

## Stark tillväxt och flera spännande spellanseringar

### Kraftigt ökande nettoomsättning

Andra kvartalet uppvisar Three Gates en nettoomsättning på strax under 4,5 miljoner kronor, att jämföra med 0,1 motsvarade period 2019. Detta innebär att nettoomsättning hittills i år är imponerade 8,5 miljoner kronor (0,7). Även resultaten har förbättrats, där rörelseresultatet landar på -1,3 miljoner kronor (-2,8) och resultatet efter skatt -2,6 miljoner kronor (-2,8).

### Synergier tydliga med Tivola-förvärvet

Införlivandet av Tivola Games i koncernen står för en stor del av den kraftiga ökningen i omsättningen. Redan nu är synergieffekter tydliga då Tivola uppvisar en 13 procent omsättningsökning i andra kvartalet jämfört med första och hela 44 procent jämfört med motsvarade kvartal 2019. Då andra kvartalet traditionellt brukar vara det svagaste omsättningsmässigt för Tivola talar detta för att förvärvet och integreringen av det nya bolaget redan börjar ge tydlig utdelning.

### Project Blue Book: The Game lanseras globalt

Efter att ha smyglanserat tidigare i Storbritannien och USA är Project Blue Book: The Game nu lanserat globalt. Spelet släpptes den 20:e augusti och uppvisar hittills enligt vd Don Geyer goda resultat på flera viktiga KPI:er. Spelet har utvecklats tillsammans med A+E Networks Digital Media Group och History Channel som det officiella spelet till dramaserien Project Blue Book. Tv-serien befinner sig i sin andra säsong för närvarande och är producerad av bland annat Robert Zemeckis (Forrest Gump, Back to the Future).

### Tivola Games får viktigt federalt bidrag

Strax efter rapporten meddelade bolaget att Tivola Games blivit beviljade ett federalt bidrag på 200 000 euro från den tyska staten. Bidraget ges för att hjälpa att täcka produktionskostnaderna för mobilspelet *Animal World* (arbetstitel). Enligt vd Don Geyer kommer finansieringen nyttjas för att ytterligare utveckla monetariseringen av deras spel med hjälp av ny spelmekanik och innehåll. Detta ger inte bara ett välkommet finansiellt bidrag utan har även potential att accelerera bolagets utveckling av nya speltitlar.

### Three Gates

#### Rapportkommentar

Datum 27 augusti 2020  
Analytiker Nils Hellström & Johan Hellström

#### Basfakta

Bransch Spel  
Styrelseordförande Viktor Modigh  
Vd Don Geyer  
Noteringsår 2016  
Listning NGM Nordic MTF  
Ticker GATE  
Aktiekurs 0,83 kr (26/8-2020)  
Antal aktier, milj. 37,6  
Börsvärde, mkr 31  
Nettoskuld, mkr -0,8  
Företagsvärde (EV), mkr 36,8  
Webbplats [www.threegates.se](http://www.threegates.se)

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Börsdata

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2018	2019	2020p	2021p
Nettoomsättning	3,5	1,1	19,0	57,0
EBITDA	-15,3	-13,1	-10	-5
Rörelseres. (ebit)	-18,2	-17	-17,6	-16,4
Nettoresultat	-18,9	-20	-20,6	-18
Vinst per aktie	neg.	neg.	neg.	neg.
Utd. per aktie	-	-	-	-
Omsättningsstillväxt	12,2%	-68,6%	12,2%	200,0%
Bruttomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
Rörelsemarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S-tal	8,9	28,4	1,6	0,5
EV/S	10,5	33,5	1,9	0,6

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Sex spellanseringar kommande åren

Bolaget har idag en bred portfölj av utgivna och kommande spel och hela sex spel planeras lanseras 2020 och 2021. Atari Asteroids Star Pilot, utvecklat tillsammans med Atari, planeras för lansering inom kort och testkampanjer har redan påbörjats. Ytterligare minst tre Tivola spel planeras för lansering under 2021. Den höga utvecklings-takten är uppmuntrande och varje nytt spelsläpp är ytterligare chans till ett genombrott på marknaden.

### Redo för nya förvärv

I augusti meddelade bolaget att de förvärvat rättigheterna till mobilspellet Wordie. Wordie är ett etablerat trivia spel som uppvisade 80 000 månatliga organiska nedladdningar per månad under 2019 och totala intäkter på omkring 250 000 dollar. Three Gates ämnar utnyttja sitt tekniska kunnande och sin plattform för att vidareutveckla monetariseringen av spelet och även lokalisera spelet för engelska och tyska och därmed öppna upp det för större publik. Bolaget söker aktivt efter nya förvärv, där etablerade titlar med redan beprövade intäktsströmmar som Three Gates kan utveckla är av största intresse.

