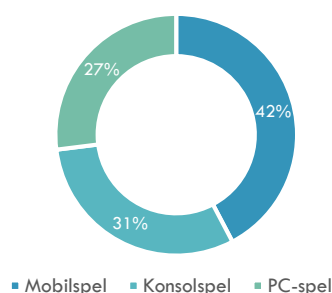


Källa: NewZoo

## Tre marknadssegment

Den totala marknaden för spel delas in efter spelplattform, Mobil, Online/PC och konsol. Grafen nedan visar marknadsandelar för de tre plattformarna. Som framgår antas mobilspel, som inkluderar spel för mobiltelefoner och surfplattor, utgöra 42 procent av marknaden år 2017. Konsolspel antas utgöra den andra största marknadssegmentet med 31 procent andel av marknaden. PC-spel bedöms utgöra för cirka 27 procent av den totala marknaden 2017.

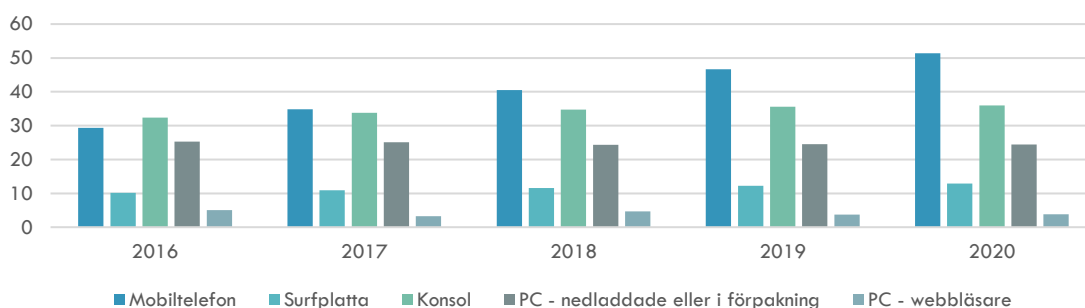
### Geografisk fördelning



Källa: NewZoo

Newzoo prognostiserar att det är främst mobilspel som driver tillväxten i marknaden. Konsolspel antas bidra marginellt till tillväxten. PC-spel spås en negativ tillväxt.

### Geografisk fördelning



Källa: NewZoo

## Konkurrens

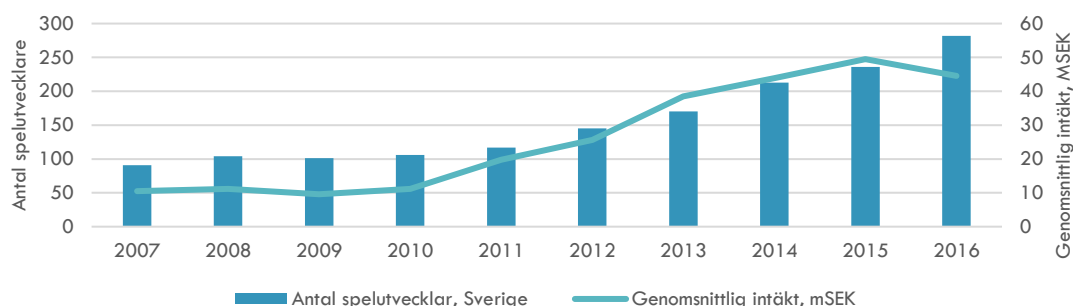
### Fler aktörer - ökad konkurrens

Fler aktörer har också etablerat sig. Under 2016 beräknar Dataspelsbranschen att det finns 282 svenskgrundade spelutvecklingsbolag. 2012 var antalet 145 stycken,



alltså nästan en dubbling på fyra år. Med andra ord har konkurrensen hårdnat samtidigt som marginalerna rimligtvis pressas.

### Flera framstående spelutvecklare från Sverige



Källa: Dataspelsbranschen

Baserat på siffror från Dataspelsbranschen bidrog de tio största svensk-grundade aktörerna med cirka 82 procent av de svenska aktörernas totala omsättning 2016. Bland framstående svensk-grundade aktörerna finns till exempel Mojang som utvecklat bland annat Minecraft. 2016 hade Mojang en omsättning om cirka 3,8 miljarder kronor till en rörelsemarginal om nästan 46 procent. Andra betydande aktörer är bland annat DICE Paradox Interactive, Starbreeze och King. Den sistnämnda aktören, King, har sjunde flest nedladdningar av samtliga utvecklare på Google Play och ligger bland annat bakom populära Candy Crush Saga. 2016 omsatta King cirka 2,4 miljarder kronor.

