

2026-09-04

Vi inleder bevakning på Adverty, ett plattformsbolag som utvecklar lösningar för annonsering i spel. Bolaget kopplar samman spelutvecklare med annonsörer genom sin patenterade teknik. Kärnan i erbjudandet är in-play, ett annonsformat där display- och videoannonser placeras på naturliga ytor i spelmiljön utan att avbryta spelandet.

Tillväxten får genomslag på resultatet

Efter flera år av teknikutveckling och investeringar har Adverty gått in i en ny fas. Under de senaste tre kvartalen har omsättningen ökat med 44,8 %, 24,5 % respektive 78,9 %. Den skalbara affärsmodellen har gjort att intäktsökningen fått ett tydligt genomslag på resultatet. Bolaget redovisade positiv EBITDA i Q4'25 och nådde ett positivt EBIT-resultat i Q2'26. Den starka utvecklingen drivs av flera faktorer. Bolagets uppdaterade plattform har tagits emot väl av marknaden, stödjer fler spelmotorer och erbjuder en förbättrad hantering av klickbara annonser och videoformat. Även satsningen på programmatisk annonsförsäljning, där annonsutrymme säljs genom automatiserade auktioner, har fallit väl ut. Det har minskat behovet av manuell hantering och gjort det möjligt för bolaget att växa snabbare och med högre marginaler. Därtill har marknaden mognat och efterfrågan på annonsering i spel ökat.

En stor men underpenetrerad marknad

Trots den ökade efterfrågan befinner sig marknaden fortfarande i ett tidigt skede. Gaming är en av världens största underhållningsformer, men står för endast omkring 5,0 % av de globala annonsinvesteringarna. Det skapar betydande tillväxtpotentialer för Adverty. Bolagets teknik finns i dag integrerad i omkring 600 spel, vilket endast motsvarar en mindre andel av de hundratusentals spel som potentiellt skulle kunna använda lösningen. Samtidigt finns en betydande potential i den befintliga spelportföljen. I dag säljer Adverty annonser motsvarande omkring 31,0 % av det tillgängliga annonsutrymme. En högre fyllnadsgrad skulle därmed kunna ge ett betydande bidrag till den fortsatta tillväxten.

Outlook

Vi räknar med att Advertys intäkter ökar med 52,5 % under 2026E och med 43,8 % under 2027E, drivet av fler anslutna spel och en ökad försäljning av annonsutrymme i befintliga spel. Kombinationen av stigande intäkter och en till stor del fast kostnadsbas väntas medföra en betydande resultatförbättring. EBITDA väntas uppgå till 13,3 MSEK under 2026E och 20,6 MSEK under 2027E. Vi applicerar en EV/EBITDA-multipel om 10x. Multipeln motiveras av bolagets höga tillväxt och skalbara affärsmodell, men hålls tillbaka av den begränsade lönsamhetshistoriken och prognosernas känslighet för förändringar i bruttomarginalen. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 0,38 SEK motsvarande en uppsida på 129,1 %.

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E
Summa intäkter	33,7	34,5	52,5	75,5
Tillväxt y-o-y	4,8%	2,2%	52,5%	43,8%
EV/S	2,8	2,8	1,8	1,3
Bruttoresultat	10,0	11,5	26,8	35,7
Bruttomarginal	31,5%	34,3%	52,5%	48,3%
Tillväxt y-o-y	-12,1%	15,2%	131,9%	33,4%
Rörelsekostnader	-18,9	-16,2	-13,5	-15,2
Tillväxt y-o-y	-5,7%	-14,0%	-16,6%	12,0%
EBITDA	-8,8	-4,7	13,3	20,6
EBITDA-marginal	-27,7%	-13,9%	26,0%	27,8%
EBITDA tillväxt	e.m.	e.m.	e.m.	55,3%
EV/EBITDA	na	na	7,2	4,6

VD	Jonas Söderqvist
Lista	Nordic SME
Ticker	ADVT
Aktiekurs (SEK)	0,17
Antal aktier (miljoner)	550,1
Börsvärde (MSEK)	90,8
Nettoskuld (MSEK)	4,2
EV (MSEK)	95,0
Insideräggande	4,4 %
Nästa rapport	2026-11-11

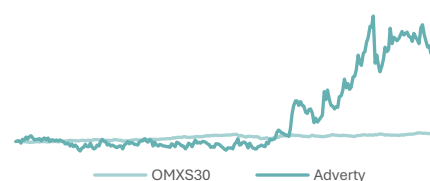
Kvartalsutveckling



Analytiker

Gustav Gabinus
gustav@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Adverty	-12,8%	42,6 %	248,9 %

Investeringscase

Skalbar affärsmodell med hög andel fasta kostnader

Advertys plattform gör det möjligt att hantera ökade annonsvolymerna utan att kostnaderna ökar i samma takt. Stigande intäkter kan därmed få ett tydligt genomslag på resultatet.

Exponering mot en stor och underpenetrerad marknad

Gaming är en av världens största underhållningsformer, men står fortfarande för en begränsad andel av de globala annonsinvesteringarna. En fortsatt förskjutning av annonsbudgetar mot spel bör gynna Adverty över tid.

Ökat annonslager och betydande potential i befintliga spel

Advertys teknik finns integrerad i omkring 600 spel. Tillväxten kan drivas av både fler anslutna spel och en högre fyllnadsgrad i det befintliga annonslagret, som i dag endast är delvis utnyttjat.

Programmatisk försäljning möjliggör snabbare tillväxt

Omställningen från direktförsäljning till programmatisk annonsförmedling har minskat behovet av manuella försäljningsinsatser. Det skapar förutsättningar för att hantera större annonsvolymerna utan en motsvarande ökning av kostnaderna.

SDK 5 breddar den adresserbara marknaden

Den uppdaterade SDK:n stödjer fler spelmotorer och förbättrar hanteringen av bland annat videoannonser och klickbara format. Det gör Adverty mindre beroende av Unity och breddar antalet spel som kan anslutas till plattformen.

Stärkt lönsamhet och minskat finansieringsbehov

Adverty har nyligen nått positiv EBITDA och EBIT. Fortsatt tillväxt och förbättrat kassaflöde kan minska bolagets historiska beroende av externt kapital och därmed sänka den finansiella risken.

Motargument

Begränsad finansiell historik med lönsamhet

Adverty har först nyligen nått lönsamhet och det återstår att visa att den positiva resultatutvecklingen är uthållig. Prognoserna är därför förknippade med osäkerhet.

Beroende av efterfrågan från annonsörer och DSP:er

Tillväxten förutsätter att annonsörer fortsätter att flytta budgetar till annonsering i spel. En svagare annonsmarknad eller långsammare etablering av formatet kan påverka både fyllnadsgrad och prisnivåer.

Osäker utveckling av bruttomarginalen

Bruttomarginalen påverkas av serverkostnader och hur intäkterna fördelas mellan Adverty och spelutvecklarna. Förändrade avtalsvillkor eller en svagare intäktsmix kan begränsa marginalutvecklingen.

Beroende av spelutvecklare och framgångsrika spel

Adverty är beroende av att spelutvecklare integrerar och behåller bolagets SDK. Om större spel tas bort från plattformen eller får färre användare kan annonslagret och intäkterna påverkas negativt.

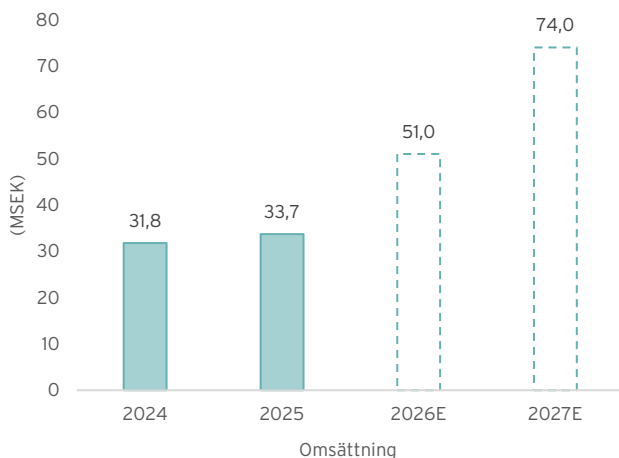
Konkurrens från större teknikplattformar

Adverty konkurrerar med specialiserade aktörer som Anzu och Gadsme, men även med betydligt större bolag som Google. Konkurrenter med större finansiella och tekniska resurser kan utveckla sina erbjudanden snabbare och försvåra Advertys möjligheter att ta marknadsandelar.

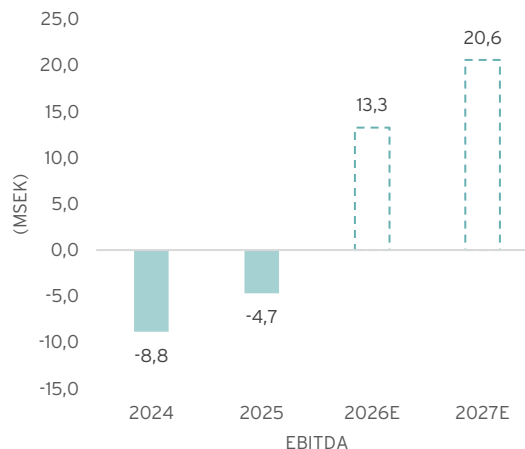
Begränsad likviditetsmarginal

Även om kassaflödet har förbättrats är bolagets finansiella marginal fortfarande begränsad. En svagare utveckling än väntat kan medföra behov av extern finansiering och risk för ytterligare utspädning.