### Nya tillväxttakten inte inprisad

Three Gates ser ut att påbörjat en pivotering och rör sig nu mot lönsamhet för första gången. Efter 4 år på börsen har bolagets aktie sett en relativt svag kursutveckling och inget spel har ännu bidragit med det genombrott som bolaget letar efter. Vd Don Geyer framhåller dock att Three Gates historik och samarbeten har gett dom ovärderlig erfarenhet av att jobba med större rättighetspartners och ytterligare stärkt deras roll som en oberoende spelstudio i framkant.

Trots att mycket är osäkert med Three Gates framtida utveckling anser vi att framtiden ser ljus ut och att tillväxten hittills i år är imponerande. Varje ny spellansering är ytterligare en chans till det stora genombrottet och bolaget har redan nu en ambitiös kalender för framtida spellanseringar. Likt alla förhoppningsbolag är måttet risk stor och av bolagets satsningar är på inget sett garanterat. Vi ser dock tydliga indikationer på att Three Gates är på rätt väg och inte har långt kvar till lönsamhet. Lyckas Three Gates kontinuerligt släppa nya titlar samtidigt som portföljen breddas genom förvärv och kontinuerlig vidareutveckling finns det goda chanser för uppsida i aktien. Genom att värdera bolaget med DCF-analys samt multipelvärdering finner vi ett motiverat aktievärde på mellan 1,5–2 kronor i dagsläget.

**Motiverat värde: 1,5 – 2 SEK**

### Officiellt spel till hyllad TV-serie

Three Gates släppte nyligen Project Blue Book spelet, som utvecklas som det officiella spelet för TV-serien.



Källa: Bolaget

### Snabbt växande spelportfölj

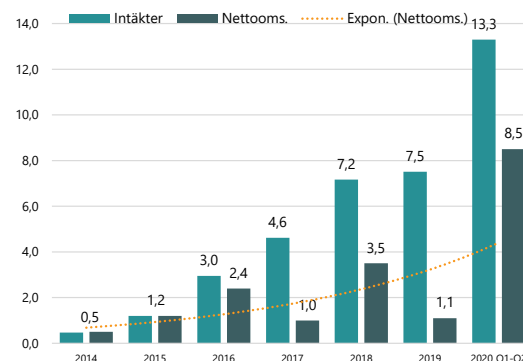
Ett urval av spelet i bolagets spelportfölj.



Källa: Bolaget

### Starkt ökande omsättning

Ökning i totala intäkter och nettoomsättning, i Mkr.



Källa: Bolaget

## Om Three Gates

Three Gates AB (TG eller bolaget) är en spelkoncern bestående av den Visbybaserade spelstudion Three Gates samt majoriteten av Tivola Games, baserat i Hamburg. Bolaget grundades år 2011 och börsnoterades i september 2016 på NGM Nordic MTF. Koncernen producerar egna spel samt utvecklar spel och andra digitala produkter på uppdrag av externa företag. Three Gates och Tivola Games har etablerade samarbeten med ett antal starka industripartners och en utförlig produktportfölj. Bolaget verkar internationellt och distribuerar sina spel globalt.

En stor styrka i bolaget är den meriterade ledningen och styrelsen. Vd Don Geyer har mer än 30 års erfarenhet av projekt och organisationsledning och har ett värdefullt omfattande internationellt nätverk inom spelindustrin. Ledningen har bred kompetens med en bakgrund inom en mängd olika roller inom spelindustrin. Inom styrelsen återfinns kompetens inom allt från finansiering till produktutveckling och erfarenhet från bland annat Rovio och deras megasuccé Angry Birds.

Three Gates har en mängd spelsläpp i bagaget, där noterbara titlar i närtid är 8 to Glory och MainStream Fishing. Spelstudion har gått från att vara en studio huvudsakligen inriktad på tekniska uppdragsjobb till att jobba med större licenser och globala samarbetspartners. 8 to Glory utvecklades tillsammans med PBR, den internationella federationen för tjurridning, och släpptes som det officiella spelet för ligan. 8 to Glory släpptes både som konsolspel och för mobilen och Three Gates samarbetade med THQ Nordic för distributionen av spelet.