## Mobilspel

App Store delar in appar i 24 olika kategorier inkluderat Spel. I Google Play delas apparna upp i två huvudgrupper, Apps och Games. Apps delas sedan in i 32 olika underkategorier och Games i 17 olika underkategorier, varav en är Sport.

Three Gates har hittills två sportspel i portföljen. Enlig Appbrain fanns det i december 2017 flest pusselspel på Google Play medan antalet sportspel utgjorde cirka två procent av det totala antalet spelappar. Av dessa hade cirka 22 procent laddats ner 50 000 gånger eller fler. Enligt samma källa är Dream League Soccer 2018 den populäraste gratis-sportappen i termer av nedladdningar. Listan över topp tio domineras av fotbollsspel men inkluderar även biljard, golf, badminton bowling och cricket. Värt att notera är att fiskespelet Fishing Hook (FH) kommer på en 15:e placering. Spelet har laddats ner 10 till 50 miljoner gånger på Google Play.

## Prognoser och värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie i Three Gates har vi utgått från befintlig spelportfölj och det som finns i pipeline – alltså uppdateringar och det nya konsolspelet, "8 to Glory".

## Prognos – 8 to Glory, basscenario

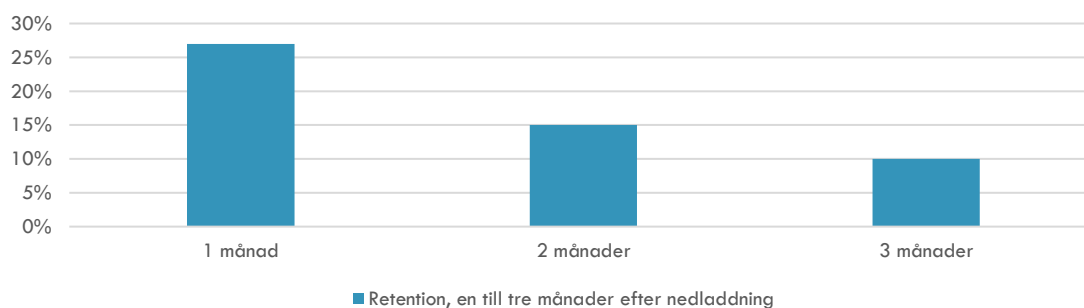
### Mobilversion

Bolaget meddelade i tredje kvartalsrapporten 2017 att intäkter från "8 to Glory" mobilversion började synas i slutet av kvartalet. Intäkterna under fjärde kvartalet uppgick till 13 500, vilket var en besvikelse. Vidare är inte heller de olika spelen särredovisade. Per den 20 november hade spelet laddats ner 850 000. I dag (feb. 2018) uppgår antal nedladdningar till över en miljon, vilket är en klar positiv utveckling.

För år 2018 modellerar vi med en tillväxt i antal nedladdningar på 40 procent. Den starka tillväxten under 2018 motiveras av att appen är gratis att ladda ner samt vår tro om att mobilversionen kommer att få vind i seglen som en effekt av att konsolversionen lanseras och marknadsförs. Fram till år 2020 har vi antagit att antalet nedladdningar ökar till två miljoner.

Vidare är det avgörande att bibehålla antalet användare - en stor del av de som en gång laddat ner en app slutar använda/avinstallerar appen redan efter 1 - 2 dagar. Enligt Localytics slutar i genomsnitt cirka 73 procent att använda spel appar under den första månaden. Efter tre månader använder cirka tio procent av de som laddat ner appen minst en gång per månad (MUA). Med detta sagt modellerar vi med att antalet aktiva spelare i genomsnitt under 2018 motsvarar tio procent av totalt antal nedladdningar. Andelen faller därefter tillbaka till fem procent under de kommande två åren.