Omsättning 2024-2027E



EBITDA 2024-2027E



Innehållsförteckning

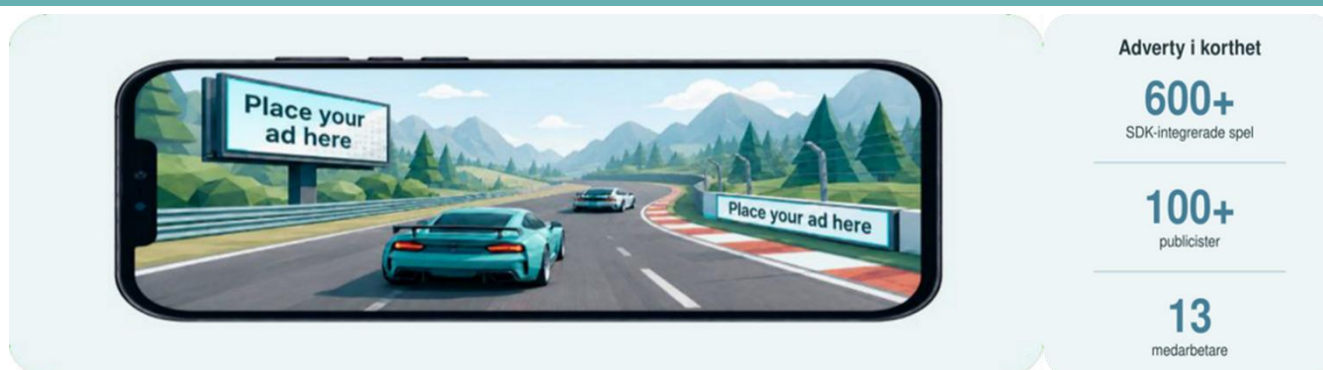
Innehållsförteckning.....	3
Adverty kopplar samman spel med annonsmarknaden	4
In-Play är kärnan i erbjudandet	4
SDK:n kopplar spelen till Advertys plattform.....	4
Tillväxten ger genomslag på resultatet.....	4
Så fungerar Advertys plattform.....	5
Programmatisk annonsering.....	5
Advertys tillväxt är beroende av utvecklingen på båda sidor av plattformen.....	5
Plattformen stödjer flera spelmotorer	5
Tekniken mäter den faktiska exponeringen	5
Modellen är mycket skalbar.....	6
Organisationen är geografiskt utspridd	7
Ett globalt nätverk av spel och samarbetspartner	7
Programmatisk försäljning gör det möjligt att växa snabbare.....	8
Den nya SDK:n bidrar till tillväxten	8
Branschen har blivit mer mogen.....	8
Gamingmarknaden - en stor möjlighet.....	9
Mobilspele - Advertys viktigaste marknad.....	9
Konsol och PC	9
Gen Z och kommande generationer - svåra att nå med traditionella medier	10
Spelannonsering öppnar dörren till Gen Z.....	10
Marknaden för digitala annonser	11
In-play-annonser skapar nya annonsmöjligheter	11
Annonsering i spel är konkurrenskraftigt prissatt.....	12
Stor potential i en underpenetrerad marknad.....	12
Konkurrenter.....	13
Ägarbild.....	14
Styrelse.....	15
Ledning.....	15
Från emissionsberoende till positivt kassaflöde.....	16
Outlook och värdering	17
Estimat	17
Peers	18
Peers, programmatiska plattformar.....	18
Peers, gaming och mobil - adtech.....	18
Adverty handlas med en rabatt	18
Motiverat värde i vårt huvudscenario	19
Detaljerade estimat	20
Disclaimer	21

Adverty kopplar samman spel med annonsmarknaden

Adverty är ett plattformsbolag grundat 2016 som utvecklar lösningar för annonsering i digitala spel. Genom bolagets plattform kan annonsytor skapas, säljas och mätas direkt i spelmiljön. Spelutvecklaren får därmed en ny intäktskälla utan att själv behöva bygga upp den tekniska infrastrukturen eller hantera försäljningen.

In-Play är kärnan i erbjudandet

Kärnan i Advertys erbjudande är in-play, ett annonsformat där display- och videoannonser integreras i spelmiljön, exempelvis på virtuella reklamskyltar. Till skillnad från traditionella reklamformat, som helskärmsannonser eller banners, blir annonserna en del av spelmiljön utan att avbryta spelet. In-play-annonsering spelar en särskilt viktig roll inom mobilspel, där free-to-play har blivit den dominerande affärsmodellen och behovet av att generera annonsintäkter fortsätter att öka.



SDK:n kopplar spelen till Advertys plattform

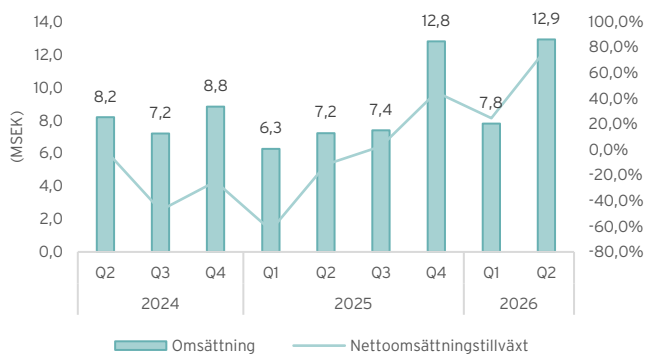
Genom att integrera Advertys SDK (Software Development Kit) får spelutvecklare tillgång till bolagets patenterade teknik för annonser som placeras direkt i spelmiljön. Med en enkel drag-and-drop-funktion kan utvecklare skapa annonsytor på naturliga platser i spelet. Integrationen är smidig och kan genomföras på mindre än 30 minuter. När annonsytorna har placerats mäter Advertys teknik annonsernas exponering genom att registrera hur länge en annons befinner sig i spelarens synfält och hur många gånger den har visats. Via Advertys SDK ansluts spelet även till en SSP (Supply-Side Platform), vilket möjliggör försäljning av annonsytorna.

Tillväxten ger genomslag på resultatet

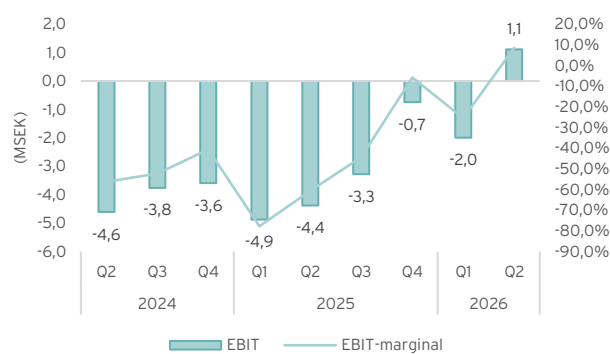
Efter flera år av teknikutveckling och investeringar har Adverty gått in i en ny fas. De senaste tre kvartalen har omsättningen ökat kraftigt, med 44,8 %, 24,5 % respektive 78,9 %. Mätt i USD var utvecklingen ännu starkare, med en omsättningstillväxt på 90,0 % under det senaste kvartalet. Tack vare bolagets skalbara affärsmodell får intäktsökningen ett tydligt genomslag på resultatet. Q4'25 blev det första kvartalet med positiv EBITDA och i Q2'26 redovisade bolaget för första gången ett positivt EBIT-resultat. Den positiva utvecklingen drivs av flera faktorer. Utrullningen av bolagets SDK har exempelvis fått ett bra mottagande samtidigt som bolagets satsning på automatiserad (programmatisk) annonsförsäljning har fallit väl ut.

Även branschen och tekniken har mognat, vilket har bidragit till ett ökat intresse bland annonsörer för att investera i annonsering i spel. Marknadspotentialen är betydande då marknaden för in-play-annonsering befinner sig i ett tidigt skede. Adverty är en av de större aktörerna på marknaden och bolagets SDK har integrerats i över 600 spel. Det motsvarar dock endast en liten andel av de hundratusentals free-to-play-spel som potentiellt skulle kunna använda Advertys teknik.

Omsättning och omsättningstillväxt



EBIT och EBIT-marginal



Så fungerar Advertys plattform

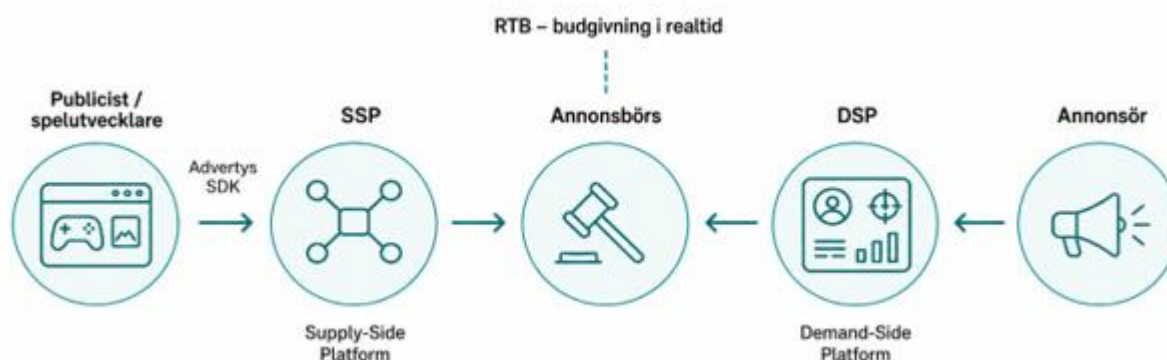
Advertys kopplar samman spelutvecklare med den digitala annonsmarknaden. Genom bolagets SDK görs annonsytor i spelen tillgängliga för automatisk handel och kan fyllas med display- eller videoannonser.

Programmatisk annonsering

Huvuddelen av Advertys intäkter kommer från den programmatiska annonsmarknaden, där spelutvecklare automatiskt kopplas samman med annonsörer genom en digital plattform. Plattformen utvärderar varje tillgänglig annonsyta och genomför en auktion. Processen tar vanligtvis en bråkdel av en sekund.

Detta skiljer sig från traditionell annonsförsäljning, även kallad direktförsäljning, där annonsbyråer och spelutvecklare manuellt förhandlar om pris och målgrupp. Processen är mer resurskrävande och betydligt mindre skalbar än programmatisk annonsering.

Illustrationen nedan visar hur programmatisk annonsering fungerar. Spelutvecklaren är ansluten till en SSP via Advertys SDK. SDK:n skickar i realtid information om det tillgängliga lagret (annonsutrymmet) till SSP:n, som i sin tur kommunicerar med en DSP (Demand-Side Platform). DSP:n utvärderar annonsutrymmet utifrån annonsörernas kampanjkrav, exempelvis målgrupp och prisnivå, och lämnar därefter ett bud. Annonsutrymmet säljs sedan till högstbjudande genom ett auktionsförfarande.



Advertys tillväxt är beroende av utvecklingen på båda sidor av plattformen

På utbudssidan behöver bolaget ansluta fler spel som tillför nya annonsytor och breddar lagret av annonser. Ett stort och varierat lager ökar möjligheten att möta annonsörernas krav på exempelvis målgrupp, geografi och typ av spel. Advertys samlar därför in så mycket relevant information som möjligt om varje annonsvisning, utan att behandla direkta personuppgifter.

På efterfrågesidan är bolaget beroende av att annonsörer i ökad utsträckning köper annonsutrymme i spel. Utvecklingen har varit positiv och efterfrågan har gradvis ökat under de senaste åren. Det kan delvis förklaras av att tekniken och marknaden har mognat. Spel tar en allt större plats i människors vardag, särskilt bland generation Z och yngre generationer, vilket gör annonsering i spel till ett allt mer naturligt inslag.

Plattformen stödjer flera spelmotorer

För att ansluta ett spel integrerar spelutvecklaren Advertys SDK i den spelmotor som spelet är byggt i. Integrationen går snabbt och tar inte mer än 30 minuter. Den nyligen lanserade SDK 5 har breddat stödet till fler spelmotorer, från att tidigare ha fokuserat på den största spelmotorn Unity.