Bolaget har även utvecklat spelet Project Blue Book: The Game, det tillhörande spelet till drama tv-serien Project Blue Book. Serien produceras av Oscars- och Golden Globe-vinnare Robert Zemeckis, känd från bland annat Forrest Gump och Back to the Future. Serien har fått ett varmt mottagande och har blivit en av HISTORY's högst betygsatta serier. Efter smyganseringar under året så har spelet nu släppts globalt den 20:e augusti som mobilspel på IOS och Android.

Förvärvet av Tivola Games meddelades i slutet av 2019 och slutfördes i början av året. Tivola Games har en bred och etablerad spelportfölj med totalt över 100 miljoner nedladdningar, främst inom segmentet kvinnor mellan 18–26 år. Tivolas spelportföljd har i dagsläget omkring 15 miljoner nedladdningar årligen. Spelen befinner sig huvudsakligen inom kategorin familjespel, med titlar såsom "Cat Hotel", "PetWorld 3D" och "Horse World". Förvärvet har kraftigt ökat Three Gates erbjudande, något som inte minst är märkbart på siffrorna i de senaste två kvartalsrapporterna.

### Visbybaserad spelkoncern

Three Gates grundades 2011 och börsnoterades 2016.

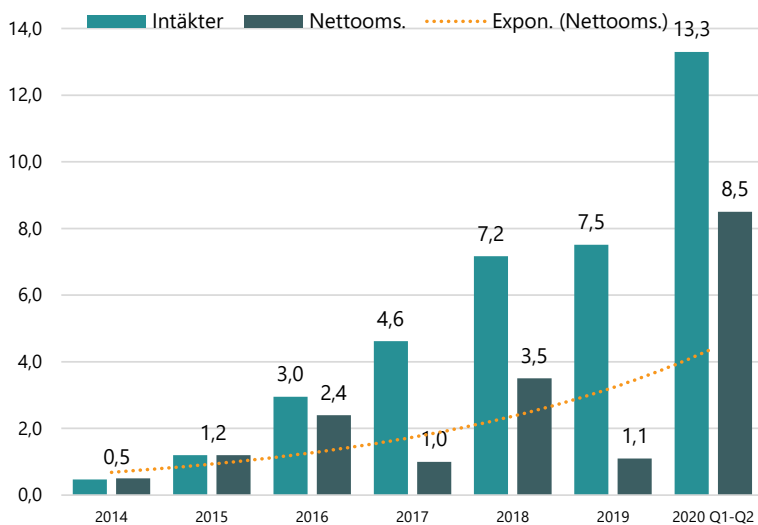


## Finansiell historik

Three Gates är fortfarande ett utpräglat utvecklingsbolag som arbetar mot svarta siffror och sitt stora genombrott. Omsättningen sedan 2014 har ökat kraftigt, med en genomsnittlig ökning på omkring 80 procent per år. Viktigt att notera är dock att den totala omsättningen även inkluderar aktiverat arbete för egen räkning. En hög andel aktiverat arbete för egen räkning är vanligt för spelstudior, där långa utvecklingsarbeten ofta innebär höga kostnader innan något spel kan lanseras. Rensat för dessa kostnader visar nettoomsättning tydligt ojämnare karaktär men ändå en uppenbart kraftig ökning under 2020. Detta är hänförligt till förvärvet av Tivola Games, vilka hade en omsättning på omkring 13–14 miljoner kronor under 2018. Bolaget rapporterar en mycket lovande omsättningsökning hos Tivola Games på hela 44 procent jämfört med motsvarande kvartal 2019, något som pekar mot att synergieffekter redan går att utläsa. Detta är särskilt tydligt då bolaget själv rapporterar att andra kvartalet vanligtvis brukar vara det svagaste omsättningsmässigt för Tivola Games.

### Kraftigt ökad nettoomsättning under 2020

Totala intäkter och nettoomsättning, Mkr.

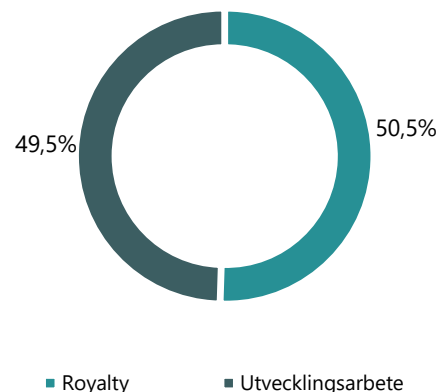


Källa: Bolagets

Resultatmässigt har Three Gates ännu en bit kvar tills bolaget blir lönsamt. I linje med många andra utvecklingsbolag har bolaget en relativt hög burnrate och uppvisar hittills i år, rensat för eget aktiverat arbete, ett resultat på strax under – 11 miljoner kronor. Betyggande dock är att nettoomsättning kraftigt ökat och bibehålls detta ser det ljus ut att bolaget successivt rör sig mot lönsamhet de kommande åren. Bolaget har, per den sista juni, omsättningstillgångar på omkring 3,7 miljoner kronor och skulder på strax under 24,5 miljoner kronor. Likvida medel uppgår vid slutet av kvartalet till 6,3 miljoner kronor.