Rentention – andel av antal spelare som laddat ner och som fortfarande spelar minst en gång i månaden

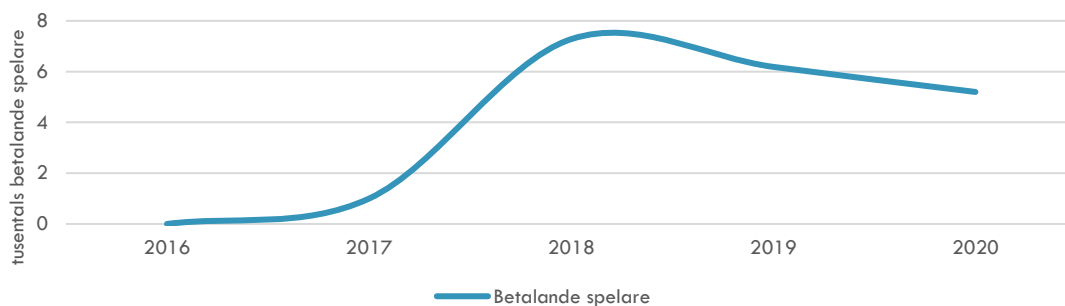


Källa: Localytics och Jarl Securities

Vidare har vi antagit att andelen av de aktiva spelarna som genomför köp-i-app (UPU) är 5,2 procent. Det i linje med en studie genomförd av AppFlyers med en population om över 100 miljoner användare av mer än 1 000 appar.

Grafen nedan visar vår antaganden för antal andel aktiva och betalande spelare.

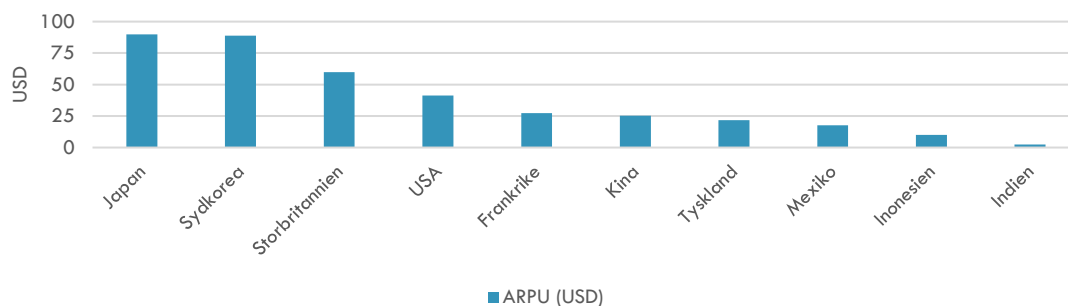
### Antagen utveckling i antalet betalande användare



Källa: Jarl Securities

Nedan visare den genomsnittliga intäkten per månad per aktiv betalande spelare. Samtidigt skall noteras att statistiken är skev och snittet dras upp av vissa framstående appar så som "Pokémon Go".

### Genomsnittliga intäkten per månad per spelare i olika länder



Källa: Källa: Statista, StatCounter, Chartboost och Geenapp

Som nämns tidigare har "8 to Glory" laddats ned främst i Nord- och Latinamerika. Därför modellerar vi med en ARPU per månad om 14,7 USD för "8to Glory", vilket motsvarar ett riskjusterat (50 procent) genomsnitt mellan ARPU i USA och Mexiko.

Vidare har vi antagit att spelet under 2018 genererar intäkter under årets sista sex månader. Med våra antaganden genererar mobilversionen totala intäkter om cirka 5,8 miljoner kronor för helåret 2018. Då intäkter är antagna under samtliga 12 månader under 2019 stiger intäkterna till ~8,8 miljoner kronor under samma år. 2020 faller intäkterna tillbaka med antaget bortfall i antalet aktiva användare överskrider antalet nytillkomna aktiva användare.

Efter distributör och PBR fått sin andel av intäkten erhåller Three Gates motsvarande 43,1 procent av de spelrelaterade intäkterna. Under dessa villkor generas antagna intäkter för Three Gates om 2,2 miljoner kronor 2018.

Tabell nedan visar antaganden och intäkter genererade från mobilversionen av "8 to Glory".