Utöver Unity erbjuder SDK:n i dag stöd för Godot, Cocos2D och PlayCanvas. Det har gjort plattformen betydligt mindre beroende av enskilda spelmotorer och Advertys stödjer nu flera av de största alternativen på marknaden.

Tekniken mäter den faktiska exponeringen

En viktig uppgift för Advertys SDK, utöver att göra annonsutrymmet tillgängligt för handel, är att mäta när en annons faktiskt har visats. Detta är mer komplext i spel än i traditionella kanaler, eftersom spelarens perspektiv förändras kontinuerligt. Annonsen kan exempelvis skymmas helt eller delvis av ett fordon eller ett annat objekt i spelmiljön.

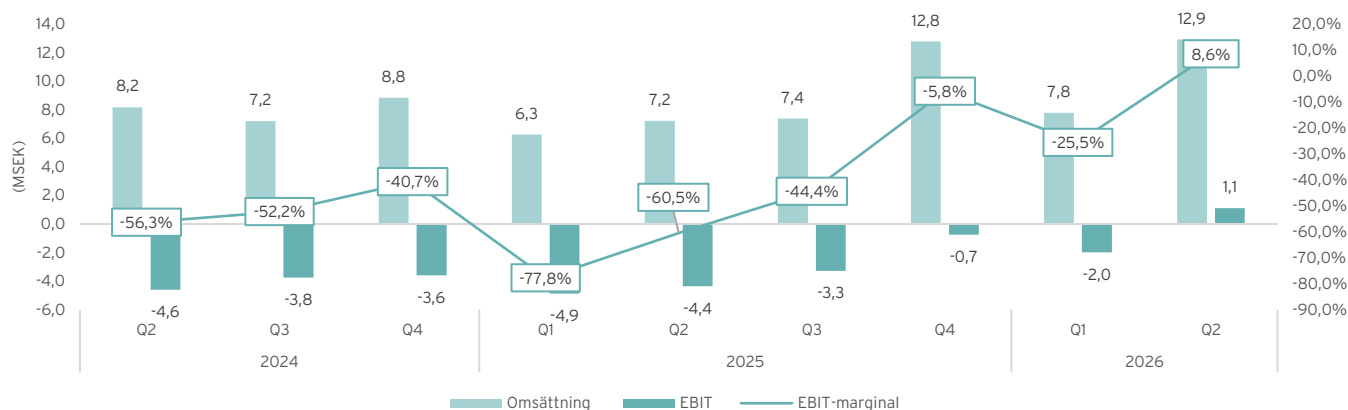
Advertys patenterade BrainImpression™-teknik avgör om annonsen har varit tillräckligt synlig för att räknas som en relevant exponering. Bedömningen baseras bland annat på hur stor del av skärmen annonsen upptar, hur länge den befinner sig i spelarens synfält och var på skärmen den är placerad. I tredimensionella spelmiljöer kan tekniken även ta hänsyn till spelarens betraktningssvinkel.

Modellen är mycket skalbar

Adverty får framför allt betalt per annonsvisning, där ersättningen beräknas enligt CPM (cost per mille), det vill säga kostnad per tusen visningar. Bolaget erbjuder även klickbara annonser där ersättningen är kopplad till antalet klick. Intäkterna delas därefter mellan Adverty och spelutvecklaren enligt en intäktsdelningsmodell, där parterna i genomsnitt erhåller omkring 50 % vardera. Fördelningen varierar dock kraftigt mellan olika avtal och marknader.

Bolagets rörliga kostnader består främst av serverkostnader och intäktsdelning med spelutvecklarna, vilka belastar bruttoreultatet. Den resterande kostnadsmassan är till stor del fast, vilket gör affärsmodellen mycket skalbar. Skalbarheten har blivit tydlig under 2026. I Q1'26 ökade intäkterna med 24,5 % och EBIT-marginalen förbättrades från -77,8 till -25,5 %. I Q2'26 ökade intäkterna med 78,9 % och EBIT-marginalen förbättrades från -60,5 till 8,6 %. De förbättrade marginalerna markerade ett viktigt steg i bolagets lönsamhetsutveckling, där Adverty uppnådde positiv EBITDA i Q4'25 och följde upp detta med ett positivt EBIT-resultat i Q2'26.

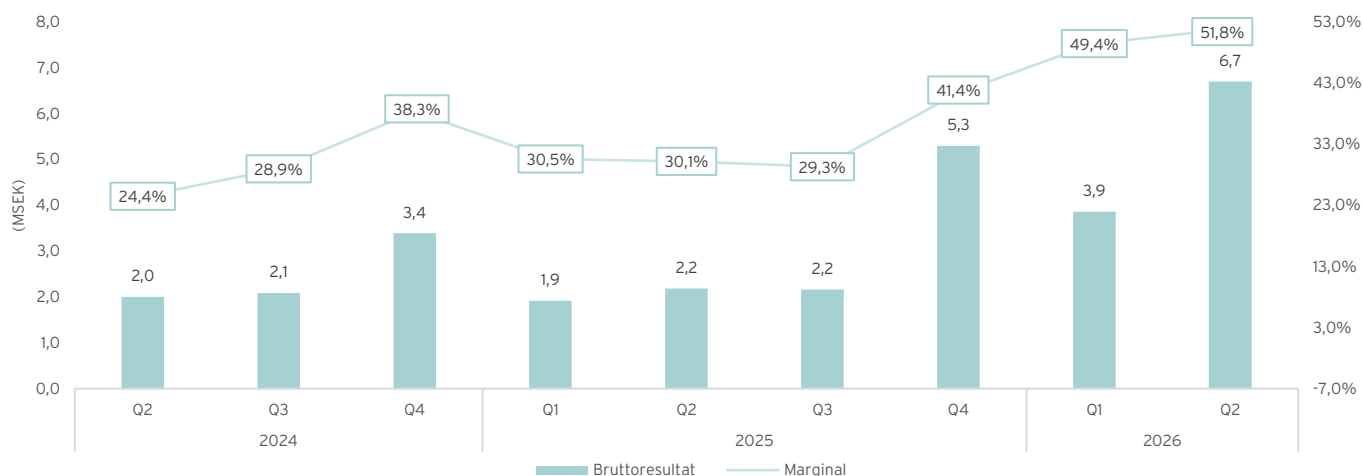
Omsättning och EBIT, 2024-2026



Under de senaste kvartalen har Advertys bruttomarginal ökat från 30,1 % i Q2'25 till 51,8 % i Q2'26. Förbättringen förklaras främst av att bolaget under Q2'26 slutförde migreringen av lagring och statistikbearbetning från en tjänstebaserad molnplattform till en mer infrastruktur fokuserad lösning. Effekten har varit tydlig: mätt i USD minskade serverkostnaderna som andel av intäkterna från 24,0 % till 5,0 % i Q2'26. Bolaget har även förbättrat sin intäktsoptimering genom att i högre grad prioritera marknader med stark efterfrågan och högre prisnivåer. Detta har bidragit till en mer gynnsam intäktsmix och därmed stöttat bruttomarginalen. I samband med Q2'26 kommunicerade bolaget att bruttomarginalen förväntas ligga kvar på omkring den nuvarande nivån även under kommande kvartal.

Advertys resultat belastas även av avskrivningar på immateriella tillgångar om cirka 2,3 MSEK per kvartal, främst kopplade till tidigare aktiverade utvecklingsutgifter. Bolaget befinner sig nu i det sista året med avskrivningar på denna nivå, och från och med 2027 väntas avskrivningarna minska väsentligt.

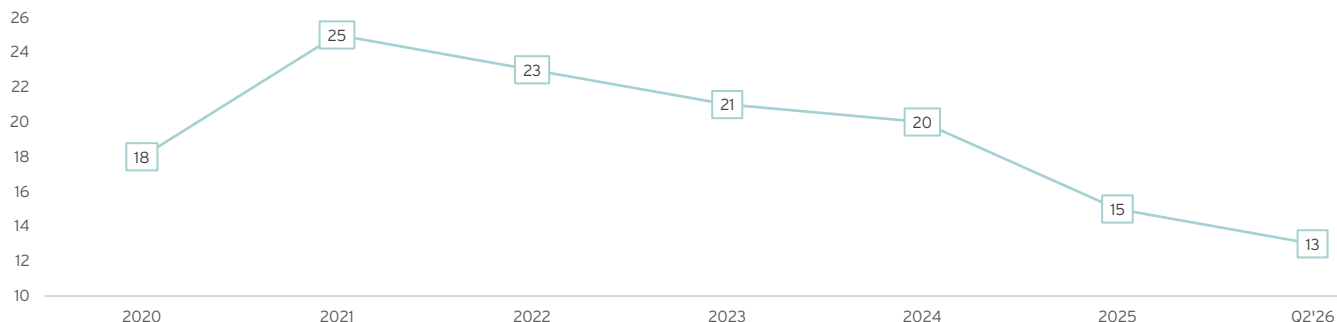
Bruttoreultat och bruttomarginal, 2024-2026



En liten organisation med global räckvidd

Skalbarheten syns tydligt i organisationens utveckling. Trots att omsättningen har ökat kraftigt under de senaste kvartalen har antalet anställda minskat. En bidragande faktor är att den dedikerade säljkåren avvecklades i slutet av 2024, när bolaget valde att fokusera på den mer skalbara programmatiska försäljningen. Adverty har även effektiviserat organisationen genom ökad användning av AI och andra digitala verktyg. Detta var en del av den omfattande omstrukturering som genomfördes under 2025, då bolagets samtliga kostnader sågs över.

Antalet anställda och konsulter totalt



Organisationen är geografiskt utspridd

Adverty har sitt huvudkontor i Stockholm, medan den tekniska utvecklingen huvudsakligen bedrivs från Ukraina. Vid utgången av Q2'26 bestod organisationen av 13 personer, varav fem anställda och åtta konsulter, baserade i Sverige, Storbritannien, Tyskland, Ukraina och Turkiet. Försäljning och affärsutveckling bedrivs internationellt och kompletteras av återförsäljare på flera marknader.

Ett globalt nätverk av spel och samarbetspartner

Trots den begränsade organisationen når Advertys spelportfölj omkring 8,4-9,7 miljoner dagliga aktiva användare globalt, med högre nivåer under december. Bolaget har också samarbeten och partnerskap med några av de största bolagen i branschen som Activision Blizzard, Supercell och TapNation.

Tekniken finns integrerad i hundratals spel från ett stort antal spelutvecklare. Nedan visas några exempel på spel där bolagets annonslösning har implementerats.



Mad Skills Motocross 2

Turborilla är en fristående mobilstudio inom action och Extremsport, och står bakom Mad Skills Motocross 2, som har över 50 miljoner nedladdningar på Google Play. Spelet erbjuder motocrossracinng med spektakulära hopp och hög konkurrens. Kör på banor anpassade för alla nivåer, utmana spelare över hela världen och visa att du är den bästa offroad-föraren.