### 50,5% omsättning från royalties

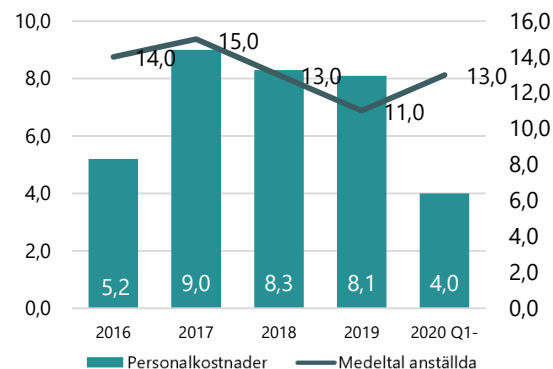
Fördelning mellan utvecklingsarbete och royalties, 2019.



Källa: Bolagets finansiella rapporter

### Personalkostnaderna minskar

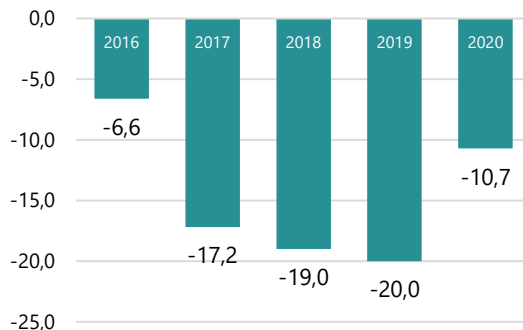
Personalkostnader i miljoner kronor och medeltal anställda, 2016–2020 Q1-Q2.



Källa: Bolaget

### Ännu en bit kvar till lönsamhet

Resultat från 2016–2020 Q1-Q2, rensat för aktiverat eget arbete, Mkr.



Källa: Bolagets finansiella rapporter

## Marknaden

Three Gates är aktiva på den globala spelmarknaden, en sektor som de senaste åren upplevt uppseendeväckande stark tillväxt. Enligt uppgifter från Newzoo beräknas den globala spelbranschen omsätta 159,3 miljarder USD år 2020, med en årlig tillväxttakt per år på nästan 10 procent. Denna omsättning är fördelat på tre plattformar; PC, mobil och konsol. De senaste åren har mobilspelsmarknaden, där huvuddelen av Three Gates portfölj befinner sig, växt kraftigt och står idag för 48 procent av de totala i spelindustrin, omkring 77,2 miljarder dollar. Vidare uppvisar mobilsegmentet starkast tillväxt av alla plattformar, med strax över 13 procent på årsbasis.

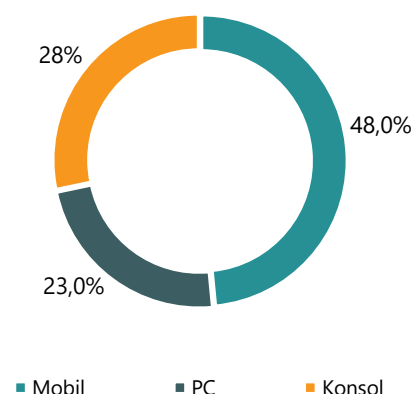
Inom mobilsegmentet, där merparten av Three Gates portfölj existerar, så är spelkategorierna "casual games", "puzzle" och "arcade games" störst. Dessa spelkategorier kännetecknas av enkelhet, låga krav på tidigare kunskap och möjligheten att spela relativt korta spelomgångar. Enligt uppgifter från Udonis så spelar mellan 55 och 60 procent av alla mobilspelare spel inom kategorierna ovan. Detta stämmer väl överens med den spelportfölj Three Gates har idag, som kan beskrivas som familje-spel som når en bred målgrupp. Det nyligen lanserade Project Blue Book: The Game befinner sig i subgenren "Hidden Object games", vilket kan beskrivas som pusselspel där spelaren ska hitta gömda objekt i olika miljöer.