#### Antagna intäkter mobilversion, "8 to Glory"

	2018	2019	2020
Antal nedladdningar, miljoner	1,40	1,70	2,00
Andel aktiva spelare, MAU	10%	7%	5%
Andel aktiva betalande spelare, UPU	5,2%	5,2%	5,2%
Antal aktiva betalande spelare, k	7,28	6,188	5,2
Genomsnittlig intäkt per aktive betalande spelare per månad ARPPU, SEK	118,6	118,6	118,6
Totala intäkter 8 to Glory mobilversion, MSEK	5,2	8,8	7,4
Andel av totala intäkter, Three Gates	43,1%	43,1%	43,1%
Intäkt Three Gates, MSEK	2,2	3,8	3,2

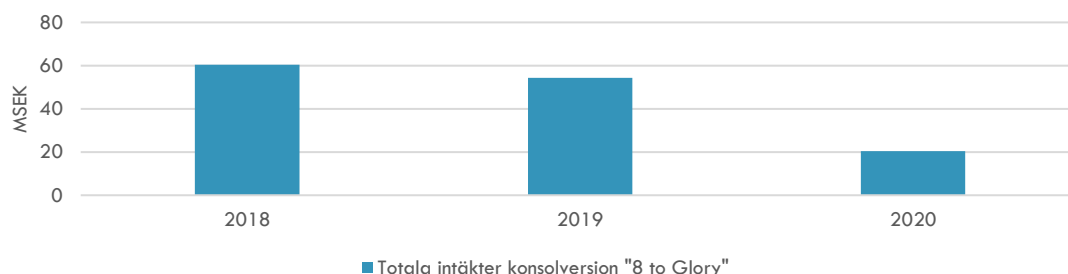
Källa: Jarl Securities

#### Konsolversion

Som nämnts ett par gånger tidigare i texten laserades ett officiellt PBR-tjurridningsspel 2009. Denna version såldes i 600 000 exemplar. Denna siffra är vår referenspunkt. Men med ett ökat intresse för tjurridning är det inte orimligt att antalet sålda spel av Three gates version kommer överskrida tidigare version. Vidare är det numera även möjligt att direkt via konsolen ladda ner spelet. Med detta anser vi att 850 000 sålda exemplar fram till 2020 är rimligt och modellerar därmed därefter.

Pris per spel är antaget till 22 USD år 2018. Nästkommande två år modellerar vi med ett rabatterat försäljningspris om 19,8 USD och 14,9 USD för år 2019 respektive 2020. Nedan visas den antagna försäljningskurvan.

#### Antagna totala intäkter, konsolversion "8 to Glory"



Källa Jarl Securities

Givet våra antaganden uppgår sen totala försäljningen till ~60,4 miljoner kronor 2018. Efter utbetalning till distributörer (Sony och Microsoft) samt PBR erhåller Three Gates motsvarande 43,1 procent av de totala försäljningsintäkterna. Under

2018 genererar konsolversionen av "8 to Glory" ~26 miljoner kronor i intäkter. Med ett fallande pris kommer intäkterna ner till 23,4 miljoner kronor 2019.

#### Antagna intäkter konsolversion, "8 to Glory"

	2018	2019	2020
Antal sålda spel, tusental	340	340	170
Pris per enhet, SEK	177,6	159,8	119,9
<b>Totala intäkter 8 to Glory konsolversion, MSEK</b>	<b>60,4</b>	<b>54,3</b>	<b>20,4</b>
Andel av totala intäkter, Three Gates	43,1%	43,1%	43,1%
Intäkt Three Gates, MSEK	26,0	23,4	8,8

Källa: Jarl Securities

## Prognos Mainstream Fishing

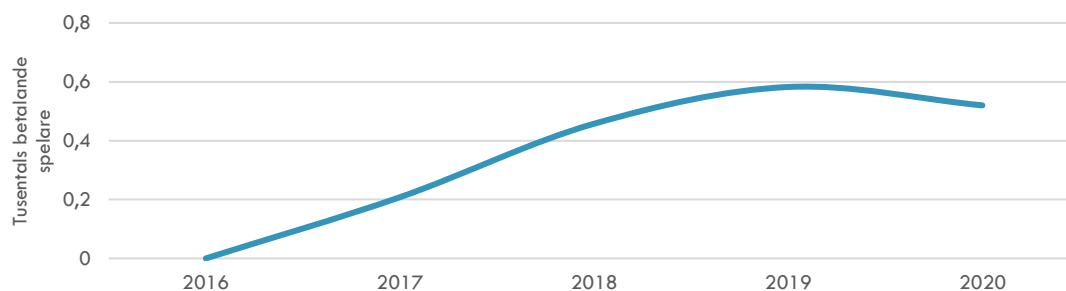
"Mainstream Fishing" har i dag laddats över 40 000 gånger på Google Play. Vid 2020 års utgång modellerar vi med att spelet laddats ner 200 000 gånger (uppskattningsvis topp tio procent i termer av antal nedladdningar). Den starka procentuella tillväxten anser vi vara rimlig givet att bolaget lyckas knyta till sig en eller flera partners som med välrenommerade varumärken kan "validera" spelet. "Mainstream Fishing" har ett användarbetyg om 4,1 vilket överstiger genomsnittet för mobilspel om 3,9.

Vi återanvänder statistik från Localytics och modellerar med att tio procent av de som laddat ner spelet är aktiva spelare under 2018. Likt antaganden för mobilversionen av "8 to Glory" faller siffran tillbaka till fem procent 2020.

Som nämnts har spelet historiskt varit populärt i på flera platser i världen inkluderat Sydostasien modellerar vi med en riskjusterad ARPU per månad om 12,1 USD för "Mainstream Fishing".

Återigen har vi antagit att 5,2 procent av de aktiva spelarna genomför köp i appen. Nedan visas antaget antal aktiva och betalande spelare.

#### Antagen utveckling i antalet betalande användare



Källa: Jarl Securities

Som framgår i tabell nedan är de antagna intäkterna från "Mainstream Fishing" ytterst begränsade. Under den prognostiserade perioden 2018 till 2020 genererar appen totalt ~60 000 kronor.

#### Antagna intäkter, "Mainstream Fishing". Notera intäkter angivna i KSEK

	2018	2019	2020
Antal nedladdningar, tusental	88	160	200
Andel aktiva spelare, MAU	10%	7%	5%
Andel aktiva betalande spelare, UPU	5,2%	5,2%	5,2%
Antal aktiva betalande spelare, k	0,5	0,6	0,5
Genomsnittlig intäkt per aktive betalande spelare per månad ARPPU, SEK	97,4	97,4	97,4
Totala intäkter 8 to Glory mobilversion, KSEK	44,6	56,8	50,7
Andel av totala intäkter, Three Gates	40,0%	40,0%	40,0%
Intäkt Three Gates, KSEK	17,8	22,7	20,3

Källa: Jarl Securities

Här skall det även noteras att det finns uppsida. Som tidigare nämnts är omsättningen för fiske-appar hög. Kan "Mainstream Fishing" bryta genom bruset av fiske-appar kan intäkterna bli betydligt högre.

### Prognos - Offensive Combat: Redux!, basscenario

Försäljningen för OCR har hittills varit långt under bolagets förväntningar. Spelet har även under en period legat ute gratis för att öka spelarbasen. Utan tecken på en vändning är vi konservativa i våra prognoser och modellerar med fallande försäljning under de kommande tre åren. Det trots att bolaget avser att lägga resurser på att uppgradera spelet med nya banor. Som nämnts hade spelet i början på december 2017 sålts cirka 6 200 gånger. Vi modellerar med en försäljning om 3 200 exemplar 2018. Antalet minskar i vårt scenario till 300 exemplar 2020. Det antagna försäljningspriset är satt till 9,99 USD.

#### Antagna intäkter konsolversion, "Offensive Combat: Redux!". Notera pris i KSEK

	2018	2019	2020
Antal sålda spel, tusental	3,2	2,5	0,3
Pris per enhet, SEK	80,6	80,6	80,6
Totala intäkter 8 to Glory konsolversion, MSEK	0,25	0,20	0,02
Andel av totala intäkter, Three Gates	70,0%	70,0%	70,0%
Intäkt Three Gates, MSEK	0,2	0,1	0,0

Källa: Jarl Securities

Vi antagit att TG erhåller 70% av försäljningsintäkterna under perioden. Detta då bolaget under rådande villkor även får betalt för tidigare utvecklingskostnader



## Prognos – övriga spel och konsultarvoden

Med hänsyn tagen till att de övriga spelen i bolagets portfölj hittills inte har inbringat några betydande belopp modellerar vi i nuläget inte heller med att de kommer göra det framledes. Av alla drygt ~3,6 miljoner appar som finns på Google Play och kan rimligtvis inte alla bli en stor succé.