Town Building Life Simulator

Utvecklat av den välkända studion XGame har Town Building Life Simulator samlat på sig över 100 miljoner nedladdningar världen över. Spelet erbjuder ett 3D-spel där kreativitet möter överlevnad. Utforska stora blockbaserade världar, samla resurser och tillverka verktyg för att bygga allt från ett enkelt skydd till en enorm metropol. Kämpa för att överleva i Survival Mode eller bygg utan begränsningar i Creative Mode.



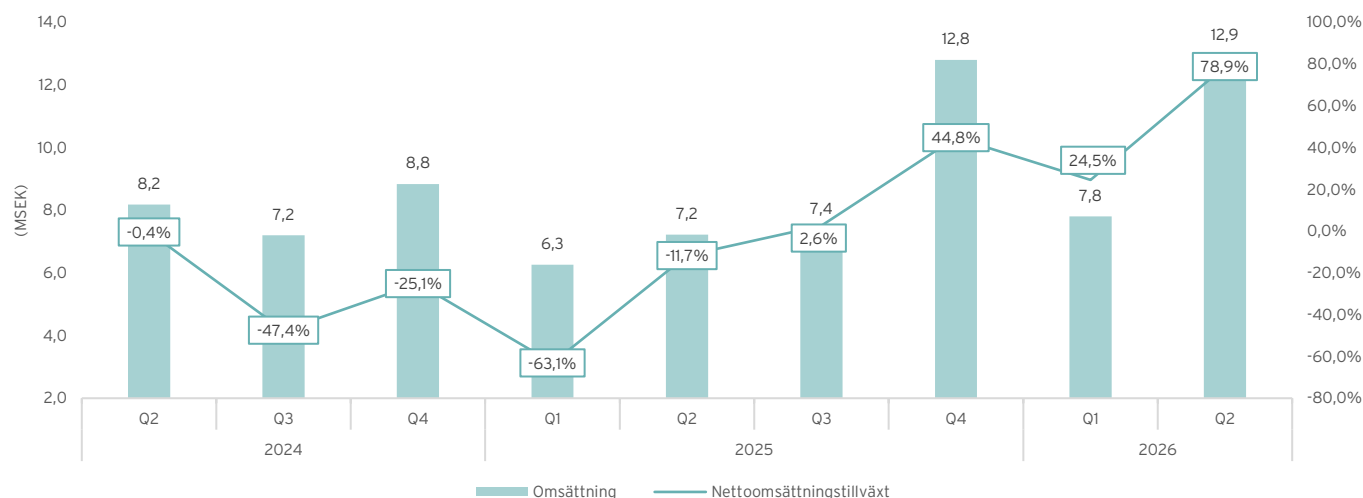
Tiles Hop Music & Ball Game

Från världens ledande utgivare av musikspel, Amanotes, kommer Tiles Hop Music & Ball Game, som har över 500 miljoner nedladdningar globalt. Spelet erbjuder en rytm-baserad arkadupplevelse med ett enormt bibliotek av internationella hits. Spelaren använder precisa reflexer för att styra en studsande boll längs en bana av musikbrickor och skapa kombinationer i perfekt synk med musiken. Bemästra snabba låtar i imponerande 3D-miljöer, slå nya rekord och utmana dina vänner.

Nu accelererar tillväxten

Efter en period med negativ omsättningsutveckling vände trenden i Q3'25, då bolagets omsättning ökade med 2,6 %. Därefter har tillväxttakten accelererat ytterligare. Under de senaste tre kvartalen ökade omsättningen med 44,8 %, 24,5 % respektive 78,9 %. Mätt i USD var utvecklingen ännu starkare, med en omsättningstillväxt på 90,0 % under det senaste kvartalet. Omsättningsökningen drivs av flera faktorer. Viktiga förklaringar är att satsningen på programmatisk försäljning har fallit väl ut och att bolagets uppdaterade SDK har fått ett positivt mottagande. Enligt Adverty har även branschen och tekniken mognat, vilket har bidragit till ett ökat intresse bland annonsörer för att investera i annonsering i spel.

Omsättning och tillväxt, Q2'24-Q2'26



Programmatisk försäljning gör det möjligt att växa snabbare

Tidigare arbetade Adverty med både programmatisk försäljning och direktförsäljning, men bolaget har successivt styrt om resurserna mot det programmatiska segmentet. Direktförsäljning kräver fler säljresurser och mer administration, vilket gör modellen mindre skalbar. Sedan slutet av 2024 har Adverty därför inte längre något dedikerat team för direktförsäljning. I stället fokuserar bolaget på den programmatiska modellen, som ger bättre förutsättningar för snabb tillväxt och stärkta marginaler. Effekterna av denna omställning har blivit tydliga under de senaste kvartalen.

Bolaget har även effektiviserat sitt arbete med yield management. Genom att löpande analysera efterfrågan och prisnivåerna kan kampanjer styras mot de marknader som för tillfället har högst efterfrågan och bäst prisbild. Arbetet, som tidigare till stor del utfördes manuellt, har nu i hög grad automatiserats med stöd av den nya SDK:n.

Den nya SDK:n bidrar till tillväxten

En viktig drivkraft bakom Advertys tillväxt är utrollningen av SDK 5. Den tidigare versionen var främst anpassad för Unity, marknadens största spelmotor, medan den nya versionen stödjer fler spelmotorer och kan integreras i ett bredare utbud av spel.

SDK 5 har även förbättrat stödet för klickbara annonser, som gör det möjligt för spelaren att gå vidare till annonsörens erbjudande. Efterfrågan på formatet har ökat, och den nya SDK:n har gjort det möjligt för Adverty att bygga upp ett större lager av klickbara annonser. Bolaget redovisar inte hur stor del av omsättningen som härrör från klickbara annonser, men vi bedömer att andelen fortfarande är begränsad.

Även stödet för videoannonser har förbättrats. Formatet har generellt ett högre CPM än statiska annonsformat och efterfrågan har ökat. Den smidigare hanteringen i SDK 5 har gjort det möjligt för Adverty att växa snabbare inom detta segment.

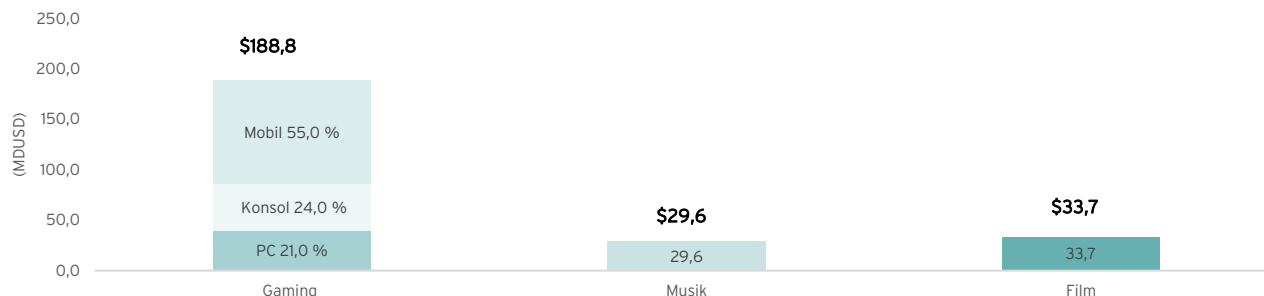
Branschen har blivit mer mogen

Enligt bolaget är ytterligare en förklaring till den starka tillväxten att såväl branschen som tekniken har mognat. Adverty ser nu en ökad efterfrågan från DSP:er på annonsutrymme i spel. Utvecklingen stöds av att konsumenterna lägger mer tid på spel samtidigt som användningen av traditionella mediekanaler minskar. Gamingmarknaden erbjuder då annonsörerna en stor möjlighet att nå en bred och engagerad målgrupp i en kanal som fortfarande är underutnyttjad.

Gamingmarknaden - en stor möjlighet

Gaming är i dag en av världens största underhållningsformer och över 3,6 miljarder människor spelar någon typ av digitalt spel. Spelindustrin är större än tv-, film- och musikindustrin var för sig och överträffar dessutom film- och musikindustrin tillsammans. Enligt Newzoo väntas den globala spelmarknaden ha en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) om cirka 3,2 % och uppgå till 206,5 MDUSD år 2028.

Gamingmarknaden 2025



Mobilspel - Advertys viktigaste marknad

Adverty genererar i dag merparten av sina intäkter från mobilspelsmarknaden, som är det största segmentet inom spelindustrin. Mobilspel står för cirka 55,0 % av den globala spelmarknadens intäkter och har historiskt varit den främsta drivkraften bakom marknadens tillväxt.

Tidigare såldes de flesta mobilspel enligt en traditionell premiummodell, där spelaren betalade ett engångspris för att få tillgång till spelet. I takt med smartphonens genomslag och framväxten av App Store och Google Play förändrades marknaden. Under 2010-talet etablerades free-to-play som den dominerande affärsmodellen inom mobilspel. I stället för att ta betalt vid nedladdning erbjuds spelet kostnadsfritt, medan intäkterna genereras genom annonsering och köp i appen. Enligt Unity genomför endast omkring 3,0 % av spelarna i framgångsrika free-to-play-spel köp i appen, medan över 60,0 % är villiga att ta del av belönade annonser. För Adverty har utvecklingen varit gynnsam, eftersom bolagets affärsmodell bygger på att hjälpa free-to-play-spel att monetarisera sin spelarbas.

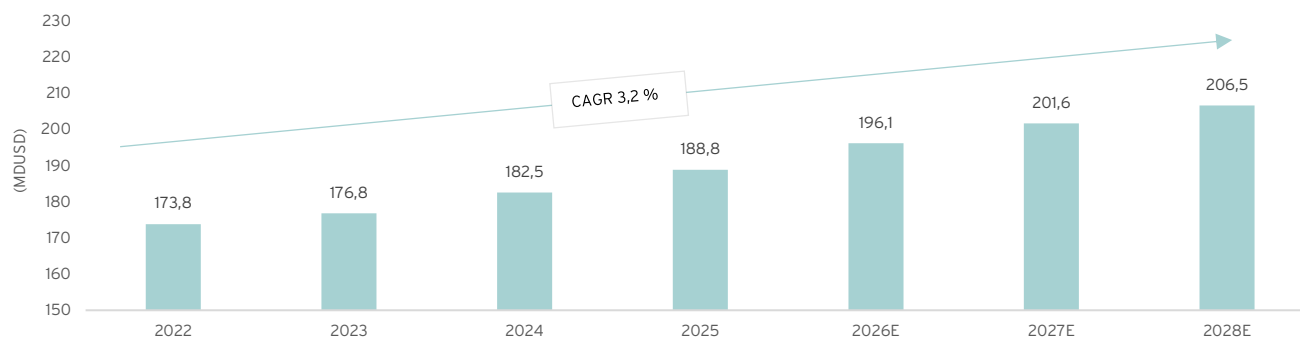
Även om mobilspelsmarknaden har gått in i en mer mogen fas väntas segmentet fortsätta dominera den globala spelindustrin. Tillväxttakten har dock saktat ner och mobilspelsmarknaden väntas växa med en CAGR på cirka 2,2 % mellan 2026 och 2028.