Intäktmodellerna i spelbranschen har förändrats markant de senaste årtiondena med framkomsten av så kallade "freemium" spel. Freemium, även kallat Free-To-Play, är spel som är gratis att installera och börja spela men som innehåller köp inuti spelet. Dessa köp kan innebära allt från kosmetiska förändringar och möjligheten att köpa sig fri från reklam till att låsa upp nya funktioner och nytt innehåll inuti spelet. Inom mobilspel är denna intäktmodell särskilt vanlig, där de tio mobilspel med högst intäkter till dags dato alla nyttjar någon form av Free to Play modell med köp inuti spelet. Statistik från Appsflyer från 2017 visar att omkring 5 procent av mobila användare genomför någon form av köp inuti mobilappar och det genomsnittliga beloppet som spenderas per månad är strax under 100 kr. Då spelkategorin står för majoriteten av inkomsterna från appar som helhet är det rimligt att anta att merparten av dessa köp sker inuti spelappar. Demografiskt skiljer sig också mobilspelare från de som spelar spel på PC eller konsol. Mobilspelare är i genomsnitt äldre, med 50 procent över 34 år gamla enligt MediaKix. Samma studie visar att kvinnor är överrepresenterade inom mobilspel och är också mer benägna att spendera pengar i appar än män är.

Sammantaget befinner sig Three Gates på en marknad som uppvisar kraftig tillväxt och är under snabb förändring. Pivotingen bolaget har gjort mot mobilsegmentet och "familjespel" passar väl in i det som efterfrågas på marknaden och intäktsmöjligheterna är goda.

## Mobilspel tydligt störst

Spelmarknaden fördelat efter plattform och omsättning.



Källa: Newzoo

## Miljardintäkter till mobilspel

De 6 spelen med högst totala intäkter.

Spel	Tillverkare	Totala intäkter
Monster Strike	Mixi	8,1 miljarder USD
Honor of Kings	Tencent	7,9 miljarder USD
Puzzle & Dragons	Gungho Online Entertainment	7,7 miljarder USD
Clash of Clans	Supercell	7 miljarder USD
Candy Crush Saga	King	5,4 miljarder USD
Pokémon Go	Niantic	4,7 miljarder USD

Källa: Sensortower



## Kommande lanseringar

Three Gates har ett antal större titlar ute nu samt åtminstone 6 spel planerade för lansering de kommande två åren.

### Project Blue Book: The Game

Spelet baserat på History Channel tv-serien Project Blue Book hade global lansering den 20:e augusti i år efter att ha smyglanserats i USA och Storbritannien tidigare i år. Spelet är ett gratisspel med intäkter genom köp i spelet och reklam och lanserades till mobil, PC och Facebook. Spelet är ännu relativt nylanserat och utförlig statistik är inte tillgänglig än, men bolaget framhåller att tidigare KPI:er visar på en lyckad lansering.



Källa: Bolaget

### ATARI Asteroids Star Pilot

Mobilspel som utvecklas tillsammans med ATARI som ett free-to-play spel. Vidareutveckling på klassiska ATARI Asteroids spelet. Spelet har ingen fast lanseringsdatum än men var tidigare planerat till Q2 2020 och är enligt vd Don Geyer i senaste kvartalsrapporten inte långt borta.



Källa: Bolaget

### Tre Tivola/Three Gates titlar

Ytterligare tre titlar utvecklade tillsammans med Tivola är satta att lanseras mellan Q4 2020 och Q1 2021. Dessa är två djurspel, Animal World och Untamed, samt ett ännu inte namngivet "hidden object" spel. Spelen kommer lanseras huvudsakligen som mobilspel och med största sannolikhet som "free to play" titlar.

### Ett urval av Three Gates spelportfölj



## Värdering

Att värdera spelföretag för ofta med sig en stor mängd osäkerhet, då det sällan går att rättvist och träffsäkert förutsäga vilka spel som kommer slå igenom. Marknaden är snabbväxande och kundernas förväntningar och preferenser förändras snabbt. Genom att beskriva särskilt värde drivande händelser, analysera kassaflöden och slutligen relativt jämföra bolaget kommer vi landa i ett motiverat värderingsintervall.