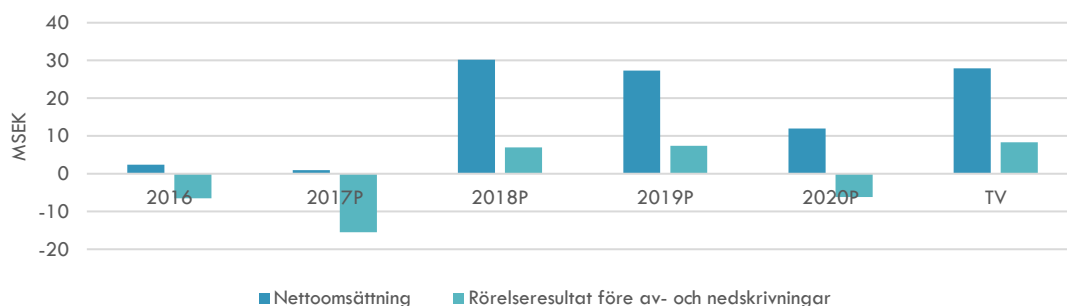
Bolaget har ett avtal med INOV8 Gold till ett värde om totalt 1,8 miljoner kronor. Vi modellerar med att hela beloppet faller in på innevarande år, 2018. Med hänsyn till bolagets strategi har vi inte räknat med några konsultrelaterade intäkter därefter.

Värt att notera är att bolaget har flera ännu inte lanserade spel med INOV8 Golf. Vidare har bolaget en andel av aktierna i INOV8 Golf.

## Prognos – totala intäkter och lönsamhet

Grafen nedan visar de prognostiserade intäkterna för Three Gates med befintlig spelportfölj. De totala antagna interna för 2018 beräknas till drygt ~30 miljoner kronor.

Antagna intäkter och EBITDA-resultat



Källa: Jarl Securities

I grafen visas även det prognostiserade EBITDA-resultatet (rörelseresultat före avskrivningar).

Under 2017 uppgick kostnaderna till 17,5 miljoner kronor. För 2018 räknar med totala kostnader 2018 om ~24 miljoner kronor, varav en stor del är hänförliga till marknadsföring av av "8 to Glory" konsolversion.

De ökade kostnaderna förklaras även av vidareutveckling av mobilversionen av "8 to Glory" och "Mainstream Fishing" men främst ökade marknadsinsatser för de båda. 2018 års EBITDA-marginal antas till ~23 procent. EBITDA. Dessa kostnader minskar under 2019, vilket lyfter EBITDA-marginalerna till ~27 procent.

## Värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie i Three Gates har vi kombinerat en DCF-värdering med en jämförande bolagsvärdering. Vi har även skapat ett mer konservativt scenario samt ett optimistiskt scenario – för att skapa en känsla för hur vi värderar aktien i andra scenarios än det antagna bas-scenario som har beskrivits ovan.

### DCF-värdering

Genom att nuvärdesberäkna prognostiserade kassaflöden med en diskonteringsränta om 15,3 procent beräknar vi ett värde per aktie om 11,1 kronor per aktie i DCF-modellen.

Med emissionen adderas totalt drygt ~3,7 miljoner aktier till befintligt utestående antal om ~1,3 miljoner aktier. Antalet aktier summeras således till knappt ~5,1 miljoner stycken efter antagen fulltecknad emission, ersättning till garantier samt kvittning av utestående konvertibler. Nettokassan vid utgången av 2018 beräknas till ~20 miljoner.

#### DCF-värdering

USD/SEK	8,1	
Diskonteringsränta	15,3%	
Långsiktig tillväxt	2%	
Långsiktig EBITDA-marginal	30%	
Rörelsevärde (EV), MSEK	36,4	
Nettokassa, dec-2018, MSEK	20	
Aktievärde, MSEK	56	
Antal aktier efter emission och konvertering, M	5,1	
Värde per aktie, SEK	11,1	
	2018	2019
EV/Sales	1,2x	1,3x
EV/EBITDA	5,2x	4,9x

Källa: Jarl Securities

Evighetsvärdet är beräknat på 2019 räkenskaper, vilket innebär att modellen inkluderar vidare utveckling av befintliga samt lansering av nya lönsamma spel.

Den långsiktiga tillväxten är satt till 2%. Den långsiktiga EBITDA-marginalen är antagen till 30 procent – i linje med mer mogna spelutvecklare.

## Jämförelsevärdering, basscenario

Vi har identifierat ett antal bolag vars verksamhet inkluderar utveckling av vanliga PC-spel, mobilspel och/eller konsolspel.

Bolagen i jämförelsegruppen är samtliga involverade i spelutveckling men är generellt större, mer mogna bolag och har bredare spelportföljer.

### Jämförelsevärdering

Paradox Interactive AB (publ)	17,9x
Starbreeze AB	NULL
THQ Nordic AB	12,7x
Stillfront Group AB (publ)	9,4x
Activision Blizzard Inc	17,6x
Electronic Arts Inc	15,7x
Take-Two Interactive Software Inc	14,1x
Ubisoft Entertainment SA	6,8x
CD Projekt SA	57,1x
Focus Home Interactive SA	12,3x
Genomsnitt	18,2x
Implicit EV, MSEK	126,2
Rabatt avsaknad historik och storlek, MSEK	64,4
Nuvärde, MSEK	57,0
Nettokassa dec-2018, MSEK	19,5
Aktievärde, MSEK	76,5
Antal aktier, M	5,1
Värde per aktie, SEK	15,1

Källa: Jarl Securities

Genom att applicera jämförelsegruppens 2018P EV/EBITDA-multipel på det prognostiserade EBITDA-resultatet för Three Gates landar vi på en värdering om 15,1 kronor per aktie, efter applicerad 50 procent rabatt.

Rabatten motiveras av bolagets storlek och brist på historik. Se tabell nedan.

## Motiverat värde per aktie

Genom att kombinera de båda värderingsmetoderna i ett genomsnitt beräknas det motiverade priset per aktie till 13,1 kronor.

### Motiverat värde per aktie

DCF-värdering	11,1
Jämförelsevärdering	15,1
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>13,1</b>

	2018	2019
EV/Sales	1,5x	1,7x
EV/EBITDA	6,7x	6,3x

Källa: Jarl Securities

## Känslighetsanalys

I avsaknad av historik råder stor osäkerhet i våra prognoser rörande både intäkter och kostnader. I vårt scenario är konsolversionen av "8 to Glory" just nu det spelet som skapar mest värde. För att skapa en förståelse för hur vår värdering skiftar med antal sålda exemplar av konsolversionen har vi gjort en känslighetsanalys.

I basscenariot säljer konsolversionen i 850 000 exemplar. I ett mer konservativt scenario säljer det i 600 000, alltså lika många som tidigare version av PBR:s officiella tjurridningsspel. I ett mer offensivt scenario säljs totalt en miljon exemplar under perioden 2018 till 2020.

På x-axeln är antal sålda exemplar i miljontal. På y-axeln är diskonteringsränta.

### Känslighetsanalys, motiverat värde per aktie

	0,6	0,8	1,0
<b>12,5%</b>	4,4	14,3	20,0
<b>15,3%</b>	3,5	13,1	18,6
<b>20,0%</b>	3,0	11,8	16,9

Källa: Jarl Securities

## Risker

En av de mer uppenbara riskerna förknippat med Three Gates är att försäljningen inte lever upp till förväntningarna. Den hittills begränsade försäljningen av OCR är ett exempel. Vidare att den planerade lanseringen är avsedd att äga rum i samband med PBR:s 25-årsjubileum. En försening i lanseringen kan innebära att den skjuts i försäljningen som vi modellerar med inte infinner sig. Vidare, i avsaknad av historik är osäkerheten i våra prognoser hög.

## Ägarstruktur

Se tabell nedan för bolagets sju största aktieägare per 30 januari 2018. Styrelseledamoten Rune Löderup är bolagets andra största ägare följt av vd Don Geyer är bolagets tredje största ägare. Håkan Mattsson och Marcus Gezelius med medgrundare. Bolagets femte största ägare är styrelseordförande Viktor Modigh. Som framgår har alltså flertalet personer med inflytelserika positioner aktieinnehav. Det ökar deras finansiella incitament att agera i aktieägarnas intressen.

### Tio största ägarna, 2018-01-30

	<b>%, Kapital</b>
Motionworx i Visby AB	11,3%
Rune Löderup	9,4%
Don Geyer	8,5%
Håkan Mattsson	6,4%
Viktor Modigh	5,1%
Avanza Pension	4,9%
Marcus Gezelius	4,8%

Källa: Three Gates, IM

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://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.

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