Konsol och PC

Konsol- och PC-spel, som står för 24,0 respektive 21,0 % av den globala spelmarknaden, väntas vara de snabbast växande segmenten de kommande åren. För Adverty, som befinner sig i lanseringsfasen av sin uppdaterade Web SDK, blir denna marknad allt viktigare. En förklaring till den starka utvecklingen inom konsol och PC är att gaming under det senaste decenniet har vuxit till ett bredare underhållningsformat, där miljontals människor dagligen följer spelstreamers och e-sport på plattformar som Twitch och YouTube.

Konsol- och PC-marknaden växte med 7,0 % under 2025. Fram till 2028 räknar Newzoo med en CAGR om 6,6 % för PC och 4,4 % för konsol. Tillväxten väntas bland annat drivas av live service-spel, såsom GTA Online, som regelbundet får nytt innehåll, samt av ett ökat intresse för gamingrelaterat innehåll via streaming och e-sport. Gamingmarknaden som helhet, inklusive mobilspel, väntas under samma period växa med en CAGR om 3,2 %.

Den globala gamingmarknaden

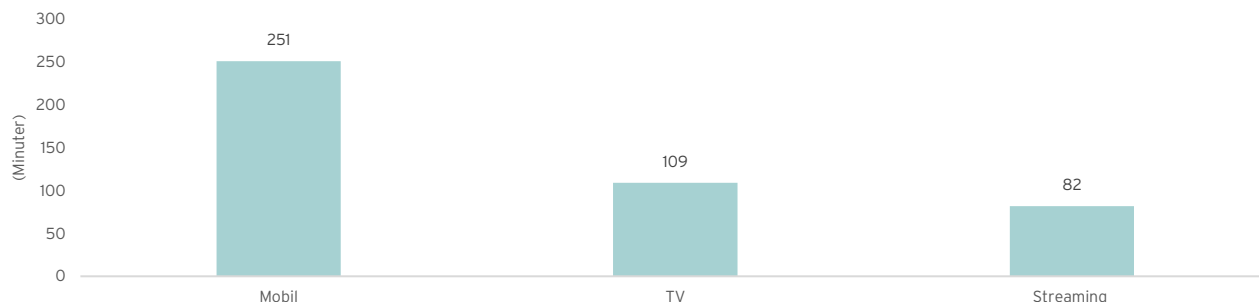


Gen Z och kommande generationer – svåra att nå med traditionella medier

Generation Z, personer födda mellan 1997 och 2012, är den första generationen som vuxit upp med smartphones, sociala medier och digitala tjänster som en naturlig del av vardagen. Till skillnad från tidigare generationer konsumerar de i betydligt lägre utsträckning traditionella medier som tv och tidningar. I stället har mobilen blivit det dominerande mediet. Det återspeglas även i deras underhållningsvanor: enligt Deloitte är gaming den främsta underhållningsformen för Generation Z. Över 87,0 % spelar varje vecka och mobilspel utgör den vanligaste spelformen.

Enligt eMarketer spenderar en genomsnittlig vuxen amerikan drygt tre timmar per dag på sin mobiltelefon, där appar står för mer än 90,0 % av den totala användningstiden. För Generation Z är utvecklingen ännu tydligare. Deras dagliga mobiltid uppgår till i genomsnitt 4 timmar och 11 minuter, vilket vida överstiger den tid som läggs på tv och streamingtjänster.

Gen Z:s medievanor, minuter per dag



Parallellt med detta har gaming utvecklats från att vara en ren spelaktivitet till ett bredare underhållningsformat. För Generation Z och den yngre Generation Alpha handlar gaming inte enbart om själva spelandet. En stor del av tiden spenderas även på att följa spelstreamers, ta del av gamingrelaterat innehåll på sociala medier och delta i digitala spelgemenskaper.

Framväxten av Twitch och e-sport har varit viktiga drivkrafter i denna utveckling. På Twitch följer tittarna streamers som spelar och interagerar med publiken i realtid. Sedan plattformen lanserades 2011 har den vuxit snabbt och enligt Newzoo tittar i dag över en miljard människor globalt på gamingrelaterat innehåll via Twitch och YouTube. Även e-sport har vuxit kraftigt. Esports World Cup 2025 hade över 70 miljoner tittare och genererade mer än 500 miljoner visningstimmar. Fram till 2032 väntas e-sportmarknaden växa med en CAGR om cirka 21 %, enligt Fortune Business Insights.

Spelannonsering öppnar dörren till Gen Z

Den yngre målgruppen ställer också högre krav på hur reklam presenteras i spel. Enligt Marketing Tech News uppgår 43,0 % av Generation Z att annonser som avbryter spelupplevelsen försämrar upplevelsen. Denna utveckling skapar gynnsamma förutsättningar för Adverty, vars affärsmodell bygger på annonser som integreras i spelmiljön utan att störa spelandet.

För annonsörer innebär utvecklingen att spelmiljöer blir en mer attraktiv kanal för att nå yngre målgrupper. Flera globala varumärken har under de senaste åren genomfört större kampanjer i spelplattformar som Roblox, Fortnite och Minecraft. Samsung uppgav exempelvis att bolagets Galaxy S25-kampanj genererade en genomsnittlig engagemangstid om 9,1 minuter per spelare samt ökade varumärkeskänndomen ("top-of-mind awareness") med 27 %. Hudvårdsbolaget CeraVe rapporterade en ökning av den spontana varumärkeskänndomen med 29,0 % bland personer i åldern 13-18 år efter kampanjer i Minecraft och Roblox.

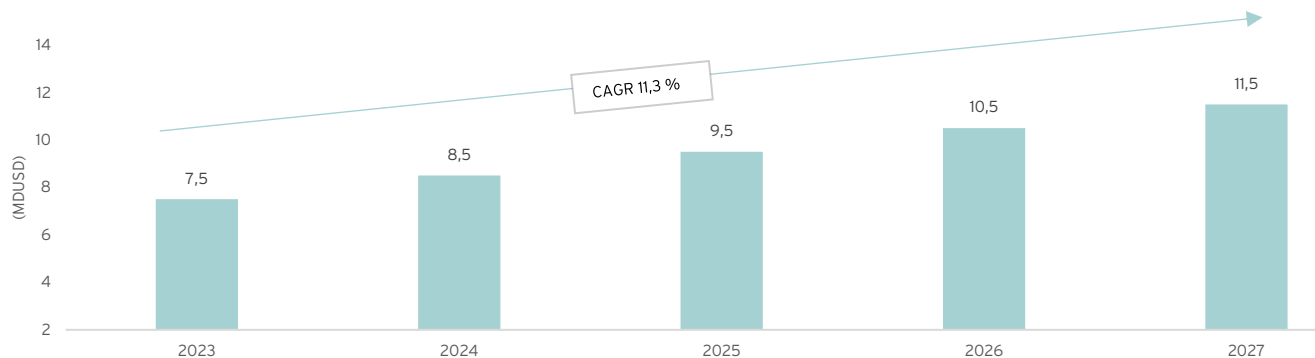
Sammantaget talar utvecklingen för att annonsering i spel blir en allt viktigare kanal för varumärken som vill nå Gen Z och kommande generationer. En växande spelmarknad och en fortsatt förskjutning av annonsbudgetar mot gaming bör gynna Adverty över tid.

Marknaden för digitala annonser

Gaming har utvecklats till ett av världens största underhållningsformat och konkurrerar idag om samma reklambudgetar som TV, sociala medier och andra digitala kanaler. Investeringarna har dock inte följt publikens utveckling, då endast omkring 5,0 % av de globala reklaminvesteringarna går till gaming trots en publik på över tre miljarder spelare.

Denna obalans väntas dock minska under de kommande åren. Enligt Insider Intelligence väntas annonsintäkterna från spel i USA öka från 7,5 miljarder USD 2023 till närmare 11,5 miljarder USD 2027. Det motsvarar en CAGR om 11,3 %, vilket är betydligt högre än den väntade tillväxten på den bredare annonsmarknaden. Utvecklingen drivs av att gaming har blivit en mer etablerad och naturlig del av annonsmarknaden samt av framväxten av in-play-annonser, som gör det möjligt att nå spelare direkt i spelmiljön utan att avbryta spelupplevelsen.

Annonsintäkter från spel i USA



In-play-annonser skapar nya annonsmöjligheter

En viktig drivkraft bakom marknadens förväntade tillväxt är utvecklingen av in-play-annonser, som gör det möjligt att integrera reklam direkt i spelmiljön utan att avbryta spelet. Tidigare har annonser i mobilspel ofta visats som banners eller videoklipp som avbryter eller stör spelet. Med in-play-annonser placeras reklamen i stället på naturliga ytor i spelvärlden, som virtuella reklamskyltar, och blir därmed en del av spelmiljön snarare än ett avbrott.

in-play-annonsering är dock inget nytt. Redan under 1990-talet förekom samarbeten där varumärken integrerades direkt i spelmiljön. Ett tidigt exempel är en Pepsi-kampanj från 1999, där spelaren kunde samla burkar i stället för mynt. Skillnaden är att tekniken först under senare år har blivit tillräckligt mogen för att formatet ska kunna skalas. Tidigare behövde annonsören vanligtvis ingå ett direkt samarbete med den enskilda spelutgivaren, medan dagens programmatiska ekosystem gör det möjligt att köpa och distribuera annonser automatiskt i realtid över ett stort antal spel.

Den moderna formen av in-play-annonsering började växa fram omkring 2010 och fick ett tydligare genomslag på mobilmarknaden runt 2014-2015. En utmaning har varit att digitala annonsstandarder ursprungligen utvecklades för statiska webbsidor, inte för snabbroliga spelmiljöer. Tekniken har därför behövt anpassas för att mäta exempelvis hur stor del av annonsen som är synlig och under hur lång tid. I dag är tekniken betydligt mer mogen och annonser kan integreras på ett smidigt sätt i spelmiljön.

Tidigt exempel på in-play-annonsering: Crazy Taxi (1999)



Modernt exempel på in-play-annonsering: Trackmania



Annonsering i spel är konkurrenskraftigt prissatt

Historiskt har valet av annonskanal i hög grad styrts av hur många visningar en kampanj kan generera i förhållande till kostnaden. I takt med att annonsmarknaden har mognat har fokus flyttats mot uppmärksamhet, det vill säga hur länge och hur aktivt mottagaren tar del av annonsen. Här har annonsering i spel flera fördelar jämfört med traditionella kanaler som TV och sociala medier.