### Värde drivande händelser i närtid

- Lanseringen av Project Blue Book: The Game och Atari Asteroids Star Pilot  
Med strax under 18 månaders utvecklingstid är nu Project Blue Book: The Game lanserat globalt. Förutsättningarna för större genomslag är goda och i samband med nästa rapport bör bolaget ha tydligare indikatorer på hur spelet mottagits. Atari Asteroids Star Pilot förbereds för global lansering till hösten och förhoppningen är att spelet ska vara globalt lanserat till nästa rapport.
- Fortsatta synergier och ökning av nettoomsättningen  
2020 har hittills inneburit en kraftigt ökande nettoomsättning, i stort på grund av införlivandet av Tivola Games i koncernen. Bibehållen ökning i denna takt ger en tydlig signal att Three Gates håller på att vända mot lönsamhet. Redan nu är synergier tydliga från förvärvet av Tivola, något Three Gates bör kunna kapitalisera på ytterligare kommande perioden.
- Fler förvärv  
Three Gates har ett antal förvärv bakom sig, senast köpet av rättigheterna till spelet Wordie. Genom att förvärva spel med relativt säkra intäktströmmar och använda sin beprövade erfarenhet och tekniska kunnande för att utveckla och expandera ser ut att vara ett värdefullt recept för att nå lönsamhet på sikt.

## Värderingar i spelbranschen

Nedan ses en sammanställning av värderingarna inom gaming och spelbranschen i Sverige. Sammantaget kan sägas att relativt höga värderingar är vanliga, där det genomsnittliga bolaget värderas mellan 6 och 11 gånger omsättningen. Denna jämförelse innehåller en mängd bolag inom branschen och inkluderar därefter bolag vars affärsidé skiljer sig väsentligt från Three Gates. Det är ändå hjälpsamt då det kan urskönja generella mönster och ge en indikation på vart värderingen kan gå.

Sammantaget drar vi slutsatsen från denna jämförelse att Three Gates är relativt lågt värderat jämfört med branschen som helhet. Vidare visar Three Gate upp mycket starka omsättningssiffror vilka, om ökningen fortsätter som den gör nu, motiverar en högre värdering. Vidare visar jämförelsen att Three Gates inte heller sticker ut markant avseende resultat, i detta fall uttryckt i EBITDA. Det ger ytterligare fog till att anta att en värdeökning av bolaget är trolig.

## Undervärderat jämfört med liknande bolag

Svenska bolag inom spel och gaming. Börsvärde, omsättning och EBITDA uttrycks rullande 12 månader.

Bolag	Börsvärde, Mkr	Omsättning, Mkr	EBITDA, Mkr	EV/sales	P/S
Embracer	57042,7	7371,2	2397,1	7,6	7,7
Stillfront	27911,0	3187,0	1077,0	9,0	8,8
Paradox Interactive	22450,6	1529,2	621,5	14,4	14,7
G5 Entertainment	3300,6	1317,9	201,0	2,4	2,5
Enad Global 7	1326,0	315,4	13,0	4,0	4,2
Flexion Mobile	651,9	111,6	-32,1	5,6	5,8
Atari	578,8	253,0	30,6	2,4	2,3
Qiiwi Games	568,1	73,9	12,0	7,5	7,7
MAG Interactive	486,9	234,4	19,5	1,6	2,1
Starbreeze B	388,7	125,5	42,0	2,9	3,1
MOBA Network	272,2	32,5	15,0	7,8	8,4
Bublar	264,6	73,4	-27,8	2,8	3,6
Zordix	240,9	22,5	2,5	10,3	10,7
Gaming Corps	159,5	4,7	-12,0	33,0	34,2
Adventure Box	112,9	3,8	-7,5	28,6	29,9
Star Vault	103,0	1,6	-3,7	62,8	65,2
Nitro Games	77,4	14,0	-16,3	5,9	5,5
Game Chest	74,0	4,2	-2,2	17,4	17,8
Beyond Frames	50,6	9,6	-8,9	5,1	5,3
Gold Town Games	44,8	16,7	-4,8	2,8	2,7
<b>Three Gates</b>	<b>31,2</b>	<b>16,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,9</b>
ESEN eSports	10,5	1,3	-4,3	8,2	8,3
GoldBlue	9,2	18,1	-9,8	0,4	0,5
<b>Medel, jämförbolag</b>	<b>5050,3</b>	<b>640,8</b>	<b>186,8</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>
<b>Median, jämförbolag</b>	<b>264,6</b>	<b>32,5</b>	<b>-2,2</b>	<b>5,9</b>	<b>5,8</b>

Källa: Bolagens finansiella rapporter



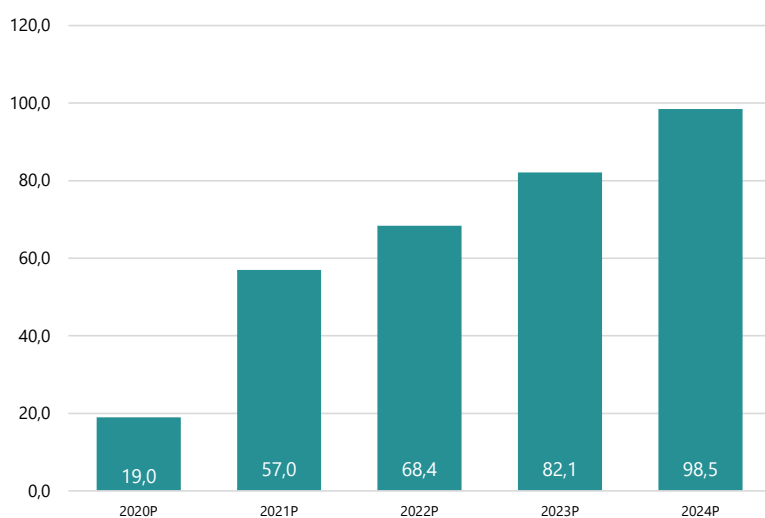
## Prognoser

Bolaget har sedan tidigare kommunicerat omsättningsmål om 2,9 miljoner euro 2020 och 8,7 miljoner euro 2021. Med en nettoomsättning hittills för första halvåret på 8,5 miljoner kronor så ser det inte omöjligt ut men det kräver en kraftigare ökning kommande två kvartal. Det kan spekuleras i att detta är möjligt till följd av pågående och kommande spelsläpp, vilket har potential att lyft andra halvåret. Till följd av Covid-19 har ett antal spel och andra aktiviteter skjutits upp eller försenats, vilket rimligtvis har hämmat tillväxten. Målen satta från företagens sida är i sig inte orimliga och vi är övertygande om att större omsättningsökningar är att vänta, men tidsramen ser i dagsläget lite för snäv ut.

Vi prognosisterar därmed en total nettoomsättning för helåret 2020 på 19 miljoner kronor. 2021 prognosisterar vi en nettoomsättning på 57 miljoner kronor, till skillnad från målet på cirka 87. Denna kraftiga omsättningsökning är hänförlig till ett antal faktorer. Tivola Games är i det läget fullt integrerat i koncernen och ännu tydligare synergieffekter är att vänta. Därtill har Three Gates då lanserat omkring sex nya spel, flera av dem inom Tivolas tidigare beprövat lukrativa portfölj. Vidareutveckling och uppgradering av existerade portfölj, framförallt Tivolas, kommer därtill medföra ytterligare ökning av omsättning. Lyckas Three Gates med denna ökning, även om det inte når upp till de mycket ambitiösa målet på 8,7 miljoner euro, skickar det en viktig signal att bolaget är starkt på väg mot lönsamhet. Efter 2020 antar vi en tillväxttakt på 20 procent årligen, ett konservativt antagande jämfört med tillväxttakten i branschen som helhet.

## Prognoser nettoomsättning, 2020–2024

I miljoner kronor.

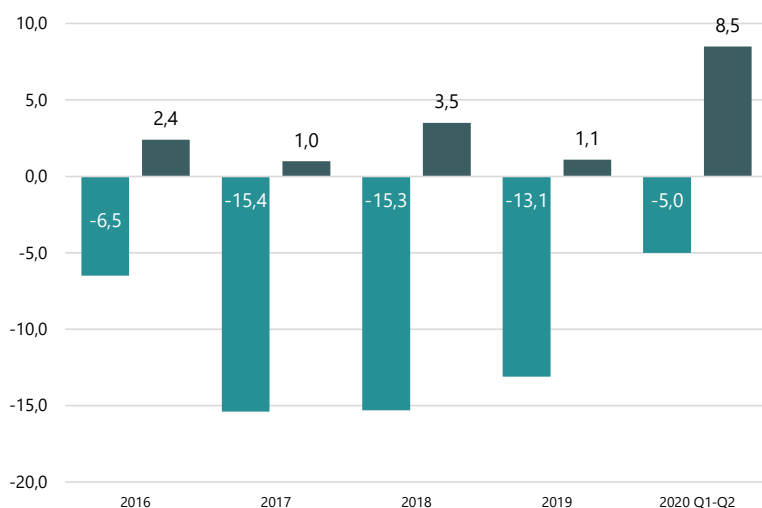


Källa: Analysguiden

Om möjligt ännu viktigare än omsättningsökningen för Three Gates är deras möjligheter att närma sig lönsamhet. Bolaget har historiskt sett haft en negativ bruttomarginal men EBITDA resultatet har förbättrats senaste tiden och 2020 har hittills varit bättre än förut. Nedan ses nettoomsättning och EBITDA sedan 2016, rensat för aktiverat arbete för egen räkning. EBITDA resultatet har legat som mest kring -15 miljoner kronor, där största kostnaden återkommande varit personalkostnader. Det är tydligt att resultatet inte nödvändigtvis tätt korrelerar särskilt tätt med omsättningen, vilket innebär att större omsättningsökningar inte bör innebära samma påverkan på kostnaderna. Detta talar för att de prognostiserade starka ökningarna i omsättning kommande år kommer leda till svarta siffror för bolaget.