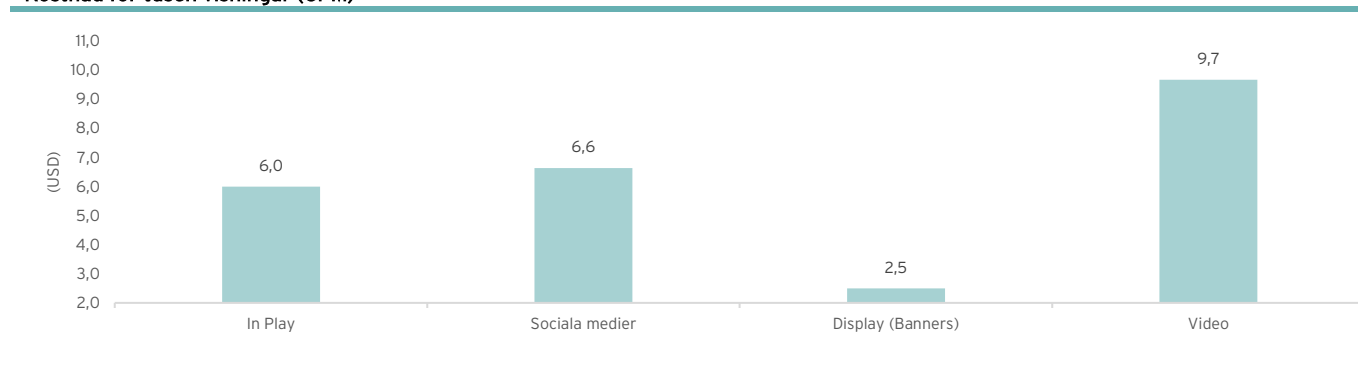
En studie från Anzu visade att annonser i spel genererade mer än dubbelt så mycket uppmärksamhet som traditionella displayannonser, motsvarande 3,4 sekunder jämfört med 1,4 sekunder. Det kan förklaras av att gaming kräver ett aktivt deltagande. Studier visar att 73,0 % av tiden som läggs på gaming präglas av hög koncentration. Det skiljer sig från den korta och fragmenterade tiden som läggs på sociala medier och TV.

En del av Advertys annonsering prissätts utifrån CPM (cost per mille), det vill säga kostnaden per tusen annonsvisningar. Sett enbart till CPM är in-play inte den billigaste kanalen, men när hänsyn tas till graden av uppmärksamhet framstår kanalen som mycket konkurrenskraftig. En jämförelse baserad på CPM bör dock tolkas med viss försiktighet. Priset påverkas bland annat av målgrupp, geografi och säsong, vilket försvårar direkta jämförelser mellan kanaler, men en sammanställning av prisuppgifter ger en ungefärlig bild.

Kostnaden för 1 000 visningar av en in-game-annons uppgick i genomsnitt till 6,0 dollar. Det var högre än för en displayannons (banner), som kostade 2,5 dollar, men lägre än för annonsering i sociala medier och video, där motsvarande kostnad uppgick till 6,6 respektive 9,7 dollar. Detta ligger i linje med andra prisuppgifter vi tagit del av, där in-play-annonsering är betydligt billigare än videoannonsering men dyrare än displayannonsering.

I sammanställningen var in-play-annonser billigare än annonser i sociala medier, men sammantaget bedömer vi att in-play-annonsering och sociala medier ligger relativt nära varandra i pris, med exempel där in-play-annonsering även har varit det dyrare alternativet.

Kostnad för tusen visningar (CPM)



Samtantaget är in-play-annonsering konkurrenskraftigt prissatt jämfört med andra annonskanaler. Den är betydligt billigare än videoannonsering och ligger ungefär i nivå med annonsering i sociala medier. Den främsta fördelen är att annonser i spel genererar betydligt mer uppmärksamhet än annonser i andra kanaler. Flera studier visar att uppmärksamhet är ett bättre mått än synlighet för att bedöma sannolikheten för att en annons leder till ökad köpintention. Detta stärker in-game-annonseringens attraktionskraft i takt med att allt fler annonsörer ser värdet av att nå gamingpubliken.

Stor potential i en underpenetrerad marknad

En stor del av världens mobilspel är redan anslutna till plattformar för traditionella annonsformat, såsom banners och videoannonser. Marknaden för in-play-annonsering befinner sig däremot fortfarande i ett tidigt skede, sett till antalet spel som har integrerat en SDK som stödjer formatet. Adverty, som är en av de större aktörerna på marknaden, samarbetar med omkring hundra spelutvecklare och finns integrerat i cirka 600 spel. Det är fortfarande en liten andel av de hundratusentals free-to-play-spel som potentiellt skulle kunna integrera Advertys teknik.

Branschen befinner sig fortfarande i ett tidigt skede och uppskattningarna av in-game-annonsmarknadens storlek och tillväxt varierar kraftigt. Prognoserna pekar sammantaget mot en genomsnittlig årlig tillväxt på omkring 8,0-14,0 % under de kommande åren. Marknadspotentialen är dock betydande, inte minst eftersom mindre än 5,0 % av de globala reklaminvesteringarna går till gaming, trots kanalens stora publik. Därtill har endast en begränsad andel av världens spel i dag integrerat ett SDK som möjliggör distribution av in-play-annonser.

Konkurrenter

Utöver Adverty finns endast ett fåtal bolag globalt som erbjuder en egen SDK genom vilken spelutvecklare kan ansluta sitt annonsutrymme till den programmatiska annonsmarknaden. Adverty skiljer sig från sina närmaste konkurrenter genom sitt renodlade fokus på in-play-annonsering och är, såvitt vi kan bedöma utifrån tillgänglig finansiell information, det enda lönsamma bolaget i gruppen.

GADSME

Gadsme

Gadsme är ett franskt adtechbolag, grundat 2020, som erbjuder annonser integrerade i mobil-, PC- och konsolspel. Bolaget skiljer sig från Adverty genom att det både erbjuder en egen SDK och driver en egen marknadsplats. Spelens annonsytor är direktanslutna till marknadsplatsen, vilket enligt GADSME skapar en mer transparent och effektiv affärsmodell.

Eftersom Gadsme inte är börsnoterat finns det begränsad finansiell information. År 2022 tog bolaget in 8 miljoner USD i en finansieringsrunda ledd av Galaxy Interactive och Ubisoft. Gadsme offentliggör inga uppgifter om omsättning eller resultat, men vi bedömer inte att bolaget är lönsamt.

anzu

Anzu

Anzu är ett israeliskt adtechbolag, grundat 2017, som erbjuder annonser integrerade direkt i mobil-, PC- och konsolspel. Precis som Adverty tillhandahåller bolaget en egen SDK genom vilken spelutvecklare kan ansluta sitt annonsutrymme till den programmatiska marknaden.

Anzu har framför allt profilerat sig genom samarbeten med stora spel- och teknikbolag samt genom teknik för att mäta annonsers synlighet i tredimensionella spelmiljöer. Bolaget är privatägt och offentliggör därför inga uppgifter om omsättning eller resultat. Under 2023 tog bolaget in 48 miljoner USD i en finansieringsrunda ledd av Emmis Corporation, vilket innebar att det sammanlagt hade tagit in omkring 65 miljoner USD.

Google

Google

Google är inte en lika renodlad konkurrent som Gadsme och Anzu, men har genom AdMob tagit steg in på marknaden för in-play annonsering. Under 2024 lanserade Google *Immersive In-Game Ads*, ett annonsformat som gör det möjligt att integrera annonser naturligt i spelmiljön, exempelvis på reklamskyltar eller andra tredimensionella objekt.

Googles satsning befinner sig fortfarande i betafas och är främst inriktad på Unity-baserade mobilspel. Spelutvecklare måste ansöka om tillgång till lösningen och Google har inte kommunicerat någon tidsplan för en bredare lansering.

Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
550 102 844	0,17 SEK	90,8 MSEK
Antal aktieägare	Insynsägande	Free float
3 120	4,4 %	71,6 %

Adverty har totalt 550 102 844 utestående aktier och två långsiktiga incitamentsprogram som beslutades under 2025. Programmen riktar sig till bolagets styrelseledamöter respektive ledande befattningshavare och omfattar teckningsoptioner med en löptid på cirka tre år. Enligt Finansinspektionens register har cirka 35,8 miljoner teckningsoptioner tilldelats styrelse och ledning. Vid fullt utnyttjande motsvarar detta en potentiell utspädning på cirka 6,1 %.

Ägare	Kapital	Röster
1. Nordic Ascend Capital AB Nordic Ascend Capital AB är ett svenskt investeringsbolag som grundades 2025 och är en del av Acorn Investments AB. Nordic Ascend Capital är Advertys största aktieägare med cirka 24,3 % av aktierna och rösterna.	24,3 %	24,3 %
2. Futur Pension Futur Pension är ett svenskt pensionsbolag som erbjuder tjänstepension, privat pension och kapitalförsäkring. Bolaget förvaltar kundernas pensionskapital och står därför ofta registrerat som ägare till aktierna.	15,8 %	15,8 %
3. Avanza Pension Avanza Pension är ett svenskt försäkringsbolag inom Avanza-koncernen som erbjuder bland annat tjänstepension och kapitalförsäkring. Bolaget står registrerat som ägare till aktier som kunder innehar genom dessa försäkringslösningar.	13,0 %	13,0 %
4. Hampus Svensson Hampus Svensson är en privat investerare och en av de större aktieägarna i Adverty.	3,0 %	3,0 %
5. Daniel Eriksson Daniel Eriksson är en privat investerare och en av de större aktieägarna i Adverty.	1,8 %	1,8 %
6. Michael Grimborg  Michael Grimborg är en svensk medie- och marknadsföringsprofil som är styrelseledamot i Adverty sedan 2025. Han har lång erfarenhet från mediebranschen och har bland annat varit försäljningsdirektör på TV4, vd för mediebyråer samt nordisk marknadschef på Synsam.	1,5 %	1,5 %
7. Claes Johan Oscar Ekström Claes Johan Oscar Ekström är en svensk investerare och företagare. Han är styrelseledamot i Acorn Investments AB och Nordic Ascend Capital AB, som är Advertys största aktieägare.	1,4 %	1,4 %
8. Quantum Leben AG Quantum Leben AG är ett privatägt försäkringsbolag med säte i Vaduz, Liechtenstein. Bolaget grundades 2004 och erbjuder bland annat livförsäkringar och fond- eller investeringsanknutna försäkringslösningar på flera europeiska marknader.	1,3 %	1,3 %
9. Jonas Söderqvist  Jonas Söderqvist är VD för Adverty. Han har arbetat i media i mer än 30 år och har under de senaste 20 åren suttit på ledande positioner.	1,1 %	1,1 %
10. Signal Media AB Signal Media AB är ett privat aktiebolag och en av de större aktieägarna i Adverty.	1,0 %	1,0 %
Totalt topp 10 ägare	64,4 %	64,4 %

Styrelse



Petter Nylander, styrelseordförande

Petter Nylander är en erfaren ledare med en gedigen bakgrund inom media och iGaming. Efter sin kandidatexamen i företagsekonomi från Stockholms universitet inledde han sin karriär på MTG, där han bland annat var vd för TV3 Sverige och Skandinavien. Han har även varit vd för OMD Sweden och Unibet Group Plc, en av Europas ledande spelsajter online.