## Nettoomsättning och EBITDA, 2016–2020 Q2

I miljoner kronor, rensat för aktiverat arbete för egen räkning.

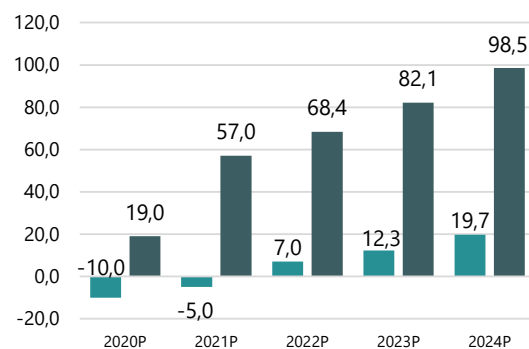


Källa: Bolagets finansiella rapporter

Lönsamhet är ännu en tid bort men förutsatt att Three Gates klarar av den prognostiserade starka omsättningsökningen 2021 så ser vi det inte som omöjligt att bolaget rör sig mot lönsamhet någonstans mellan 2021 och 2022. Vi prognosisterar EBITDA på helåret till -10 miljoner, vilket bör anses konservativt då intäkterna förväntas öka kommande period från Tivolas produktportfölj. Vi förväntar oss därefter att den starka omsättningsökningen 2021 tar Three Gates till en bruttomarginal på strax under -10 procent, vilket innebär ett EBITDA på -5 miljoner kronor. 2022, med en omsättning på 68,4 miljoner kronor, prognosisterar vi ett positivt EBITDA resultat på 7 miljoner kronor. Detta motsvarar en EBITDA-marginal på 10 procent, konservativt under branschsnittet hos lönsamma bolag på 23–24 procent. Vi förväntar oss denna marginal att öka, till följd av effektiviseringar, stordriftsfördelar och ökade synergieffekter, med 5 procent till år till 2024.

## Positivt EBITDA 2022

Nettoomsättning och EBITDA prognoser, 2020–2024.



Källa: Analysguiden

## Värdering

I syfte att hitta ett lämpligt värderingsintervall för Three Gates värderar vi bolaget på ovan satta prognoser mot värderingsmultiplar hos branschkollegor samt genom att diskontera förväntade kassaflöden. Detta ger oss ett motiverat värdeintervall för aktien. En kassaflödesanalys för kommande 10 åren ger oss ett långsiktigt motiverat värde på mellan 1,5 och 2 kronor. Värt att notera är att diskonterade kassaflödesanalyser på så långa tidsperioder medför ett stort mått risk och ju längre fram i tiden värden beräknas desto osäkrare blir analysen.

Inom jämförelsebolagen återfinns ett medianvärde för P/S multipeln på 5,4 för bolaget med motsvarande storlek som Three Gates. Justerat för bolag med osedvanligt höga multiplar hamnar vi på en P/S multipel på ungefär 3. Med en 50% säkerhetsmarginal, vilket inte bör anses orimligt med tanke på den stora osäkerheten och de många variabler som styr utfallet, hade detta inneburit ett aktievärde mellan 3 och 3,5 kronor om omsättningen år 2024 tas i beaktning. Det är dock ett rimligt antagande att ytterligare emissioner kan komma att ske innan dess vilket ökar antalet utestående aktier och därmed också det motiverade värdet.

Mycket är fortfarande osäkert med Three Gates och ett större genombrott är ännu inte givet. Vad som är tydligt dock är att bolaget är på god väg att vända mot lönsamhet och den växande portföljen och höga takten på nya lanseringar är betryggande för bolagets fortsatta utveckling. Fortsätter andra halvåret i samma anda som tidigare kvartal talar mycket för att stor potential till värdeökning i aktien. Med basis i prognoserna och värderingarna ovan sätter vi ett motiverat aktievärde i dagsläget på mellan 1,5–2 kr.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikerna Nils Hellström och Johan Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvariga analytiker:

Nils Hellström och Johan Hellström