Innehav: 5 176 464 aktier och 13 752 571 teckningsoptioner.

Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Oberoende i förhållande till större aktieägare.



Hesam Yazdi, styrelseledamot

Hesam Yazdi är VD för Mocca Investment Group AB och sitter i styrelsen för GamingInnovation Group och GentooMedia. Med en juristexamen från Stockholms universitet och en bakgrund som ankarinvestorare i börsnoterade företag, har han utvecklat djupgående expertis inom onlinemarknadsföring och iGaming.

Innehav: 2 750 514 teckningsoptioner.

Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Oberoende i förhållande till större aktieägare.



Edvin Malmgård, styrelseledamot

Edvin Malmgård är civilingenjör i industriell ekonomi. Han har en bakgrund som managementkonsult och har förvaltat kapital för ett family office i Göteborg. Han har även arbetat som IR-ansvarig på Rakotech.

Innehav: 4 080 000 aktier och 2 750 514 teckningsoptioner.

Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Oberoende i förhållande till större aktieägare.



Michael Grimborg, styrelseledamot

Michael Grimborg har lång erfarenhet från mediebranschen. Han har bland annat varit vd för flera mediebyråer och försäljningsdirektör på TV4. Senast var han nordisk CMO på Synsam.

Innehav: 8 282 343 aktier och 4 125 771 teckningsoptioner.

Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Oberoende i förhållande till större aktieägare.

Ledning



Jonas Söderqvist, VD

Jonas har arbetat inom media i mer än 30 år och har under de senaste 20 åren suttit på ledande positioner. Han har erfarenhet av programmatisk annonsering och har bland annat varit Regional Director på PubMatic innan han tillträdde som vd för Adverty 2022.

Innehav: 6 236 010 aktier och 5 063 657 teckningsoptioner.



Calle Sténson, CTO

Calle började på Adverty under bolagets initiala fas i slutet av 2016 och har varit en viktig del av utvecklingen av Advertys plattform.

Innehav: 0 aktier och 5 063 657 teckningsoptioner.



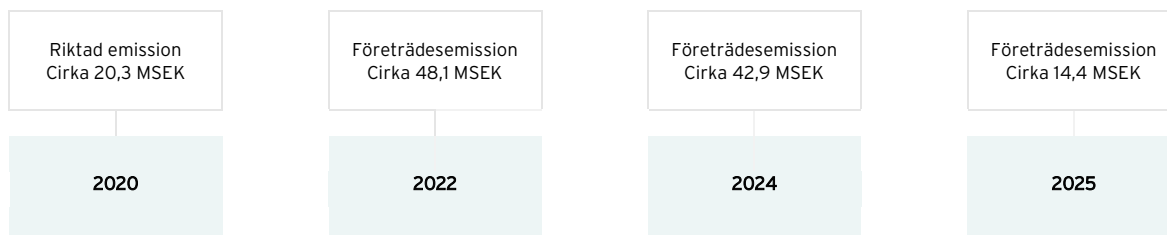
Jennifer Fröberg, CFO

Jennifer har över 10 års erfarenhet bakom sig från den internationella försäkringsmäklarbranschen, där hon bland annat arbetat med finansiell rapportering, budgetering och processoptimering.

Innehav: 12 200 aktier och 2 250 000 teckningsoptioner.

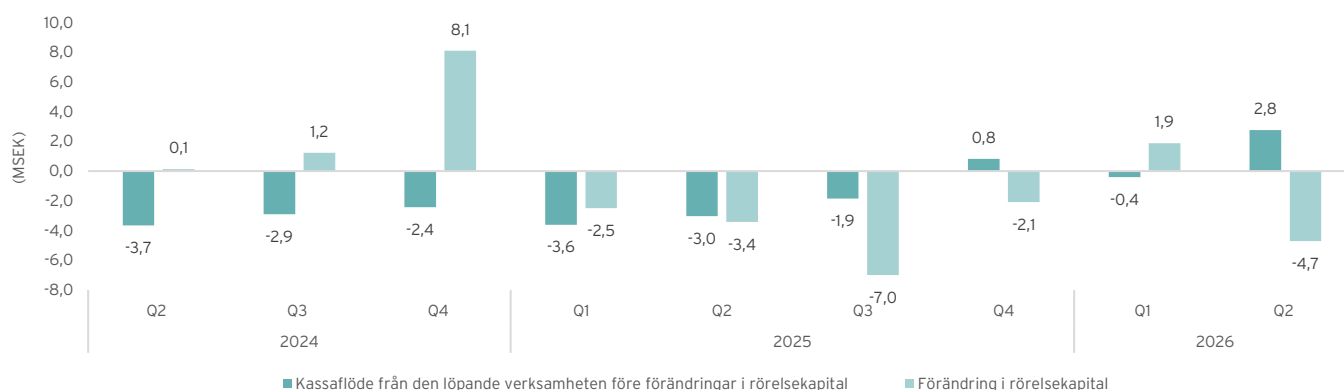
Från emissionsberoende till positivt kassaflöde

Adverty har historiskt redovisat negativa kassaflöden och varit beroende av externt kapital för att finansiera verksamheten. Sedan 2020 har bolaget genomfört fyra emissioner som sammanlagt tillfört cirka 125,7 MSEK före emissionskostnader och kvittning av skulder. Emissionerna har medfört en utspädning för aktieägarna och visar vikten av att bolaget når ett positivt kassaflöde.



Det operativa kassaflödet har förbättrats under de senaste kvartalerna i takt med bolagets stärkta resultat. I Q2'26 uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital till 2,8 MSEK (-3,0 MSEK). Förändringen i rörelsekapital belastade dock kassaflödet med -4,7 MSEK (-3,4 MSEK), då tillväxten binder kapital i kundfordringar. Adverty betalar vanligtvis spelutvecklarna inom 30-45 dagar, medan betalningarna från kunderna i vissa fall erhålls först efter 60 dagar. Bolaget behöver därmed finansiera mellanskillnaden, vilket tillfälligt belastar rörelsekapitalet när bolaget växer.

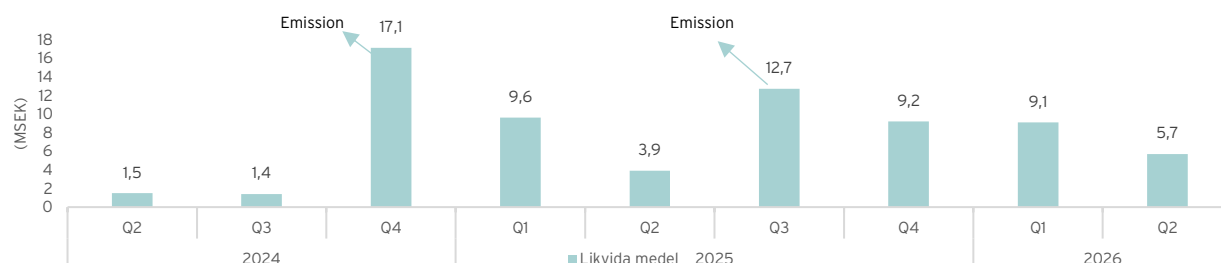
Operativt kassaflöde före förändringar i rörelsekapital, respektive rörelsekapital



Vid utgången av Q2'26 uppgick Advertys likvida medel till 5,7 MSEK (3,8 MSEK). Eget kapital uppgick till 7,6 MSEK, motsvarande en soliditet på 22,2 %. De långfristiga skulderna uppgick till 9,9 MSEK, medan de kortfristiga skulderna ökade till 16,8 MSEK. Samtidigt uppgick kundfordringarna till 13,4 MSEK, varav en stor del väntas omvandlas till likvida medel under kommande kvartal. I kombination med den befintliga kassan och ett operativt kassaflöde som vi bedömer fortsätter att förbättras bör detta ge bolaget förutsättningar att hantera sina kortfristiga åtaganden utan att ta in nytt eget kapital.

Likviditetsmarginalen är dock begränsad, vilket gör kassaflödets utveckling under kommande kvartal viktig. Om den positiva resultatutvecklingen fortsätter bedömer vi risken för en nyemission som begränsad. Eventuella tillfälliga likviditetsbehov bör i stället kunna hanteras genom exempelvis en kreditfacilitet.

Likvida medel



Outlook och värdering

Vi bedömer att Advertys tillväxt fortsätter att drivas av ett större tillgängligt annonslager, ökad efterfrågan från annonsörer och fler anslutna spel. Kombinationen av en förbättrad bruttomarginal och en till stor del fast kostnadsbas väntas medföra en betydande resultatförbättring under prognosperioden.

Estimat

Nedan följer våra estimat för 2026E och 2027E.

	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	31,8	33,7	51,0	74,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>4,8 %</i>	<i>5,8%</i>	<i>51,5%</i>	<i>45,0%</i>
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,8	1,5	1,6
Summa intäkter	33,7	34,5	52,5	75,5
 Bruttoresultat	 10,0	 11,5	 26,8	 35,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>31,5%</i>	<i>34,3%</i>	<i>52,5%</i>	<i>48,3%</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-12,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>131,9%</i>	<i>33,4%</i>
 Rörelsekostnader	 -18,9	 -16,2	 -13,5	 -15,2
<i>% av omsättningen</i>	<i>59,2%</i>	<i>48,2%</i>	<i>26,5%</i>	<i>20,5%</i>
 EBITDA	 -8,8	 -4,7	 13,3	 20,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg</i>	<i>neg</i>	<i>26,0%</i>	<i>27,8%</i>

Omsättning

Tillväxten väntas drivas av fler anslutna spel, högre fyllnadsgrad och ökad efterfrågan från DSP:er. Adverty samarbetar i dag med omkring 100 spelutvecklare och finns integrerat i cirka 600 spel. Det motsvarar fortfarande en liten andel av de hundratusentals spel som potentiellt kan använda bolagets teknik. Vi räknar därför med att antalet anslutna spel ökar under prognosperioden.

Ytterligare tillväxt väntas komma från en högre fyllnadsgrad. I dag säljs annonsutrymme motsvarande omkring 31,0 % av bolagets tillgängliga lager. Det finns därmed betydande utrymme att öka intäkterna från redan anslutna spel. Adverty uppger även att efterfrågan från DSP:er och annonsörer har stärkts under den senaste tiden.

Bruttomarginal

Bruttomarginalen ökade från 30,1 % i Q2'25 till 51,8 % i Q2'26. Förbättringen drevs främst av lägre serverkostnader efter migreringen till en mer infrastrukturfokuserad lösning. Mätt i USD minskade serverkostnaderna som andel av omsättningen från 24,0 % till 5,0 % under samma period.

Utvecklingen på längre sikt är mer osäker eftersom bruttomarginalen till stor del påverkas av hur intäkterna fördelas mellan Adverty och spelutvecklarna. I dag erhåller parterna i genomsnitt omkring 50 % vardera, men fördelningen varierar mellan avtal och kan förändras i takt med att marknaden mognar. Adverty har kommunicerat att bolaget bedömer att bruttomarginalen kommer att ligga kvar på nuvarande nivå under de kommande kvartalen. I våra prognoser antar vi dock, av försiktighetsskäl, att bruttomarginalen minskar till 48,3 % under 2027.

Rörelsekostnader

Advertys rörelsekostnader består främst av personalkostnader och övriga externa kostnader. Kostnadsbasen är till stor del fast och väntas därför öka långsammare än omsättningen under prognosperioden, vilket successivt stärker rörelsemarginalen. Vi räknar samtidigt med att kostnaderna ökar något i takt med verksamhetens expansion och fortsatta investeringar.

EBITDA

Kombinationen av stigande omsättning och en till stor del fast kostnadsbas väntas ge en hävstång i resultatet under prognosperioden. Trots en lägre antagen bruttomarginal räknar vi med att EBITDA ökar med 55,3 %, från 13,3 MSEK 2026 till 20,6 MSEK 2027. Prognosen är dock känslig för förändringar i bruttomarginalen.

Peers

Det är svårt att hitta noterade bolag med samma affärsmodell som Adverty. Inom den bredare annonsteknikbranschen finns däremot flera relevanta jämförelsebolag.

Peers, programmatiska plattformar

Det finns flera programmatiska plattformar som är noterade. Svenska Verve Group är verksamt på både köp- och säljsidan, med en särskilt stark position inom mobilannonsering i appar. Bland de internationella aktörerna finns The Trade Desk, som driver en av världens största efterfrågeplattformar (DSP), samt Magnite och PubMatic, som tillhör de ledande utbudsplattformarna (SSP).

Bolag	Börsvärde (MSEK)	P/S R12	EV/EBITDA R12
Magnite	33 539	4,7	20,6
PubMatic	7 683	2,9	37,6
The Trade Desk	62 737	2,3	8,3
Verve Group	3 098	0,5	6,4
Snitt	26 764,1	2,6	18,2
Adverty	90,8	2,2	23,0

Adverty handlas till en rabatt om cirka 15,4 % mot de jämförbara DSP- och SSP-plattformarna mätt som P/S. Sett till EV/EBITDA värderas bolaget samtidigt till en premie om cirka 26,4 %.

En direkt jämförelse är dock svår eftersom bolagen verkar i olika delar av värdekedjan och befinner sig i olika utvecklingsfaser. Jämförelsebolagen driver plattformar för köp och försäljning av annonser, medan Adverty tillhandahåller tekniken som gör annonsytor tillgängliga för annonsörer. Adverty är dessutom betydligt mindre och växer snabbare från en lägre bas. Bolaget har nyligen nått lönsamhet och väntas dra nytta av affärsmodellens skalbarhet, vilket innebär att dagens EV/EBITDA-multipel inte speglar lönsamheten på längre sikt.

Peers, gaming och mobil – adtech

Den andra jämförelsegruppen består av bolag med exponering mot gaming, mobilappar och digitala annonser. AppLovin och Mobvista driver plattformar för annonsförmedling, medan Mobvistas affärsmodell och inriktning mot programmatisk annonsering gör bolaget till den mest relevanta jämförelsen. Mobvista är dock betydligt större och har en bredare verksamhet.

AppLovin är det största bolaget i jämförelsegruppen och har renodlat sin tidigare mobilspelsinriktade verksamhet mot annonsteknik. Unity är världens ledande spelmotor för mobilspel, medan Digital Turbine erbjuder lösningar för distribution och monetisering av mobilappar.

Bolag	Börsvärde (MSEK)	P/S R12	EV/EBIT R12	EV/EBIT 2026E	EV/EBIT 2027E
AppLovin	1 013 404	15,5	20,2	16,2	12,5
Digital Turbine	13 785	2,4	28,5	27,9	19,9
Mobvista	20 526	1,0	21,1	15,9	9,4
Unity Software	190 038	9,7	neg	29,1	22,6
Snitt	309 438,3	7,2	23,3	22,3	16,1
Adverty	90,8	2,2	neg	23,8	5,1

Adverty handlas till en rabatt om cirka 69,4 % mot den bredare jämförelsegruppen mätt som P/S. På EV/EBIT värderas bolaget till en premie om cirka 6,7 % baserat på estimaten för 2026E, men till en rabatt om cirka 68,3 % baserat på 2027E.

Jämförelsen bör dock tolkas med försiktighet eftersom bolagen skiljer sig i storlek, affärsmodell och utvecklingsfas. Adverty är betydligt mindre, har nyligen nått lönsamhet och växer från en låg bas, medan flera av jämförelsebolagen är etablerade aktörer med större intäkter och mer mogna affärsmodeller.

Adverty handlas med en rabatt

Sammantaget visar jämförelsen att Adverty handlas till en lägre P/S-multipel än den bredare peergruppen och, sett till P/S, med en viss rabatt mot de noterade DSP- och SSP-plattformarna. Om bolaget levererar den resultatförbättring vi prognostiserar minskar värderingen snabbt och framstår som attraktiv i förhållande till peergrupperna på 2027E. Värderingspotentialen är dock beroende av fortsatt tillväxt och att affärsmodellens skalbarhet omsätts i högre marginaler.

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar Adverty utifrån en multipel om 10x EBITDA för 2027E. EBITDA bedöms vara det mest rättvisande resultatmåttet eftersom bolaget har relativt stora avskrivningar hänförliga till tidigare investeringar i immateriella tillgångar, som inte har motsvarande kassautflöde under perioden.

Den valda multipeln innebär en rabatt om cirka 45 % mot peergruppen bestående av programmatiska annonsplattformar, som i genomsnitt handlas till 18,2x EV/EBITDA på R12. Rabatten bedöms vara motiverad eftersom Adverty fortfarande befinner sig tidigt i sin tillväxtresa och estimaten är förknippade med osäkerhet. Bolaget har en volatil historik, har först nyligen nått lönsamhet och har historiskt varit beroende av emissioner för att finansiera verksamheten. Även om kassaflödet har förbättrats finns det fortfarande en viss osäkerhet kring det framtida finansieringsbehovet.

På den positiva sidan har Adverty en skalbar affärsmodell och verkar på en stor adresserbar marknad. Gaming står fortfarande för en liten andel av de globala annonsbudgetarna i förhållande till kanalens räckvidd och den tid som användarna tillbringar i spel. Fortsatt tillväxt, bibehållen kostnadskontroll och stärkt lönsamhet bedöms kunna motivera en högre multipel över tid. En multipel om 10x EBITDA indikerar en uppsida om 41,5 % baserat på våra estimat för 2026E och 129,1 % baserat på 2027E.

(MSEK)	2026E	2027E
EV/EBITDA-multipel	10,0x	10,0x
Estimerad EBITDA	13,3	20,6
Enterprise Value	132,6	205,9
Nettoskuld	4,2	-2,0
Börsvärde	128,4	207,9
Pris per aktie	0,23	0,38
Potentiell avkastning	41,5%	129,1%

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika antagna multiplar.

Känslighetsanalys						
EBITDAx	Huvudscenario 2026E			Huvudscenario 2027E		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
4	48,8	0,09	-46,2%	84,4	0,15	-7,0%
5	62,1	0,11	-31,6%	105,0	0,19	15,6%
6	75,4	0,14	-17,0%	125,6	0,23	38,3%
7	88,6	0,16	-2,4%	146,2	0,27	61,0%
8	101,9	0,19	12,3%	166,7	0,30	83,7%
9	115,1	0,21	26,9%	187,3	0,34	106,4%
10	128,4	0,23	41,5%	207,9	0,38	129,1%
11	141,7	0,26	56,1%	228,5	0,42	151,8%
12	154,9	0,28	70,7%	249,1	0,45	174,5%
13	168,2	0,31	85,3%	269,7	0,49	197,2%
14	181,4	0,33	99,9%	290,3	0,53	219,8%
15	194,7	0,35	114,5%	310,9	0,57	242,5%
16	208,0	0,38	129,1%	331,5	0,60	265,2%
17	221,2	0,40	143,7%	352,1	0,64	287,9%
18	234,5	0,43	158,4%	372,7	0,68	310,6%
19	247,7	0,45	173,0%	393,3	0,71	333,3%
20	261,0	0,47	187,6%	413,9	0,75	356,0%

Detaljerade estimat

Kvartal

(MSEK)	Q1'26A	Q2'26A	Q3'26E	Q4'26E
Nettoomsättning	7,8	12,9	12,5	17,8
Tillväxt y-o-y	24,5%	78,9%	69,1%	39,1%
Övriga rörelseintäkter	0,46	0,36	0,35	0,35
Summa intäkter	8,3	13,3	12,9	18,2
Bruttoresultat	3,9	6,7	6,7	9,6
Bruttomarginal	49,4%	51,8%	53,4%	53,8%
Tillväxt y-o-y	-24,5%	-26,5%	1,7%	-10,9%
Rörelsekostnader	-3,6	-3,3	-3,3	-3,4
Tillväxt y-o-y	45,7%	25,2%	26,6%	19,0%
EBITDA	0,3	3,4	3,4	6,2
EBITDA-marginal	3,7%	26,6%	26,8%	34,7%

Helår

(MSEK)	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	31,8	33,7	51,0	74,0
Tillväxt y-o-y	4,8%	5,8%	51,5%	45,0%
Övriga rörelseintäkter	1,9	0,8	1,5	1,6
Summa intäkter	33,7	34,5	52,5	75,5
Bruttoresultat	10,0	11,5	26,8	35,7
Bruttomarginal	31,5%	34,3%	52,5%	48,3%
Tillväxt y-o-y	-12,1%	15,2%	131,9%	33,4%
Rörelsekostnader	-18,9	-16,2	-13,5	-15,2
Tillväxt y-o-y	-5,7%	-14,0%	-16,6%	12,0%
EBITDA	-8,8	-4,7	13,3	20,6
EBITDA-marginal	neg	neg	26,0%	27,8%

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys, där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieäggande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Analytikern Gustav Gabinus äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys