



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 07 november 2022

GIG

It's a win

Stark position i en växande marknad

Den internationella marknaden för onlinebaserat sport- och casinospel (igaming) uppgår till USD 100 bn och väntas växa med 11-15% de kommande åren. Den huvudsakliga drivkraften är ett skifte från landbaserat till onlinebaserat spel samt ett regulatoriskt skifte där gaming regleras och beskattas. Vi bedömer att GIG med sin plattformslösning för sport- och casinospel, som är reglerad och certifierad på över 30 marknader, har möjlighet att rida på denna tillväxtvåg. Vidare anser vi att bolagets mediadel gynnas av den höga strukturella tillväxten i industrin.

Städat bolaget för lönsamhetsexpansion...

Gaming Innovation Group ("GIG") har historiskt varit ett snårigt bolag med både en B2C-verksamhet och egen spelstudio. Genom olika åtgärder har bolaget nu renodlats och innefattar en mediadel och en plattformsdela. Vi bedömer således att bolaget kommer kunna röra sig mot sina lönsamhets- och tillväxtmål, inte minst med tanke på den starka operationella ställningen bolaget har.

...vilket inte återspeglas i värderingen

Vi bedömer att GIG handlas till en kraftig rabatt jämfört med sitt fundamentala värde givet bolagets historik. Baserat på att man nu har städat verksamheten och levererar i närhet av den innevarande guidningen bedömer vi att denna rabatt kommer att minska. Vi ser ett stort antal kurstriggers i närtid i form av strategiska initiativ och nya affärer. Vi bedömer även att bolaget med sin höga andel intäkter från reglerade marknader bör se en multipelexpansion i likhet med andra bolag i sektorn med hög andel intäkter från reglerade marknader. Vårt motiverade värde är 35-37 kr per aktie.

Estimatändring (€)					Prognos (m€)				Värde och risk	
	22	Δ%	23	Δ%		2021	2022	2023	2024	
Totala intäkter	89	-	109	-	Totala intäkter	66	89	109	130	Motiverat värde
EBITDA, just.	30	-	38	-	Intäktstillväxt	27%	34%	23%	19%	35 - 37 kr
EPS, just.	0,0	-	0,1	-	EBITDA, just.	21	30	38	52	Aktiekurs
					EBIT, just.	8	10	17	31	Riskenivå
					EPS, just.	0,0	0,0	0,1	0,2	Låg
					EPS-tillväxt	101%	615%	249%	166%	
					EK/aktie	0,1	0,5	0,6	0,7	
					EBIT-marginal	12,0%	11,6%	15,2%	23,6%	
					ROE, just.	3,1%	5,7%	11,2%	24,8%	
					ROCE, just.	15,4%	12,0%	14,0%	23,1%	
					EV/Sales	3,3x	4,3x	3,3x	2,6x	
					EV/EBITDA	10,1x	12,6x	9,5x	6,5x	
					EV/EBIT	27,2x	36,6x	21,9x	11,1x	
					P/E, just.	750,0x	154,5x	44,3x	16,7x	
					P/EK	15,0x	5,3x	4,7x	3,7x	
					Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,4x	0,7x	0,1x	

Kommande händelser	
Q3 - rapport	09 november 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	126
Börsvärde	337
Nettoskuld (estimerad 2022)	42
EV	379
Free float	89%
Daglig handelsvolym, snitt	146(k)

Analytiker	
Rikard Engberg	
rikard.engberg@penser.se	

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

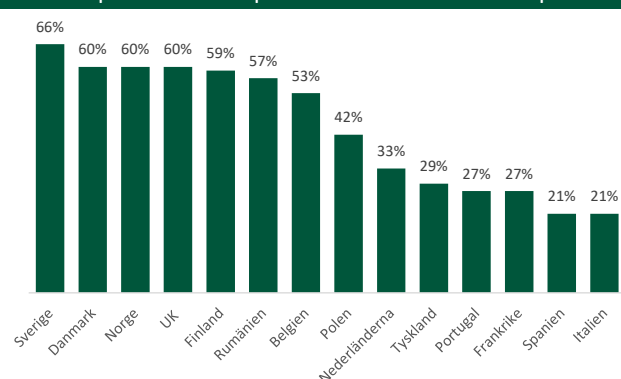
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och väntas växa 11-15% kommande år. Den främsta drivkraften är att nya marknader regleras och ett ändrat beteendemönster där spelandet skiftar från offline till online. GIG har två affärsområden som gynnas av denna trend, GIG Media och GIG Platform Services. GIG Media tillhandahåller affiliattjänster vilket är den snabbast växande formen av marknadsföring inom iGaming industrin. Denna typ av marknadsföring tenderar att växa kraftigt på nyöppnade marknader. GIG Platform Services tillhandahåller en plattformslösning som är licensierad på flest marknader, vilket gör att man blir en stark partner för casinon som vill röra sig online och operatörer som vill nå nya marknader. Detta i kombination med att GIG har genomfört en operationell storstädning gör att vi ser att aktien kommer utvecklas väl framöver.

Bolagsprofil

Den globala spelmarknadens värde uppgår i dagsläget till ca USD 440bn, varav ca 15% av spelandet sker online.. Spelandet växer i takt med den globala BNPn, varav spel online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för igaming-industrin:

- Avreglering av stora marknader: Samtidigt som USA har börjat öppna upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att exempelvis Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem. När marknader omreglerar eller öppnas tenderar spelandet att öka eftersom det får en högre social acceptans. Dessutom blir det enklare då betaltjänster öppnar och marknadsföring tillåts.
- Nedstängning av fysiska casinon: Vi bedömer att covid-19-pandemin har accelererat skiftet från att spela offline till online. Onlinedelen av spelandet har historiskt legat under 10%, men vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin. Vi bedömer att denna andel inte kommer sjunka tillbaka, eftersom onlinespel efter pandemin fått en större acceptans. Dessa tendenser bedömer vi sker i kraftig itsträckning i exempelvis Syd- och Centraleuropa.
- Fortsatt digitalisering av samhället: Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer att se en ökad andel onlinespelare framöver. Detta drivs av allmänna faktorer som främjar digitalisering, exempelvis utbyggnad av bredband och konvertering till smartphones.

Online spelande i Europa i förhållande till totalt spelande



Källa: H2 Capital

Vi anser att GIG gynnas av samtliga makrotrender ovan, eftersom de genom sin flexibla plattform kan erbjuda sina kunder att snabbt nå de marknader som nyligen har omreglerats. Vi ser att GIG Media har agerat som en kassako till de investeringar som gjorts i plattformen och nu möjliggör en accelererad tillväxt både för omsättningen och vinsten. Detta leder till att vi ser ett motiverat värde om 35-37 kr per aktie. Möjliga kurstriggers är:

- Nya kunder för både sportbok och plattform
- Strategiska initiativ från ledningen att renodla verksamheten eller synliggöra aktieägarvärde

Globala spelmarknaden GBPM



Källa: H2 Capital

Innehållsförteckning

Stark position i en växande marknad.....	1
Städat bolaget för lönsamhetsexpansion.....	1
...vilket inte återspeglas i värderingen	1
Investment case	2
Bolagsprofil	2
Innehållsförteckning	3
GIGs verksamhet.....	5
Platform & Sportbook	5
GIG Media	5
Historik.....	5
GIG Media	7
Platform & Sportbook.....	11
Konkurrentanalys: Platform & Sportbook.....	13
Fördelar	13
Nackdelar	13
Direkta konkurrenter	13
Sportbok.....	14
Sammanfattning Platform & Sportbook	14
Introduktion till iGaming-industrin	15
Sammanfattning regulatorisk miljö/drivkrafter	16
Den europeiska marknaden	17
Sverige.....	17
Spanien	17
Italien	17
Österrike	17
Irland	17
UK.....	17
Rumänien	18
Kroatien.....	18
Serbien	18
Grekland.....	18
Portugal.....	18
Frankrike	18
Belgien	18
Tyskland	19
Sammanfattning av den europeiska regulatoriska miljön	20
Marknader som är på väg att omregleras eller öppna upp	21
Utvalda delstater	23
New Jersey	23
Pennsylvania	23
New York.....	23

Illinois	24
Michigan	24
Sammanfattning USA marknaden	25
Övriga tillväxtmarknader	26
Brasilien	26
Colombia	27
Peru	27
Argentina	27
Canada/Ontario	27
Sammanfattning övriga tillväxtmarknader	27
Estimat och intäktsdynamik	28
Finansiella mål och Guidance	28
Intäktsdynamik	28
GIG Plattform & Sportbook	29
GIG Media	31
Sammanfattning intäktsestimat	32
Kostnadsestimat	33
Övriga kostnader	33
Sammanfattning operationella kostnader	34
Övriga kostnader	34
Avskrivningar	34
Finansiella kostnader	35
Sammanfattning övriga kostnadsposter	35
SOTP-värdering	37
GIG Media	37
GIG plattform & Sportbook	39
Sammanfattning SOTP-värdering	40
Diskonterad kassaflödesanalys	41
Transaktionsvärdering	42
Sammanfattning värdering	43
Styrelse och ledande befattningshavare	44
Styrelse	44
Ledning	45
ESG GIG	46
Environment	46
Social	46
Governance	46

GIGs verksamhet

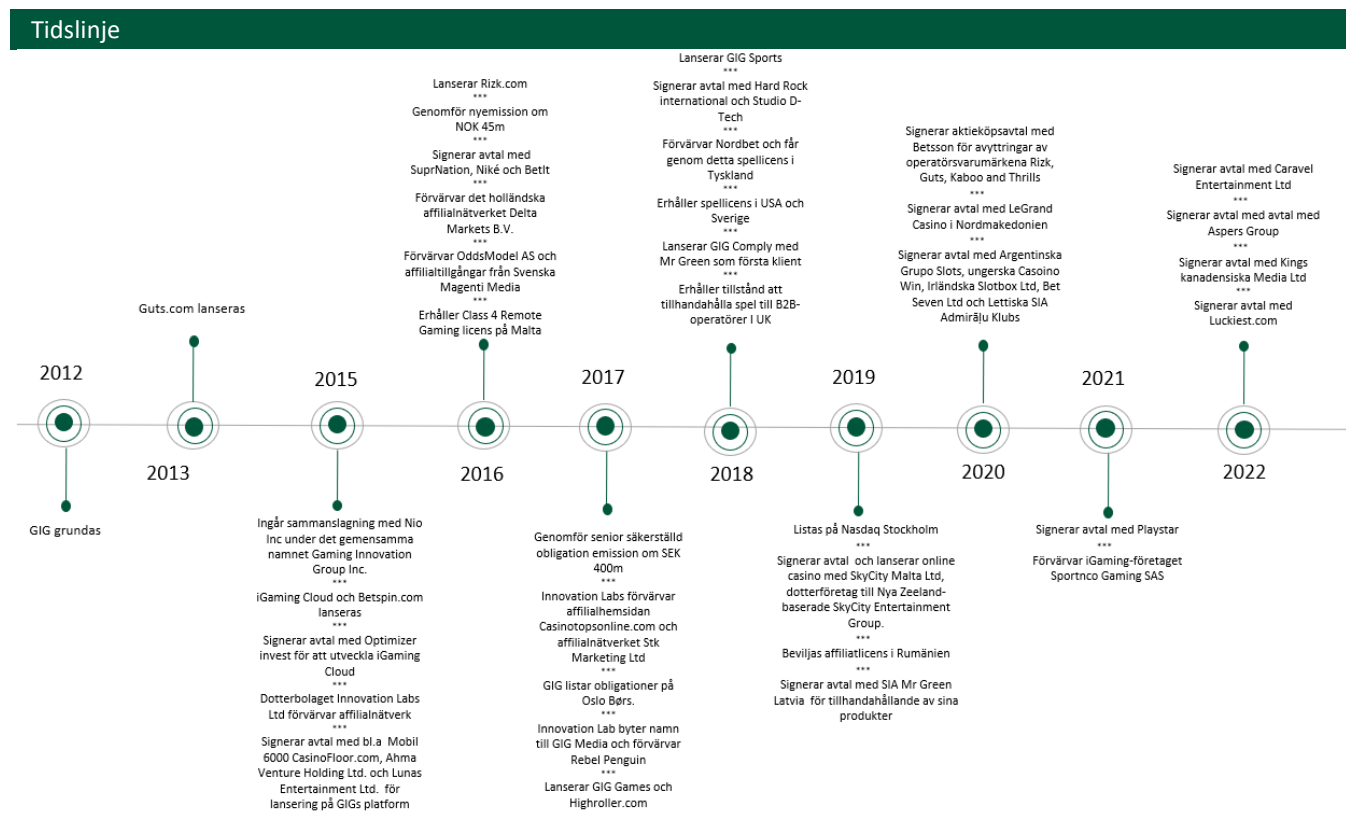
Plattform & Sportbook

Plattformen, eller "Plattform & Sportbook" som GIG kallar affärsområdet, är hjärtat eller back-end i ett onlinecasino. Plattformen integreras med andra leverantörer som t.ex. betallosningar, spelleverantörer eller ID-tjänster för att låta operatören sköta kärnaffären i form av marknadsföring och kundvård. Historiskt har många operatörer valt att ha denna tjänst inhouse, men pga. lokala regleringar blir marknaden mer komplex och många operatörer väljer att outsourca plattformen till en tredje part med en lokal licens.

GIG Media

GIG Media är ett bolag som är aktivt inom s.k. affiliate marketing. Affiliate marketing är en form av online marknadsföring där kunder via jämförelsesiter slussas vidare till t.ex. ett online casino. Affiliatebolaget får en engångsbetalning för kunden eller en intäktsdelning för kunden. Vi bedömer att detta affärsområde drivs av att nya marknader öppnas upp och regleringar av marknadsföring i andra kanaler än online vilket kommer öka flödet till affiliatesidor.

Historik



Källa: GIG

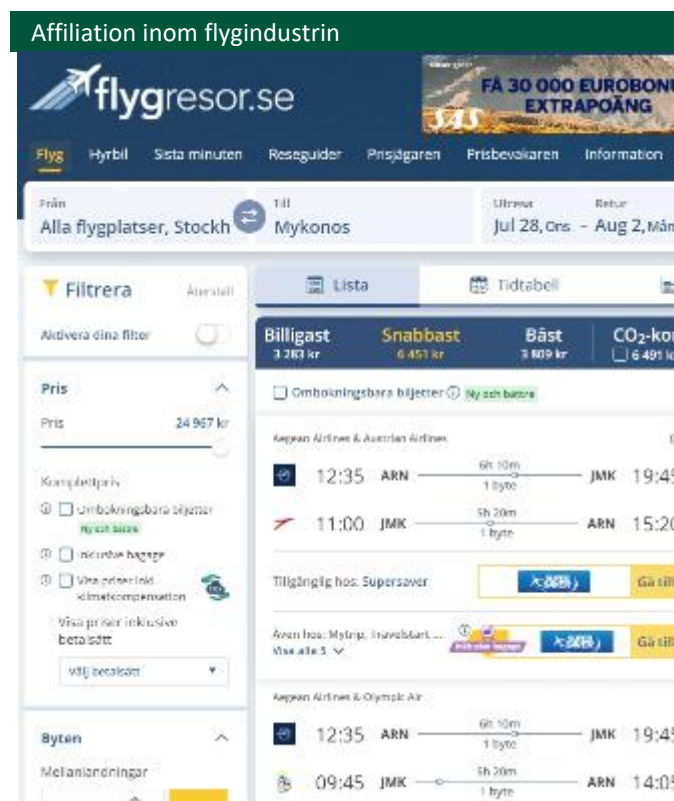
GIG har en lång historia med vad vi har valt att se som två specifika faser. Den första fasen har vi valt att kalla för uppstartsfasen. Den innefattar åren fram till 2016 då bolaget lanserade sina produkter och började bygga en närvaro inom både B2B- och B2C-verksamhet. Under denna fas etablerades grunden för de två nuvarande affärsområdena.

Nästa fas i bolagets historia går att benämna som konglomeratfasen. Denna fas började med att bolaget 2017 tog upp kapital på obligationsmarknaden för att utöka förvärvstakten inom B2C- och affiliateverksamheten, samt investera mer i sin produkt. Under denna tid startade även bolaget ett antal nya verksamheter och affärsområden, t.ex. en egen spelstudio och började utveckla en egen sportbok. Under denna period tappade bolaget fokus på kärnverksamheten vilket bl a. ledde till kundtapp och dålig lönsamhet. Vi bedömer att denna fas nådde sin klimax 2019 då bolaget valde att parallellnotera aktien på NASDAQ Stockholm.

Denna period avslutades 2020 då bolaget sålde sin B2C-verksamhet till Betsson. Detta följdes av att bolaget initierade ett kostnadsbesparingsprogram för att röra sig mot lönsamhet. Givet de åtgärder bolaget vidtagit ser vi goda möjligheter till högre marginaler kommande år. Vi konstaterar att GIG har en blandad historia vilket har återspeglats i aktiekursens utveckling. Vi ser dock att bolaget har vidtagit kraftiga åtgärder för att renodla och städa upp bolaget vilket vi bedömer kommer återspeglas i aktiekursutvecklingen de kommande åren .

GIG Media

GIG Media är ett aktivt bolag inom affiliation eller prestationsbaserad marknadsföring för spelindustrin (iGaming). Bolaget agerar som en mellanhand mellan spelare och operatörer. Verksamheten går att jämföra med vad Hotels.com eller Flygresor.se erbjuder till sina slutkunder.



Källa: GIG



Källa: GIG

Grundidén bakom affiliation är att köparen av marknadsföring, i detta fall operatören, ska få bättre kontroll på sina KPI:s kopplade till marknadsföring än vid traditionella annonsköp. Då marknadsföringen sker helt online är det lättare att mäta resultat genom t.ex. click-through rate. Vidare har många operatörer valt att ha s.k. revenue-share avtal med affiliates. Detta innebär att intäkterna delas mellan operatör och affiliate och sänker risken i kampanjerna.

Affiliatebolag får betalt på ett av tre sätt:

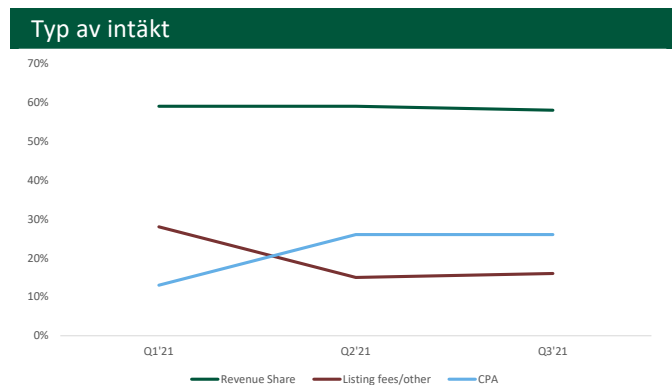
Revenue share: Denna typ av avtal är en form av intäktsdelning där affiliatebolag och speloperatörer delar på spelöverskottet från de kunder som kommer från affiliatesiten. Fördelen med denna typ av avtal är att det är relativt låg risk för operatörer att köpa trafik på detta vis. För affiliaten innebär avtalstypen att bolaget bygger en bas av återkommande intäkter. En potentiell nackdel är att lönsamheten på kort sikt blir lidande. Metodiken ställer höga krav på affiliates att hitta lönsamma kunder.

CPA (cost per acquisition): Denna typ av avtal innebär att speloperatören betalar en engångssumma för en ny kund. Avtalstypen är den enda tillåtna i många amerikanska delstater och är vanligast på oreglerade marknader då det är en risk för att affiliaten inleder ett intäktsdelningsavtal på en marknad som kan komma att stänga ned.

Övrigt: Övriga former av intäkter kan vara hybridlösningar mellan revenue-share och CPA eller intäkter från annonser på hemsidor (s.k. bannerannonser).

Historiskt sett har affiliates fokuserat på att ha en hög andel intäkter från revenue share då detta minskar volatiliteten i intjäningen. På de oreglerade marknaderna och delvis i USA där CPA är den vanligaste betalformen, anledningen till att CPA dominerar på de oreglerade marknaderna är att det är mer flexibelt än revenue share, och risken för affiliates är lägre.

Situationen blir även mer förutsägbar för operatörerna med CPA-betalning. En del av den amerikanska marknaden är speciell då det krävs en licens för att få bedriva verksamhet med revenue share avtal.



Källa: GIG

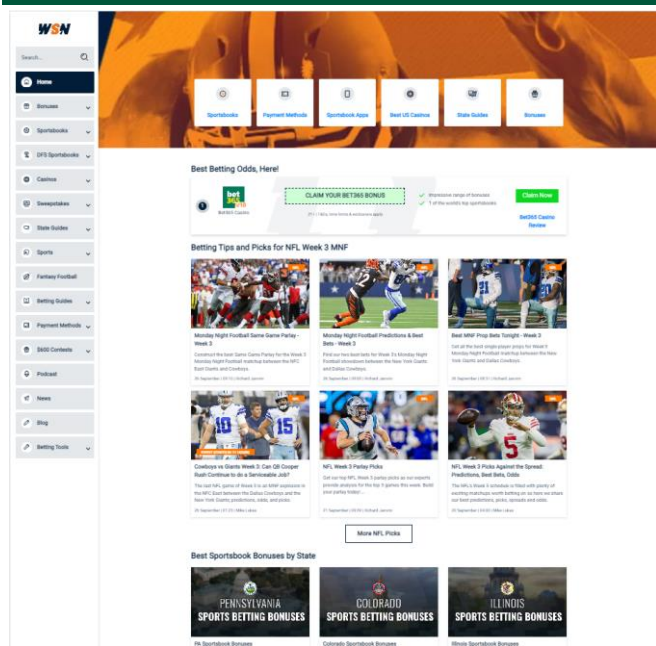
Källa: GIG

Vi bedömer att GIG Medias fokus på Rev. Share sänker volatiliteten i intäkterna vilket resulterar i att affärsområdet kan agera kassako åt investeringar och expansion av plattformen. Vidare anser vi att denna typ av intäkter bör värderas på ett premium mot mer volatila CPA-intäkter.

GIG delar in sin Media-del i två ben som skiljer sig något från varandra. Dessa två är:

- **Publishing:** Inom detta segment bedriver GIG ett antal redaktionella hemsidor vars huvudsyfte är att slussa vidare kunder till speloperatörer. Dessa hemsidor är aktiva både inom sport och casinospel. Exempel på dessa sidor är:
 - **WSN:** WSN.com (World Sports Network) är en hemsida som fokuserar på amerikanska sporter. Exempel på information som finns på hemsidan är spelförslag inför matcher och podcasts. Sidan tillhandahåller även bonusguider för olika delstater.
 - **Casinotoponline:** Tops tillhandahåller casinojämförelser globalt på flertalet internationella marknader. Bland dessa finns den viktiga latinamerikanska marknaden.

Exempel på GIG Media tillgång (I/II)



Källa: GIG

Exempel på GIG Media tillgång (II/II)



Källa: GIG

Paid Media: Inom detta segment tillhandahåller GIG olika former av marknadsföringslösningar till operatörer. Dessa inkluderar följande tjänster:

- **Sökmotorsoptimering/marknadsföring via sökmotorer:** Denna typ av marknadsföring lämpar sig både på reglerade och oreglerade marknader. På många reglerade marknader tillåts s.k. paid search vilket innebär att ett sökord hamnar högst upp i söklistan. På oreglerade marknader kan det handla om att optimera informationen kring vissa sökord.
- **Marknadsföring via sociala media:** Denna typ av marknadsföring är vanlig på reglerade marknader och innefattar marknadsföring via alla de större sociala medierna som Facebook, Instagram och dylikt. Plattformen Twitch har nyligen förbjudit reklam/streaming av licensierade innehåll ifrån spelutvecklare, vilket gör att det finns en efterfrågan på compliance-verktyg för köpare av den typen av reklam.
- **Permission marketing:** Marknadsföring via SMS/Email direkt mot potentiella slutkunder
- **Display:** Olika former av bannermarknadsföring eller dylikt

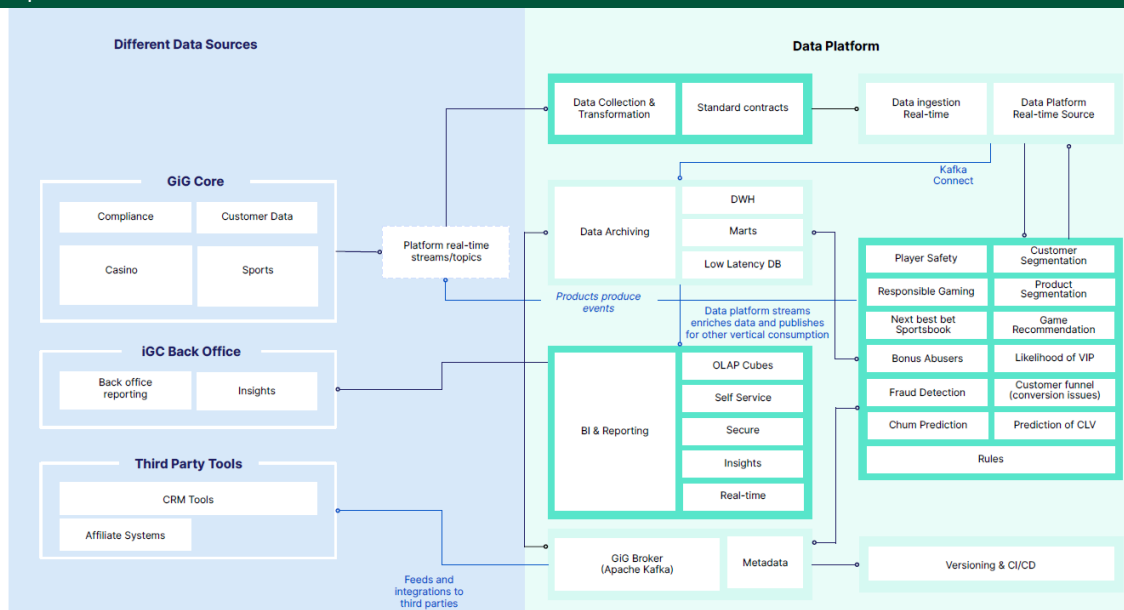
Vi bedömer att de båda intäktsbenen visar på goda synergieffekter då paid search ger möjlighet för GIG att samla in data kring potentiella kunder för att sedan kunna driva dem till publishing-sidorna där marginalen är betydligt högre och intjäningen mer långvarig.

Vi bedömer att de främsta konkurrenterna till GIG Media är de svenska bolagen nedan:

- **Raketechn:** Raketechn är ett svenskt affiliate-bolag med fokus på spelsektorn. Bolaget omsatte EUR 38,5m under 2021 och bedöms ha en omsättning om EUR 50-55m under 2022. Bolagets största marknad är Norden som stod för ca 46% av omsättningen i Q2. Det största segmentet för bolaget är casino som utgjorde ca 70% av omsättningen i Q2. Värt att notera att Q2 är ett kvartal med lite sport på den amerikanska marknaden där Raketechn har vuxit via förvärv de senaste åren. Raketechn har ca 42% av sina intäkter från revenue share-avtal
- **Catena Media:** Catena Media är ett svenskt affiliatebolag med fokus på den amerikanska marknaden och sport. Bolaget omsatte ca EUR 139m de senaste 12 månaderna. Justerad EBITDA uppgick till EUR 64m. Bolaget har ca 52% av intäkterna från Nordamerika. Av denna anledning står CPA för 52% av omsättningen. Bolagets styrelse överväger strategiska alternativ för verksamheten med fokus på europeiska marknader. Skulle detta ske blir bolaget väldigt renodlat mot sport och den amerikanska marknaden USA. Volatiliteten i intäkterna skulle då öka då CPA tenderar att vara mer volatilt än revenue share-avtal.
- **Better Collective:** Better Collective är ett danskt affiliatebolag noterat på Stockholmsbörsen. Bolaget fokuserar på sport och den amerikanska marknaden, vilket utgör ca 60% av omsättningen. Bolaget skiljer sig något ifrån de övriga affiliatebolagen då man jobbar mycket med mediasamarbeten för att driva trafik. Exempel på mediasamarbeten är Chicago Tribune och Philadelphia Inquirer.

Platform & Sportbook

Översikt plattform

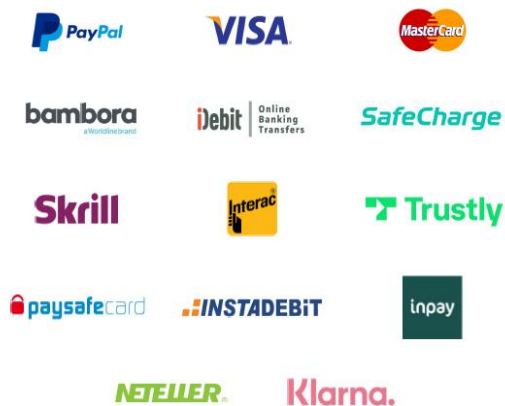


Källa: GIG

Vi bedömer att de viktigaste leverantörerna till plattformen är följande:

- **Payment providers:** En nyckelaktör i ekosystemet för samtliga bolag i industrin är payment providers. Här ser vi att GIG jobbar med samtliga stora aktörer. Genom att ha ett stort antal betallösningar anslutna har GIG möjligheten att erbjuda sina tjänster till fler slutkunder och på fler marknader vilket gör plattformen mer attraktiv
- **Spelutvecklare:** Vi bedömer att GIG har lyckats ansluta samtliga ledande spelutvecklare till sin plattform. Genom att ansluta ett stort antal spelutvecklare får GIGs kunder möjlighet att erbjuda ett stort antal spel till sina slutkunder. Vilket ökar attraktiviteten i plattformen
- **Aggregatörer:** Aggregatörer samlar spel och spelare från utvecklare och driver vidare. Aggregatörerna hjälper operatörer att nå spelarflöden och utgör en viktig del i ekosystemet på många tillväxtmarknader

Betallösningar



Källa: GIG

Ingen 1: Spelutvecklare



Källa: GIG













- **Sportbok:** Utöver den egenägda plattformen för att leverera sportspel har GIG samarbetsavtal med ett antal aktörer på marknaden.
- **Verktyg för regelefterlevnad:** GIGs plattform har ett antal KYC-verktyg kopplade till sig, vilket gör att bolaget kan minska bland annat KYC-tiden hos operatörer upp till 80%

- **CRM verktyg och verktyg för bättre kontroll över affiliateflöden:** En inbyggd och central funktion i en plattform är ett CRM-system. Ett CRM-system hjälper operatören att kontrollera bonuskostnader och att bibehålla en stark retention rate. GIG bedömer att retention rate kan öka upp till 14% med deras CRM-system. Vi bedömer denna siffra som realistisk. Ytterligare en viktig funktion i ett CRM-system är att kontrollera flöden från affiliates och att se till att dessa är lönsamma för operatören.

Vi bedömer att GIG har tre huvudtyper av kunder för plattformsdelen och dessa är:

- **Local Champions:** Ett typexempel på den s.k. local champion är Mr Green, ett online casino med ett fokus på bland annat den nordiska marknaden. Bolaget använder sig av en stor del av GIGs tjänster. Ett annat exempel på den typen av kund är Sky City. Bolaget är en ledande operatör på den Nya zeeländska marknaden.
- **Tier one kunder på icke kärnmarknader:** Vi bedömer att denna är den viktigaste typen av kunder och där vi ser störst potential hos GIG. Exempel på dessa kunder är William Hill och Betsson som använder sig av GIG på sekundära marknader i Latinamerika och för de förvärvade varumärkena Guts, Kaboo, Rizk och Thrills.
- **Landbaserat till online:** En viktig typ av kund för GIG är landbaserade casinon som pga ändringar i regleringar eller för att växa väljer att börja erbjuda onlinetjänster. Vi bedömer att denna typ av aktör kommer vara vanlig på tillväxtmarknader som Latinamerika eller Afrika.

Exempel på GIG kunder

 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • Frontend and CMS • GIG Data • GIG Media and CRM 	 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • Frontend and CMS • GIG Data • GIG Sports 	 <ul style="list-style-type: none"> • Sportnco • Sportsbook
 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • GIG Cashier • GIG Media • GIG Data 	 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • Frontend and CMS • GIG Data • GIG Sports 	 <ul style="list-style-type: none"> • Sportnco Platform Services • Sportnco Sports • Sportnco Frontend
 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • Frontend and CMS • GIG Data • GIG Sports 	 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • GIG Media • GIG Data • GIG Sports 	 <ul style="list-style-type: none"> • Sportnco Platform Services • Sportnco Sports • Sportnco Frontend
 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • Frontend • Managed Services • GIG Sports 	 <ul style="list-style-type: none"> • GIG Platform Services • GIG Data 	 <ul style="list-style-type: none"> • Sportnco Sports • Sportnco Frontend

Källa: GIG

Konkurrentanalys: Plattform & Sportbook

Vi bedömer att det finns två konkurrenter till GIGs plattformslösningar, vilka är andra produktleverantörer och internt utvecklande casinoplattformar. Nedan följer en kort sammanfattning om de fördelar och nackdelar som finns i att utveckla en egen plattformslösning.

Fördelar

- Bättre kontroll över innehåll och produkt
- Skalfördelar på enskilda stora geografiska marknader som t.ex. UK eller Frankrike

Nackdelar

- Anpassningar och lokala licensieringar kräver resurser och bidrar till att fokus kan tas från kärnaffären, dvs marknadsföring och slutkundsupplevelse
- Många operatörer har äldre tungrodda plattformar vilket gör att anpassningar eller förändringar från leverantörer blir tidskrävande. Detta kallas legacy-produkter.
- Lång time-to-market för att gå in på en ny marknad

Vi bedömer att framtida tillväxt framför allt kommer komma från två av de tre kundgrupperna som ovan nämns och det är landbaserade aktörer som rör sig online och större operatörer som satsar på tillväxtmarknader. Det tydligaste exemplet på en ledande operatör som använder sig av GIGs plattform är Betsson. Betssons egen plattform, Techsson, är enligt våra källor en av de mest välutvecklade på marknaden. Trots detta väljer Betsson att användas sig av GIG på flera marknader som inte anses vara kärnmarknader. Detta för att kunna vara flexibla och leta tillväxt på ett stort antal marknader.

Direkta konkurrenter

De andra konkurrenterna som GIG möter är specialister på att leverera liknande plattformslösningar som GIG har. Genom besök på världens ledande spelmässa har vi identifierat följande konkurrenter:

- **Everymatrix:** Är ett brittiskt bolag baserat på Malta. Förutom plattformslösningar levererar bolaget olika casinospel, en sportbokslösning och andra B2B-lösningar för igamingbolag. Bolaget har totalt 13 licenser för sin plattformslösning vilket är betydligt färre än GIG.
- **BetConstruct:** Är ett georgiskt bolag med fokus på B2B-lösningar. Bolaget tillhandahåller ett stort antal B2B-tjänster men har relativt få licenser vilket gör att vi drar slutsatsen att de fokuserar på gråa marknader. Vi bedömer att denna typ av bolag kommer få det svårt att konkurrera på reglerade marknader eftersom många är regulatoriska.
- **Playtech:** Är ett israeliskt/brittiskt bolag som är en teknikleverantör inom samtliga led. Bolaget tillhandahåller t.ex. eget livecasino och utvecklar egna spel. Utöver att vara en leverantör har bolaget en betydande B2C-verksamhet. Vi bedömer att man har relativt många B2B-licenser men inte lika många som GIGs plattform. Vi bedömer också att bolaget är relativt spretigt och att plattformstjänsten inte är en huvudprodukt.
- **SBTech:** Var ett israeliskt bolag som 2020 köptes av Draftkings. Bolaget har varit en ledande aktör med fokus på både sportbok och plattformslösningar med bland annat en maltesisk licens. I samband med att bolaget förvärvades av Draftking framkom att bolaget hade en relativt stor del av sin intjäning ifrån gråa marknader. Vi bedömer att bolaget har tappat i konkurrenskraft sedan de förvärvades av Draftkings eftersom många operatörer inte vill dela en plattform ägd av en konkurrent.
- **Aspire:** Ett israeliskt bolag som tidigare var noterat på Stockholmsbörsen. Bolagets köptes av den amerikanska leverantören Neogames. Bolaget erbjuder idag en komplett produkt som är licenserad på 14 marknader.

Konkurrens översikt

Namn	Licenser	Komplett plattform	Egen sportbok	Egna Spel
GIG	30+	✓	✓	X
aspireglobal	14	✓	✓	✓
Every Matrix	13	✓	✓	✓
BETCONSTRUCT	7	✓	✓	✓
playtech	20	✓	✓	✓

Källa: Company data

Vi bedömer att GIGs främsta konkurrensfördel mot de aktörer som beskrivs ovan är att de har en möjlighet att erbjuda en produkt inom både sportbok och plattformslösningar på i särklass flest marknader. Det gör att GIG blir mer attraktiv hos slutkunderna som vill outsourca plattformen på tillväxtmarknader eller nya mindre marknader. Vidare har man genom förvärvet av Sportnco knutit till sig kunder som endast har sportbok och som kan växa på nya marknader med GIG eller köpa in ytterligare tjänster från GIG

Sportbok

Genom förvärvet av SportnCo kan GIG tillhandahålla en sportbokslösning. Sportbok är en förhållandevis riskabel tjänst för operatörer att tillhandahålla eftersom variansen i sporthevent är betydligt högre än i traditionella casinospel. Riskhantering är därför en central del i sportboksverksamhet. Genom förvärvet av SportnCo nådde GIG marknaderna på kartan nedan för att leverera sportboklösningar. Vi ser således att GIG för möjlighet att sälja ytterligare en produkt till både landbaserade casinon som vill röra sig online eller operatörer som vill växa på sekundära marknader. Vidare ser vi att GIG kan öka sin share of wallet genom att sälja hela plattformen till sportbokskunder och vice versa.

Marknader och kunder Sport



Källa: GIG

Sammanfattning Plattform & Sportbook

Sammanfattningsvis bedömer vi att GIG har en konkurrenskraftig produkt. Detta grundar vi på att bolaget har fler licenser än många av de direkta konkurrenterna, som antagligen fokuserar på ett litet antal marknader eller gråa marknader. Vidare ser vi att man har möjlighet att vara relevanta även för globala aktörer då man blir ett verktyg för att nå sekundära marknader. Ytterligare en tillväxt möjlighet finns hos landbaserade casinon som vill röra sig online där tillväxten finns.

Introduktion till iGaming-industrin

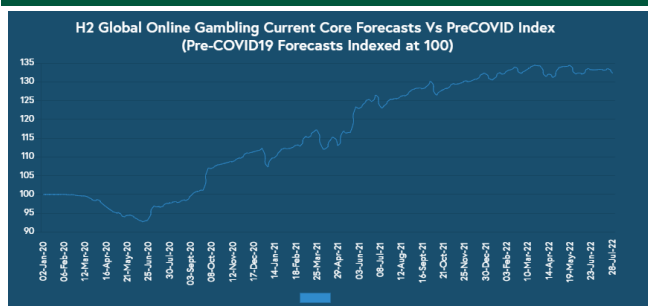
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning. Marknaden uppgår idag till ca USD 100bn och väntas växa med ca 11% de kommande åren. Vi bedömer den främsta drivkraften i tillväxten vara den konvertering som i dagsläget sker från landbaserat spelande till online, och denna konvertering har accelererat sedan covidpandemin. Ytterligare en aspekt som driver spelandet online är att flertalet stora länder som USA och delar av Latinamerika väljer att succesivt att legalisera onlinespel. Enligt oss är den främsta drivkraften till detta att möta ökade fiskala underskott.

Globala marknaden för igaming online



Källa: H2GC

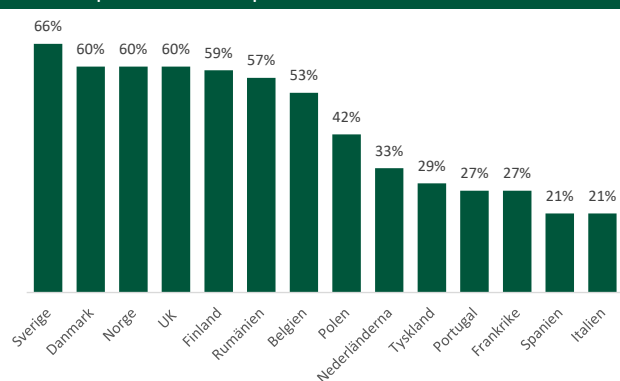
Revideringar av onlinespel sedan covid



Källa: H2GC

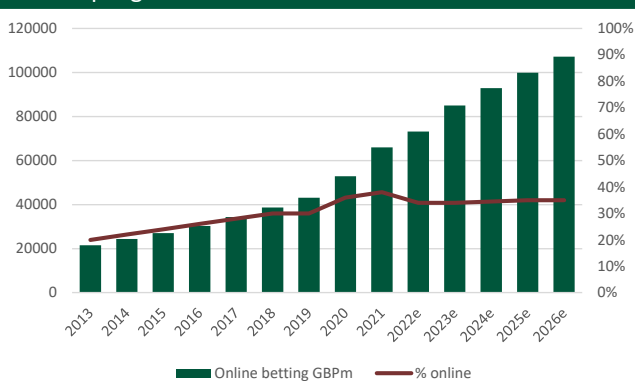
De marknader som anses mest mogna inom Igaming är ett antal länder i Västeuropa. På dessa marknader uppgår onlinespelandet till ca 60%. Vi bedömer således att tillväxten för igaming kommer drivas globalt av detta skifte från landbaserat till online de kommande åren. Den största tillväxten kommer komma ifrån marknader där GIG är aktiva.

Online spelande i Europa



Källa: H2GC

Onlinespel globalt



Källa: H2GC

Vi bedömer att när fler marknader reglerar kommer mer komplexa plattformar krävas, vilket gynnar GIG. Vidare anser vi att affiliate marknadsföring kommer att växa då fler länder rör sig emot att begränsa marknadsföring av igaming.

Sammanfattningsvis ser vi igaming industrin som en industri med god strukturell tillväxt driven av legala aspekter, global tillväxt och ändrade kundbeteenden. Den historiska datan visar att industrin är relativt motståndskraftig mot recessioner och turbulens i ekonomin. Under 2009 sjönk privatkonsumtionen i UK med 1% samtidigt som omsättningen för olika former av spel växte med ca 5%.

Vi har valt att dela upp den globala spelmarknaden i två olika grupper: dotcom-marknader (.com) och dotcountry-marknader.

Dotcom-marknader: Vi uppskattar att de flesta lokala marknader inom igaming är s.k. dotcom-marknader. På dessa marknader bedriver operatörer verksamhet genom en internationell site och har licens på en annan marknad. Vanliga licenser att operera från är Malta eller Curaçao. Historiskt sett har Europa dominerats av dotcom-aktörer eftersom dessa kunde stödja sig på den fria rörligheten av tjänster genom att ha en licens på Malta. Dotcom-marknader utanför Europa går att klassa i olika nyanser av grått. På många marknader saknas lokal reglering av igaming vilket gör att bolag som opererar på dessa marknader befinner sig i en legal gråzon. På andra marknader är onlinebetting illegalt. Vi bedömer att det finns en stor tillväxt i dessa marknader då övergången ifrån landbaserat till online är drivande i tillväxten. En nackdel med att ha verksamhet på denna typ av marknader är att intäkterna tenderar att värderas lägre av investerare och att det finns större risker kopplade till valutor, betalssystem och andra legala aspekter.

Dotcountry-marknader: En av de första marknaderna att gå ifrån dotcom till dotcountry var Storbritannien, ett land med en lång och stolt tradition inom hasardspel och dobbel. Storbritannien valde redan 2005 att införa ett lokalt licenssystem. Vi bedömer att trenden går mot lokalt reglerade marknader snarare än förbud. Anledningarna är följande:

- **Ökade budgetunderskott globalt:** Genom att införa ett licenssystem kan myndigheter beskatta spelbolag, vilket leder till skatteintäkter. Vid för höga skatter blir dock regleringen kontraproduktiv då spelare flyr till olicensierade aktörer. I samband med den svenska omregleringen gjorde Copenhagen Economics en undersökning för att finna den bästa spelskatten med syftet att maximera kanaliseringen. Resultaten visade att den optimala spelskatten bör ligga runt 15% av spelöverskottet.
- **Konsumentskydd:** Ett licenssystem ställer ökade krav på regelefterlevnad och konsumentskydd. I de flesta licenssystem har speloperatörerna ett ansvar att minska ohållbart spelande. Vi bedömer således att det finns ett skattemässigt och konsumentskyddsmässigt skäl att lokalt reglera marknader.
- **Nya marknadsföringskanaler och betalssystem:** Det främsta incitamentet för operatörer att ansöka om licens är att fler marknadsföringskanaler och flertalet betalssystem öppnas upp. På grå marknader kan det finnas problem med betallösningar, varav bolag och kunder hänvisas till dyra och långsamma lösningar.

Den europeiska marknaden

Sverige

Den svenska marknaden omreglerades den 1 januari 2019. Omregleringen innebar att bonusar kraftigt begränsades och att bolagen började betala 18% skatt på spelöverskottet. Sedan dess har det även diskuterats att införa ytterligare begränsningar för spelmarknadsföring. Skulle detta ske ser vi en tillväxt på den svenska marknaden för affiliatebolag

Spanien

Spanien har sedan 2011 ett licenssystem och en central myndighet som reglerar onlinespelande. I dagsläget finns ca 80 licenserade aktörer. Spelskatten uppgår till 20% på spelöverskottet för casinospel och 22% av spelad volym på sportsbetting. I Spanien finns det restriktioner gällande hur marknadsföring av spelbolag får ske, där TV- och radioreklam endast är tillåtet nattetid. Även sponsorskap av fotbollströjor är förbjudet. Vi bedömer således att detta är en marknad med stort behov av affiliatetjänster. GIG har även sin plattform licenserad på den spanska marknaden vilket gör att man kan vinna B2B kunder på denna marknad.

Italien

Den italienska marknaden reglerades 2010. Skattesatsen uppgår till 25% på casino och bingo, och 24% på sport. Marknaden befinner sig just nu i en osäker fas på grund av ett nytt lagförslag som väntas gälla från 2023. Lagförslaget innebär att man kommer begränsa antalet licensierade aktörer på marknaden från 120 till 40. Detta lagförslag har dock kritiserats av branschorganisationer. I dagsläget finns det stora begränsningar i hur operatörer kan marknadsföra sig, vilket vi ser som en marknadsmöjlighet för affiliates.

Österrike

Österrike har ett tämligen komplext licenssystem med några av de högsta spelskatterna i Europa. Inom betting betalas en skatt på 2% på omsättningen och 40% av spelöverskottet på casinospel.

Irland

Den irländska regleringen är relativt gynnsam för operatörer och innefattar en spelskatt om 10% av spelöverskottet eller en årlig avgift om EUR 250 000. Det finns vissa mindre begränsningar i marknadsföring men inte lika omfattande som i Sydeuropa.

UK

Skattesatsen i Storbritannien är 21% av spelöverskottet. Det finns även begränsningar i marknadsföringen, och dessa är i nivå med de nordiska ländernas begränsningar. Marknaden har även infört s.k. affordability checks, vilket ställer höga krav på operatörer och tekniska lösningar.

Nederländerna

Den nederländska marknaden öppnade upp i halvårsskiftet 2022. Marknaden kännetecknas av komplexa krav kring identifikation och AML arbete. Vidare är skattesatsen relativt hög på 29%. Möjligheten till marknadsföring är relativt

begränsad, vilket kan gynna affiliate bolag. Marknaden har även ett system som liknarspelstopp, vilken samtliga plattformar måste vara kopplade till. Vi bedömer därför att detta kan vara en potentiell marknad för GIG.

Rumänien

Rumänien har ett system för både B2B och B2C licenser. I dagsläget är strax över 20 operatörer licenserade och över 300 st B2Blicenser har utfärdats. Operatörer betalar en skatt på 2% av de deponier som sker samt 16% av GGR i skatt.

Kroatien

Kroatien har ett licenssystem där antalet licenser är limiterat till 20 stycken. Då fysiska casinon krävs för att bedriva onlineverksamhet är marknaden relativt stängd för nya operatörer. I dagsläget uppgår skattesatsen till 5% på sportsbetting och 25% på slots. Vi bedömer att GIG har möjlighet att expandera på denna marknad då fysiska casinon ofta behöver tekniskt stöd för lansering online.

Serbien

Serbien har ett licenssystem med obegränsat antal operatörer. Ett regulatoriskt krav är att EUR 300 000 måste finnas i deponier eller bankgarantier. Det finns vissa begränsningar i marknadsföring som påminner om andra europeiska länder. Skattesatsen är relativt låg om 10%.

Grekland

Grekland har ett licenssystem med relativt stora begränsningar för operatörer. Enskilda bets är begränsade till max EUR 20 och jackpots kan inte vara större än EUR 140 000. Den grekiska spelmyndigheten har i dagsläget givit ut 15 licenser.

Portugal

Den portugisiska marknaden är reglerad med olika skattesatser för olika typer av spel vilket medför utmaningar för operatörer.

Frankrike

Frankrike är en av de största och mest komplexa reglerade marknaderna i Europa. Marknaden är endast öppen för sportspel och i dagsläget är enbart 33 operatörer licenserade. Skattesatsen uppgår till 8,5% av betalda insatser vilket gör att intjäningen från fransk verksamhet är mer volatil än andra marknader.

Belgien

Belgien har ett licenssystem där skattesatsen skiljer sig mellan den vallonska och frankofila delen av landet. Vidare har landet restriktiva regler för marknadsföring.

Tyskland

Den tyska marknaden har historiskt påmint om den amerikanska då det har varit delstatsregeringar som avgjort den legala situationen. Tidigare har igaming, exkl. sportsbetting och hästsport på statligt ägda kapplöpningsbanor, varit illegalt enligt tysk lag. Eftersom Tyskland är ett EU-land, har de internationella aktörerna kunnat vara aktiva på marknaden via maltesisk licens med stöd av EU:s regler för fri rörlighet av tjänster. Den nordtyska delstaten Schleswig-Holstein var dock under ett kort period ett undantag och hade ett eget licenssystem.

För att bättre harmoniera med europeisk lagstiftning har Tyskland från och med den 1 juli 2021 öppnat ett licenssystem för igaming. Marknaden befann sig tidigare i en karantänperiod med de mest drakoniska reglerna internationellt inom igaming. Dessa regler begränsade marknaden kraftigt och innebar bland annat följande:

Förbud mot livecasino och andra bordsspel

- Insats på slots får max uppgå till EUR 1
- Max insättning om EUR 1 000 i månaden. Undantag kan ges upp till EUR 10 000. Vid detta undantag har dock spelare en stop loss om max 20% av kapitalet
- Sportspel är endast tillåtet på slutresultat samt målgörare

Reglerna har gjort att många av de större aktörerna i Europa temporärt lämnat eller tappat en stor del av sina intäkter då bolagen riskerar att inte kunna söka licens om de bryter mot ovan nämnda regler. Det har gett upphov till ett kundflöde på gråa aktörer, d.v.s. spelbolag med internationell licens och utan avsikt att söka tysk licens.

De regler som gäller på den tyska marknaden sedan den första juli 2021 är bland de strängaste i Europa och innefattar följande krav:

- Samtliga operatörer måste deponera mellan EUR 5–50m för att vara verksamma på den tyska marknaden
- En insättningslimit på EUR 1000 per operatör och kund
- Maxgräns på EUR 1 perspinn och en speltid om minst 5 sekunder
- Förbud mot marknadsföring av betting mellan 06.00–21.00 i konventionella mediekanaler
- Förbud mot att spela hos flera operatörer samtidigt

Sammanfattningsvis ser vi den tyska marknaden som extremt komplex, vilket kan göra det svårt för en operatör att skraddarsy sin plattform till denna marknad. Ett exempel på detta är att Betsson använder GIGs plattform för sitt varumärke för det tyska varumärket Rizk.

Sammanfattning av den europeiska regulatoriska miljön

Ovan har vi sammanfattat den regulatoriska situationen på några av de viktigaste europeiska spelmarknaderna. Utöver de varierande skattesatserna skiljer sig möjligheter till marknadsföring, olika direktiv kring AML samt arbete mot ohållbart spelande åt på de olika marknaderna. Faktorerna ovan i kombination med vår tes om marknadsstorlek och drivkrafterna på marknaden gör att vi kan dra följande slutsatser kring GIGs möjligheter och produkter:

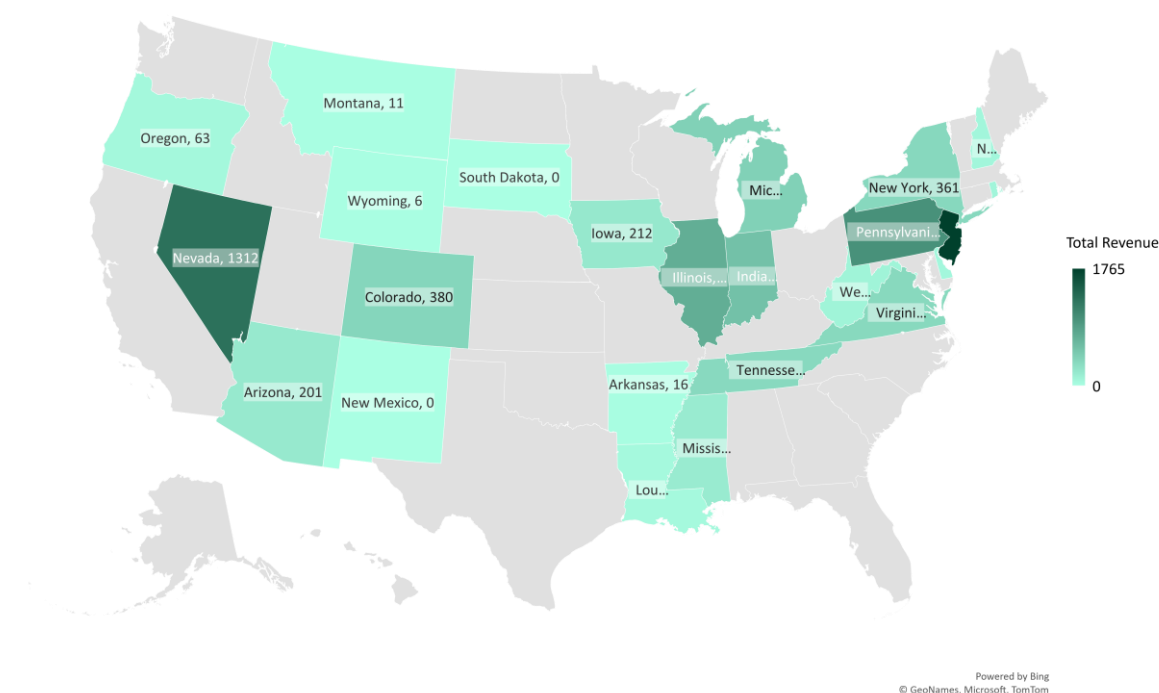
- Komplex regulatorisk miljö gör en tredje parts plattformar till alternativ: Då GIG är det bolag som har flest licenser av de konkurrenter vi tittat på är man ett bra alternativ för ett bolag som vill nå någon av de mindre/medelstora europeiska marknaderna utan att bygga som sin egen befintliga plattform eller söka en ny lokal licens. Vidare bedömer vi att
- Komplexiteten ökar i miljön, vilket kräver specialistkompetens: Vi anser att många operatörers verksamhet är att bygga varumärken och leverera en stark spelupplevelse till slutkund snarare än att bygga tekniska plattformar. Vidare ser vi att många operatörer har relativt gamla plattformar vilket gör att certifiering och möjlighet att anpassa sig efter förändringar i lagstiftningar svårare.
- Affiliatemarknadsföring har en roll i ekosystemet: Då vi har sett att flertalet europeiska länder börjat införa begränsningar i marknadsföring av igaming bedömer vi att investeringarna i olika former av marknadsföring online kommer att öka. Här ser vi att GIG Media har en fortsatt stark tillväxt möjlighet.

Marknader som är på väg att omregleras eller öppna upp

Den i särklass viktigaste händelsen på igaming-marknaden i närtid inträffade 2018 när Högsta domstolen i USA beslutade att häva det tidigare federala beslutet om förbud emot betting online. Det gjorde att delstaterna New Jersey och Pennsylvania beslutade att likt vissa europeiska länder införa ett licenssystem. Den amerikanske gråa marknaden har varit förhållandevis liten på grund av risk för hårda juridiska konsekvenser. Den amerikanska lagstiftningen är annorlunda från den europeiska, och bygger på lokala licenser i delstaterna snarare än nationella licenser. I dagsläget har följande delstater öppnat upp för att lokalt tillåta olika former av digitalt spel.

Delstater där igaming helt eller delvis är legaliserat

Total Revenue Since Launch per State (in mUSD)

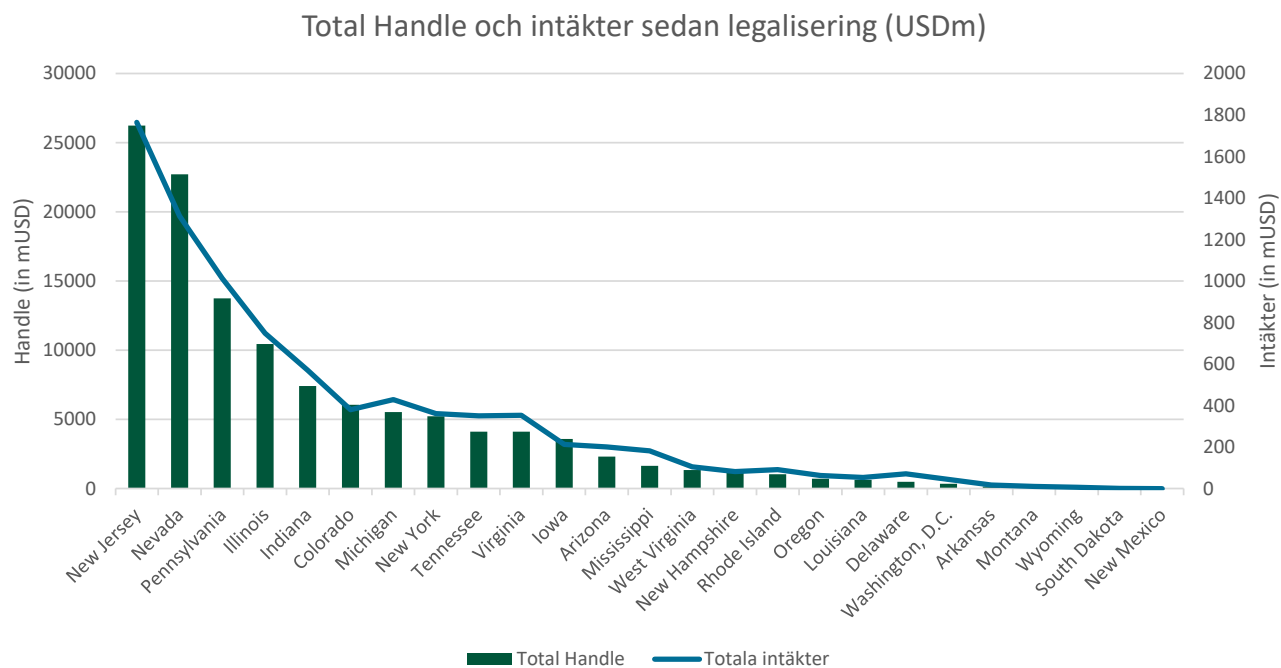


Källa: EGR

Den amerikanska marknaden skiljer sig väsentligt ifrån den europeiska av flera skäl:

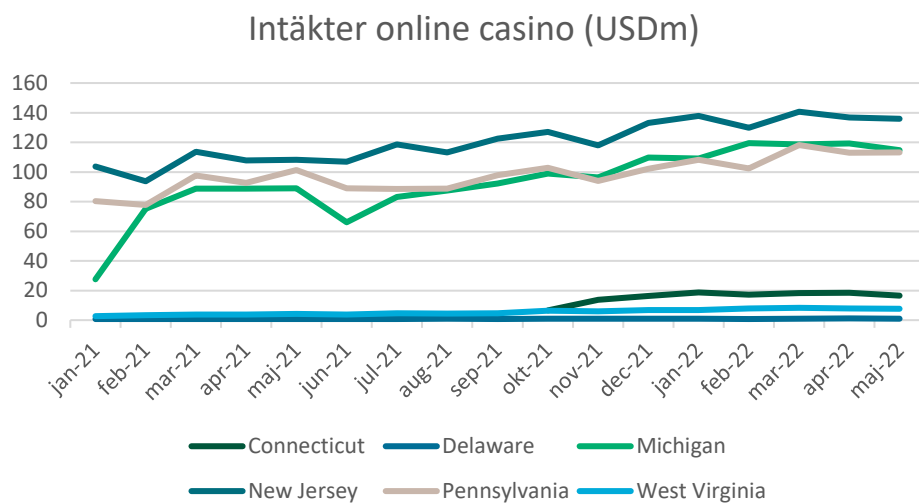
- **Eftersom spellagstiftningen sköts av de enskilda delstaterna, kan marknaden liknas med en kontinent där olika lokala regler tillämpas, exempelvis som den situationen som råder i Europa.** Vi anser att en av de främsta drivkrafterna bakom fortsatt tillväxt är öppnandet av nya delstater. Vi bedömer att detta kommer ske succesivt då det finns starka fiskala skäl att legalisera igaming.
- **Stora skillnader i synen på casino och sport:** Endast tre större stater, New Jersey, Pennsylvania och Michigan har legaliserat onlinecasinon och övriga stater har endast legaliserat sport. Vi bedömer att casino kommer att börja legaliseras i USA av samma anledningar som sportspel har legaliserats nämligen möta fiskala underskott på delstatsnivå.
- **En oligopolliknande marknad:** Som genomgången av de utvalda amerikanska delstaterna visar är marknaden i USA betydligt mindre fragmenterad än den europeiska. Vi tror att detta har en regulatorisk orsak och är kopplat till de aktörer som finns på marknaden. Den regulatoriska orsaken är att i många delstater är antalet aktiva licenser kopplade till lokala landbaserade casinon. Den andra orsaken är att i USA hade de bolag som bedriver s.k. daily fantasy sport verksamhet (Draft Kings och Fan Duel) ett försprång då de redan hade stora aktiva databaser med spelare.
- **The Wire Act:** I USA är det illegalt att dela information och spelflöden över delstatsgränser. Detta sätter höga krav på tekniska plattformar som används.

Handle och omsättning



Källa: Gambling Commission

Omsättning online casino



Källa: Gambling Commission

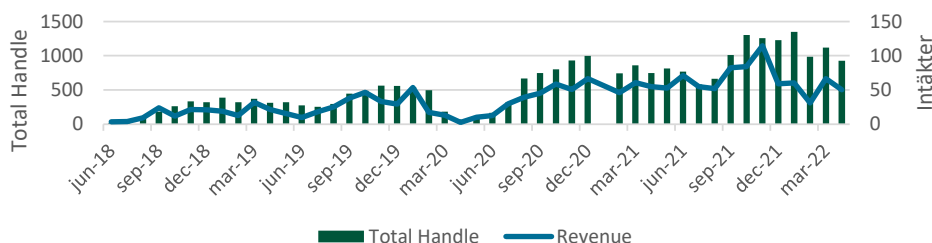
Utvalda delstater

New Jersey

New Jersey har ca 9 miljoner invånare och var den första delstaten att legalisera både sportspel och online casino. Marknaden har sedan den reglerades visat en stark tillväxt. Marknaden är den som i lagstiftning mest påminner om regleringen i Sverige och Europa med en skattesats på 13%. Marknadssituationen är relativt koncentrerad till ett antal lokala aktörer. Vi bedömer att New Jersey har varit den marknad som varit ledande i den amerikanska avregleringen och kommer vara en förebild för många delstater.

New Jersey

Sports Betting Total Handle och intäkter (USDm)



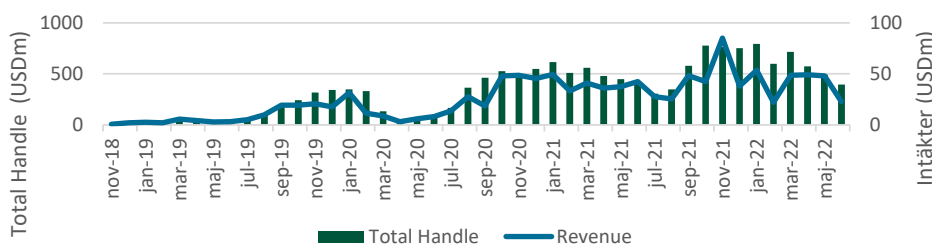
Källa: NJ Gambling Commission

Pennsylvania

Pennsylvania har ca 13 miljoner invånare och var den andra delstaten att reglera både sport och casino. Delstaten har en relativt hög skattesats om 36%. Den störstaaktören på marknaden är FanDuel med ca 40% av marknaden. Vi bedömer att marknaden kommer att fortsätta att utvecklas väl de kommande åren.

Pennsylvania

Sports Betting Total Handle och Intäkter (USDm)



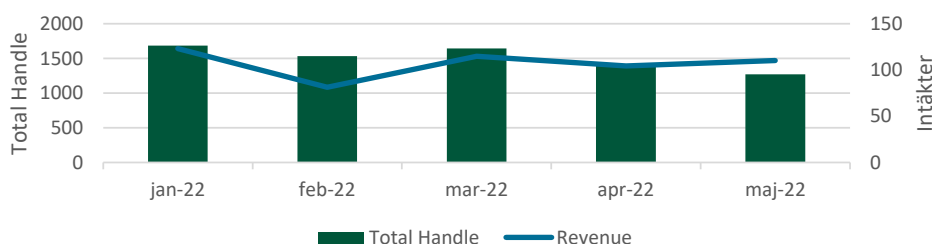
Källa: Pennsylvania Gambling Commission

New York

New York är den största delstaten som legaliserat sportspel med ca 20 miljoner invånare. Delstaten har en relativt hög skattesats om 51%, och i dagsläget är det endast 9 aktörer som har licens. Trots den restriktiva regulatoriska miljön är New York den delstaten som har sett högst handle av samtliga delstater under en månad, USD 1 686m under "Super Bowl" i januari 2022.

New York

Sports Betting Total Handle och Intäkter (USDm)



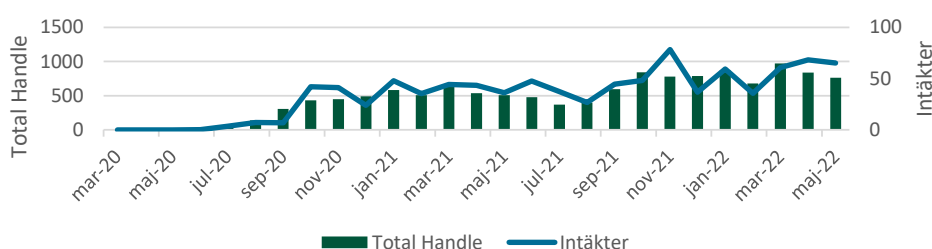
Källa: New York Gambling Commission

Illinois

Illinois har ca 13 miljoner invånare och kommer inom kort att växa om Pennsylvania. Delstaten domineras av Fanduel och DraftKings. Skattesatsen är relativt låg om 15%. Vi bedömer att Illinois kommer vara en av de delstater som driver tillväxten av den amerikanska marknaden framöver.

Illinois

Sports Betting Total Handle och intäker (USDm)



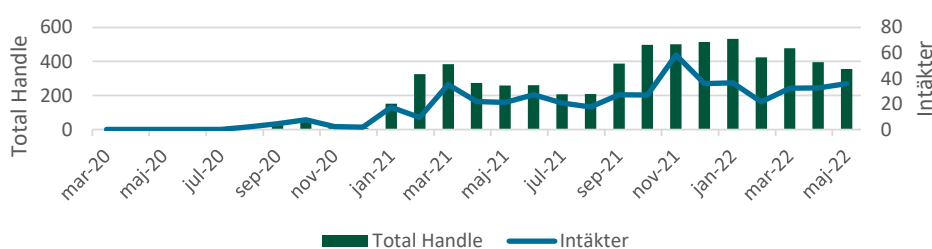
Källa: Illinois Gambling Commission

Michigan

Michigan är en relativt stor stat med ca 10 miljoner invånare. Staten är en av få som har legaliserat både sportspel och casino, med en skattesats på modesta 8,4%. Marknaden är mer fragmenterad än många av de olika delstaterna.

Michigan

Sports Betting Total Handle och intäker (USDm)



Källa: Michigan Gambling Commission

Utöver de delstaterna som nämns ovan är sportspel legalt i ett antal mindre delstater. För att göra en uppskattning av hur stor den amerikanska marknaden kan bli på sikt har vi studerat den amerikanska operatören DraftKings tillvägagångssätt för att uppskatta den adresserbara marknaden. Bolaget bedömer att ca 65% av USA:s befolkning kommer ha tillgång till sportspel

på sikt (5-10 år), medans denna siffra i dagsläget är ca 44%. Onlinecasino väntas vara legalt för ca 30% av USA:s befolkning, jämfört med ca 13% i dagsläget. Om vi räknar med att ca 4% av intäkterna tillfaller affiliates, motsvarar den marknaden USD 3bn. Om vi även räknar med att 25% av alla operatörer har en tredje parts plattform med en royalty på 4% blir den adresserbara marknaden för plattformsbolag ca USD 1bn.

Sammanfattning USA marknaden

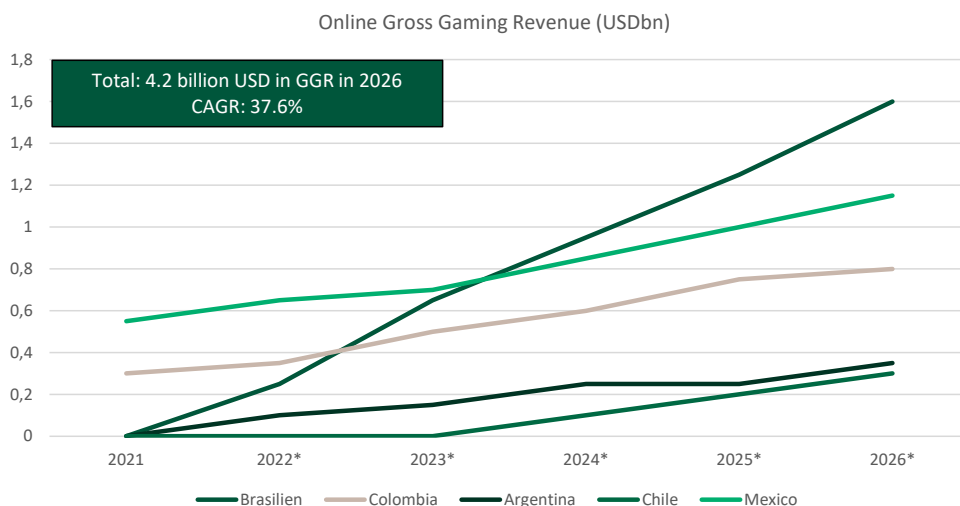
Vi bedömer att den amerikanska marknaden kommer vara drivande för den framtida tillväxten i sektorn. Vi anser framför allt att uppöppnandet av nya delstater är den viktigaste drivkraften för framtida tillväxt. Vi bedömer att marknaden för plattformsbolag kommer växa givet att marknaden blir mindre konsoliderad ju mer den mognar. Vidare bedömer vi att USA är en mycket gynnsam marknad för affiliatebolag, främst av två anledningar:

- **Marknadsföringskanalen är gynnsam för nyöppnade marknader.** Vi har noterat att de s.k. CPA-priserna ofta når rekordnivåer när nya marknader öppnar upp. Detta är en följd av att aktörer snabbt vill ta marknadsandelar. Vi bedömer att GIG Media kommer gynnas av denna trend kommande år.
- **Marknadsföringskanalen fyller en viktig funktion på nya marknader:** Vi bedömer att funktioner likt bonusjämförelser och tips/betalt innehållstjänster fungerar bra för en publik/marknad som inte är lika mogna som många av de europeiska länderna har. Vi bedömer därför att slutkunder på de nyöppnade marknaderna kommer söka sig till affilietjänster i högre grad än på en mogen marknad.

Övriga tillväxtmarknader

Vi bedömer att Kanada och Latinamerika kommer utgöra nästa våg av marknader att öppna upp i världen. Dessa marknader har i dagsläget en väldigt låg grad av onlinespelande, men med växande ekonomier och en vana av att uträtta ärenden och dylikt online.

Igaming Latinamerika

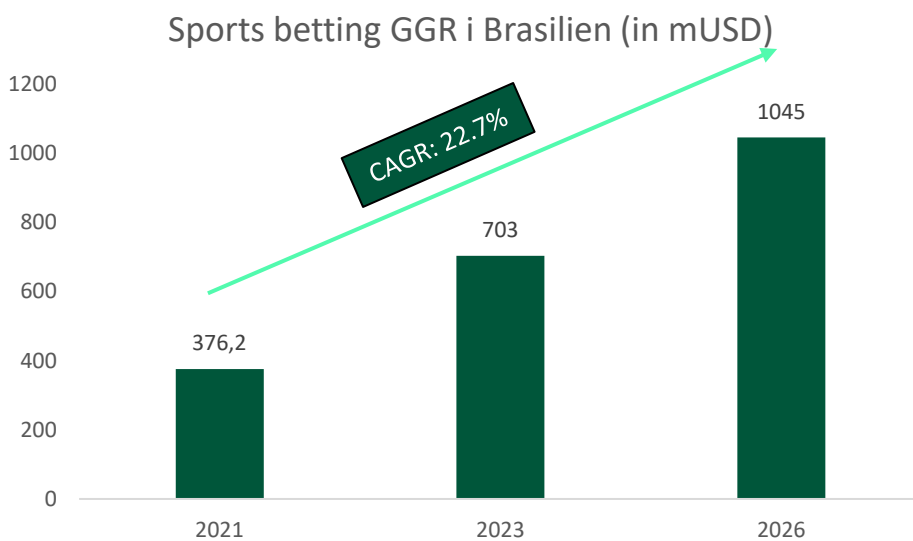


Källa: H2GC

Brasilien

Brasilien är det största landet i Latinamerika med ca 215m invånare. Landet är en federal republik där sportsbetting började legaliserats 2018. I dagsläget domineras marknaden av internationella aktörer likt Bet365. Marknaden för illegalt spelande uppgår till ca USD 4bn vilket leder till att det finns ett stort politiskt incitament att legalisera och reglera spelmarknaden. Skattesatsen för onlinespel uppgår till 8%.

Brasilien

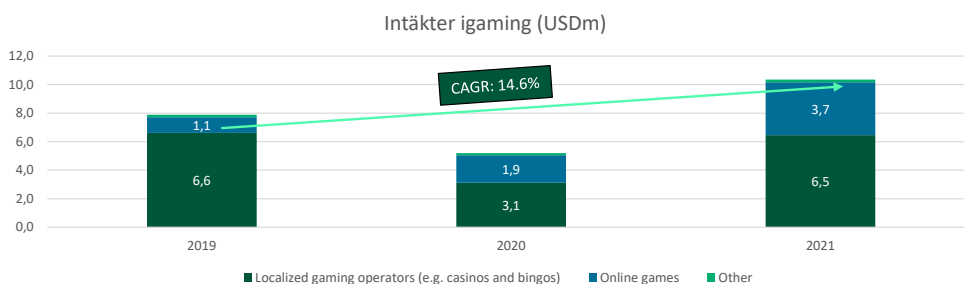


Källa: H2GC

Colombia

Colombia är ett land med ca 51 miljoner invånare. Landet var det första att legalisera sportsbetting och onlinecasino redan 2017. Skattesatsen är 15%. Marknaden har under de senaste åren varit en av de snabbast växande globalt inom igaming, och därmed dragit till sig uppmärksamhet ifrån internationella operatörer. Vi bedömer därför att det kommer vara en gynnsam marknad för både GIGs affiliatedel och plattformsprodukt.

Colombianska marknaden



Källa: H2GC

Peru

Peru har ca 32 miljoner invånare. Landet har en skattesats på 12% och väntas öppna relativt snart. 2020 uppgick omsättningen för sportsbetting till ca USD 1,2bn och landet väntas bli den 5e största marknaden i latin Amerika.

Argentina

Argentina är en federal republik med ca 45 miljoner invånare. Marknaden regleras delstat för delstat och väntas kunna omsätta USD 2,4bn årligen kommande år. I dagsläget domineras marknaden av lokala aktörer.

Canada/Ontario

Canada är en federalstat där den största delstaten Onario nyligen reglerat onlinespel. Delstaten har ca 15 miljoner invånare vilket utgör 40% av Canadas befolkning. Skattesatsen är 20% och lagstiftningen är enligt våra källor gynnsam för operatörer.

Sammanfattning övriga tillväxtmarknader

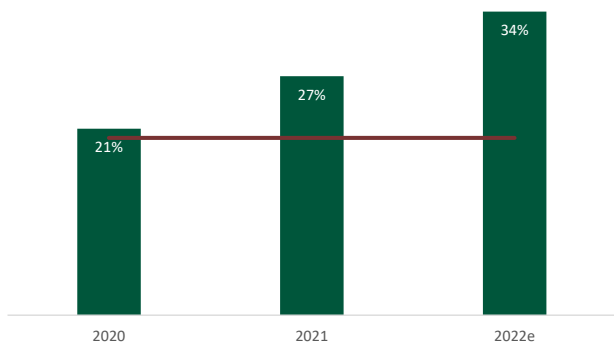
Vi bedömer att den latinamerikanska marknaden kommer vara en viktig tillväxt drivare för GIG under kommande år. Den fragmenterade regulatoriska marknaden gör att vi bedömer att internationella aktörer kommer att vända sig till plattformsbolag för att kunna snabbt nå dessa snabbväxande marknader, vilket vi exempelvis har sett med Betsson. Vidare bedömer vi att affiliatemarknadsföring kommer att växa relativt snabbt på dessa marknader givet att de är relativt nyöppnade och att det kommer finnas ett behov för internationella aktörer att snabbt plocka marknadsandelar på dessa marknader. Vi ser denna marknad som viktigare än Nordamerika, eftersom vi bedömer att denna kommer domineras av stora aktörer som har utvecklat egna plattformar och kommer välja att investera i befintliga produkter. Detta mönster har observerats på marknaden för sportboksläsningar där vi sett att flertalet stora aktörer har valt att göra detta helt in-house.

Estimat och intäktsdynamik

Finansiella mål och Guidance

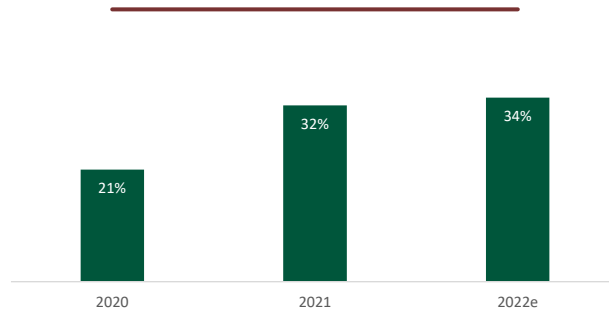
GIGs:s långsiktiga tillväxtmåla innebär en organisk tillväxt om 20% samt att nå en EBITDA marginal om 50% 2024. På innevarande år förväntas bolaget generera en omsättning om EUR 87-93m samt en EBITDA om EUR 30-35m. Givet att bolaget når sin guidning på innevarande år har bolaget utvecklats enligt följande:.

Tillväxtmål



Källa GIG:

Marginalmål

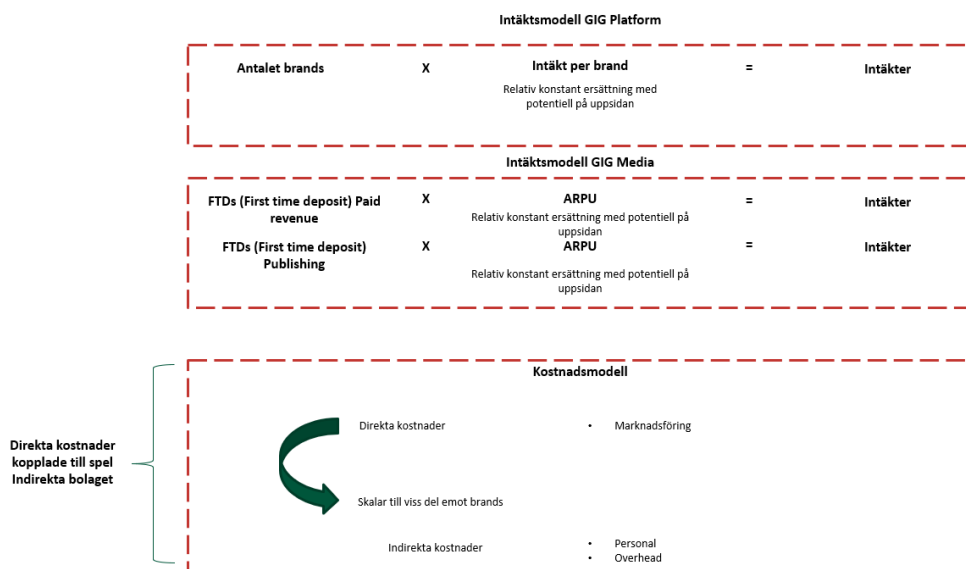


Källa GIG:

Intäktsdynamik

Vi har valt att prognostisera våra intäktsestimat separat för de båda affärsområdena då de har olika drivkrafter bakom tillväxt och försäljning. Vi bedömer att GIG med sina två affärsområden har en betydligt högre skalbarhet än en traditionell operatör då dessa är beroende av höga marknadsföringsinvesteringar. I sin tur innebär detta att bolaget kan röra sig mot sina finansiella mål inom lönsamhet och tillväxt.

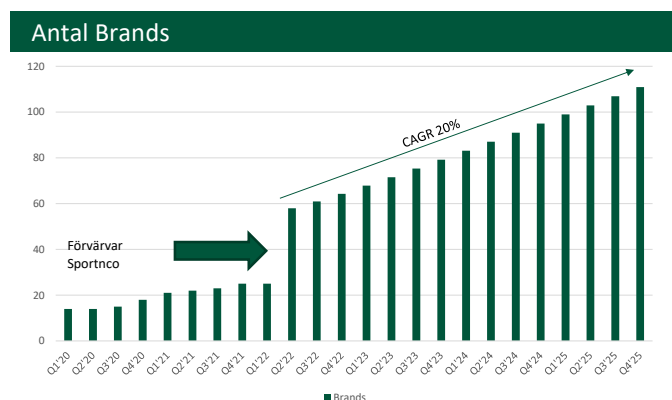
Intäktsdynamik



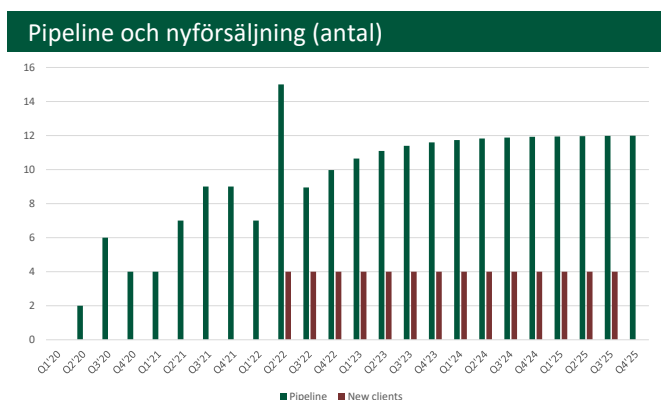
Källa: EPB

GIG Platform & Sportbook

Den huvudsakliga drivkraften bakom GIGs intäkter i plattformssegmentet är antalet brands som implementerar GIGs produkt. Brand definieras enligt bolaget som verksamhet på en ny marknad för en befintlig aktör eller en helt ny operatör som väljer att implementera plattformen på en specifik marknad. Då implementeringen av plattformen kan ta tid räknar vi med att bolaget implementerar ca en 1/3 av sin pipeline under ett kvartal. Eftersom bolaget har haft en stark pipeline under året ser vi att tillväxten kan accelerera kommande kvartal.



Källa: GIG EPB



Källa: GIG EPB

Vi har räknat med en relativt konstant intäkt per brand. Här ser vi en potentiell uppsida då bolaget kan få en större "share wallet" genom att t.ex. sälja sin egen sportbokslösning eller att en operatör väljer att implementera fler funktioner från plattformen. Nedan följer känslighetstabeller över antalet brands, samtintäkt per brand..

Intäkter 2023 (EURm)						
Intäkter 2023 (X antal brands, Y intäk/Brand)						
	70	75	80	85	90	95
0,40	28	30	32	34	36	38
0,45	32	34	36	38	41	43
0,50	35	38	40	43	45	48
0,55	39	41	44	47	50	52
0,60	42	45	48	51	54	57

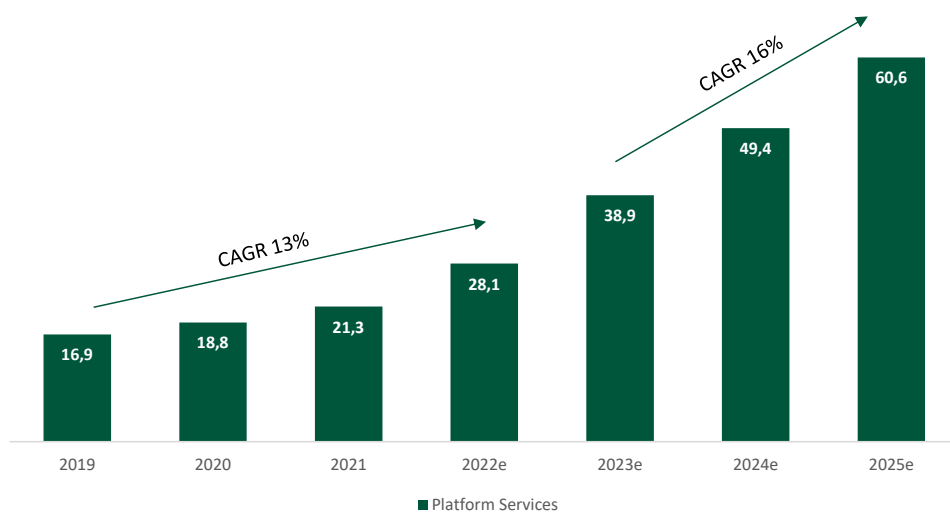
Källa: EPB

Intäkter 2024 (EURm)						
Intäkter 2024 (X antal brands, Y intäk/Brand)						
	85	90	95	100	105	110
0,40	34	36	38	40	42	44
0,45	38	41	43	45	47	50
0,50	43	45	48	50	53	55
0,55	47	50	52	55	58	61
0,60	51	54	57	60	63	66

Källa: EPB

Våra antaganden kring verksamheten leder till följande försäljningsestimat för affärsområdet GIG plattform.

GIG Platform & Sportbook



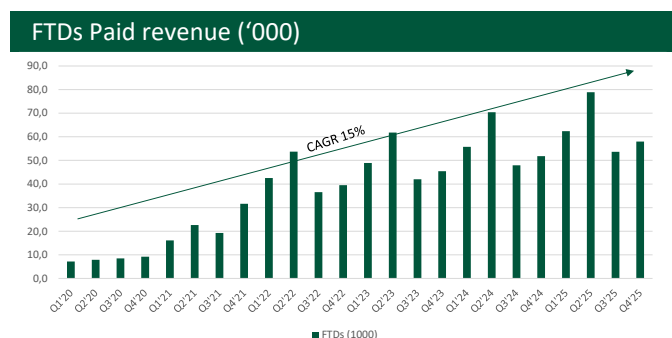
Källa: GIG EPB

Vi bedömer att en acceleration av tillväxten är rimlig av två anledningar:

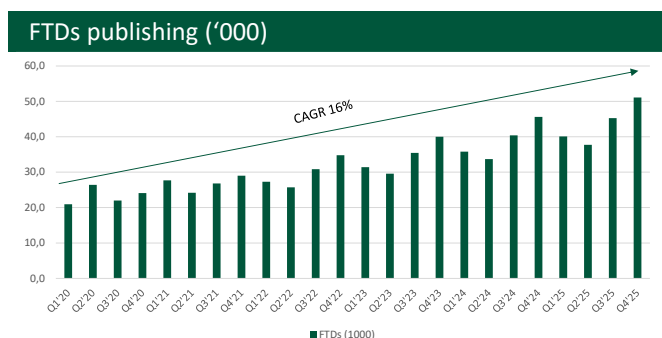
- **Rekordstark pipeline:** Om bolaget lyckas implementera sin starka pipeline bedömer vi att tillväxten kommer att accelerera.
- **Möjlighet till ökad "share of wallet":** Vi bedömer att GIG har möjlighet att öka intjäningen per brand som använder sig av deras plattform. En orsak till detta är förvärvet av en sportbokslösning som skedde i Q2 i år

GIG Media

Vi har valt att dela upp estimaten för GIG Media i två delar, paid revenue och publishing revenue. Den främsta anledningen är att de två intäktslagen skiljer sig åt i intjäning per FTD (first time deposit). Vi anser att antalet FTDs är den främsta drivkraften bakom tillväxt inom detta affärsområde.



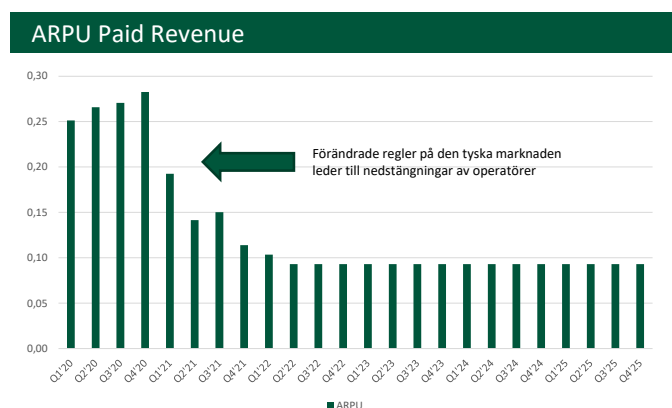
Källa: EBP, GIG



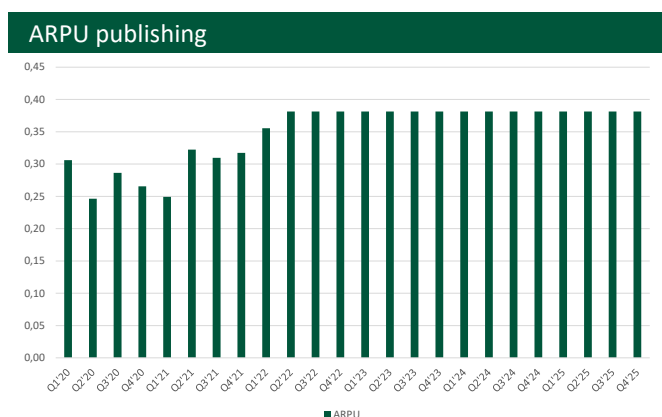
Källa: EPB, GIG

Den högre volatiliteten i antalet FTDs inom paid revenue förklaras med att denna del av kundstocken är mer beroende av specifika kampanjer. Dessa kunder har även ett lägre kundvärde men kan oftast slussas vidare till bolagets publishingdel. Vi bedömer således att båda segmenten fyller en viktig funktion. Vi bedömer att Media segmentet kan växa snabbare än marknaden då investeringar i affiliation tenderar att vara höga på nyöppnade marknader med en hög tillväxttakt.

Vi har räknat med en konstant intäkt framöver per CPA (ARPU). Nedan följer en översikt över hur intäkten per CPA har utvecklats för de två olika segmenten de senaste kvartalen.



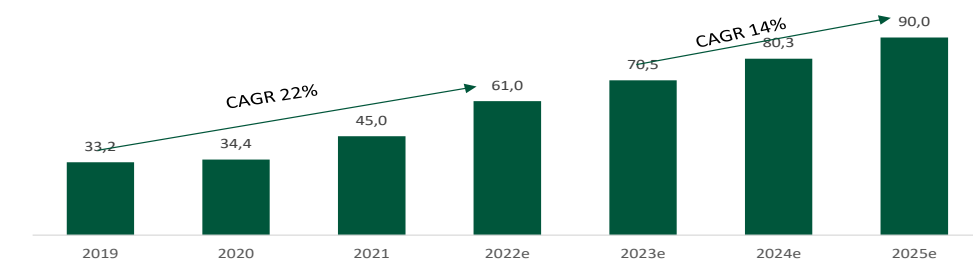
Källa: EBP GIG



Källa: EPB GIG

Vi anser att den stora tillväxten inom Media kommer att vara volymbaserad snarare än intäkt per kund. Vi ser detta som positivt eftersom en hög ARPU i samband med exempelvis CPA-affärer kan leda till en högre volatilitet i intjäning.

Intäktsesimat Media

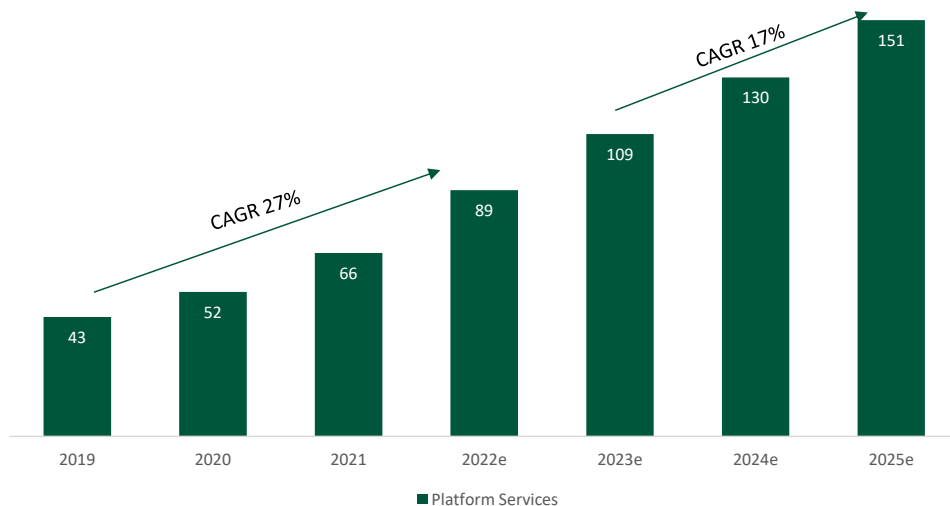


Källa: EPB GIG

Sammanfattning intäktsesimat

Nedan presenteras en sammanfattning av historiska och estimerade intäkter för segment GIG. Vi bedömer att GIG kommer att vara i närheten av sina finansiella mål och den organiska tillväxten kan accelerera till följd av att strategin har uppdaterats och att produkten nu har en betydligt kortare "time to market" än tidigare. Vidare bedömer vi att marknadstillväxten för onlinecasino kommer vara fortsatt stark givet att nya marknader öppnar upp.

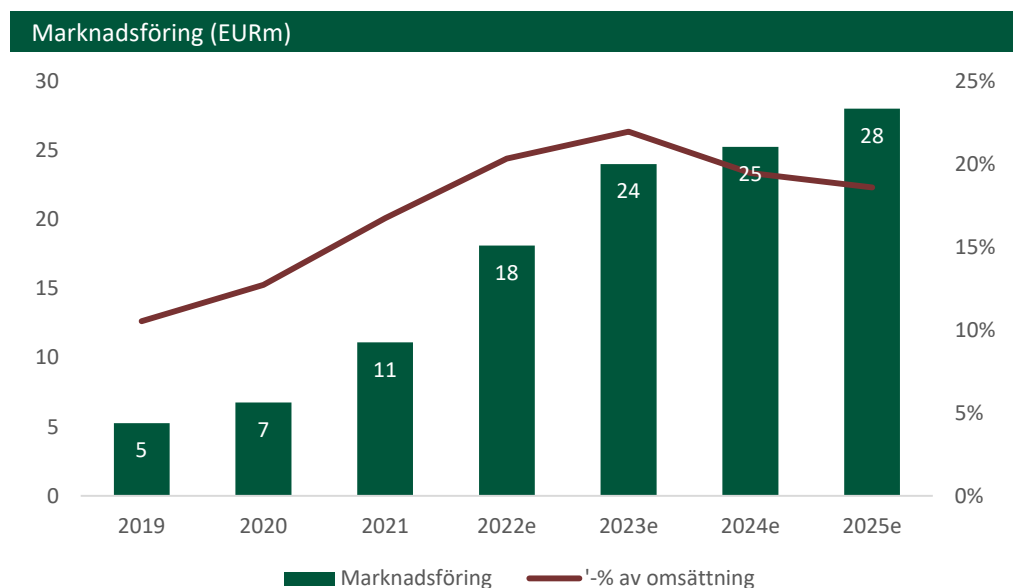
Intäktsesimat (EURm)



Källa: EPB, GIG

Kostnadsestimat

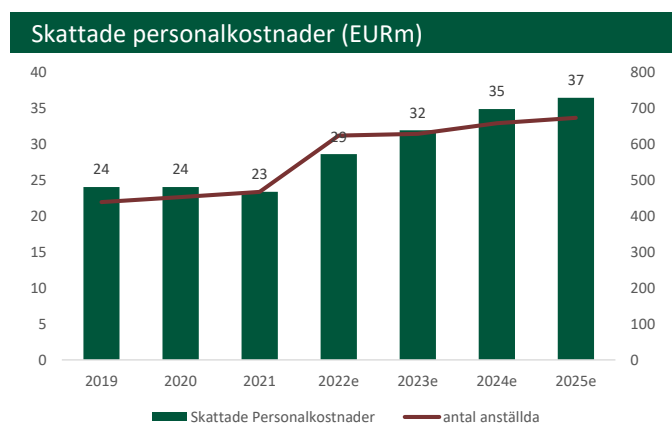
Historiskt har GIG redovisat två typer av kostnader, vilka omfattar marknadsföringskostnader och övriga kostnader. Bolaget har historiskt visat en stark tillväxt men har haft svårare att visa lönsamhet enligt målen. Bolaget har tagit åtgärder emot detta genom att t.ex. sälja av sin operatörsverksamhet till Betsson och avvecklat projekt inom bland annat spelutveckling. Den första posten vi har prognostiserat är marknadsföringskostnader. Vi bedömer att den kommer öka något i absoluta tal för att sedan sjunka som en del av omsättningen givet att bolaget växer samt att man lyckas implementera nuvarande pipeline. Marknadsföringen är främst kopplad till segmentet Paid Media.



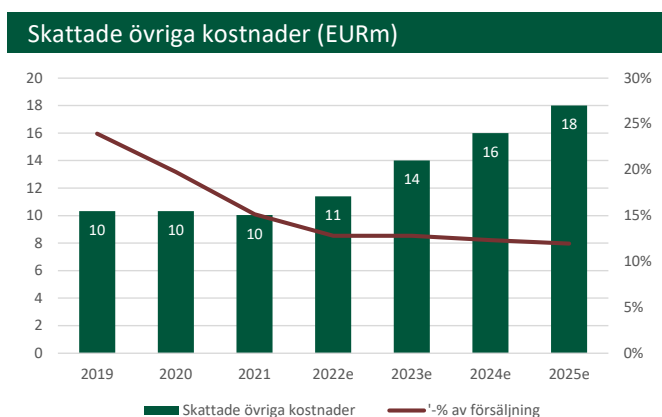
Källa: EPB, GIG

Övriga kostnader

Den största kostnadsposten för GIG är övriga kostnader. Denna består delvis av central administration men även personalkostnader. För att bättre skatta denna kostnad kommande år har vi kartlagt utvecklingen av personal och gjort en bedömning hur den kommer att utvecklas framöver.



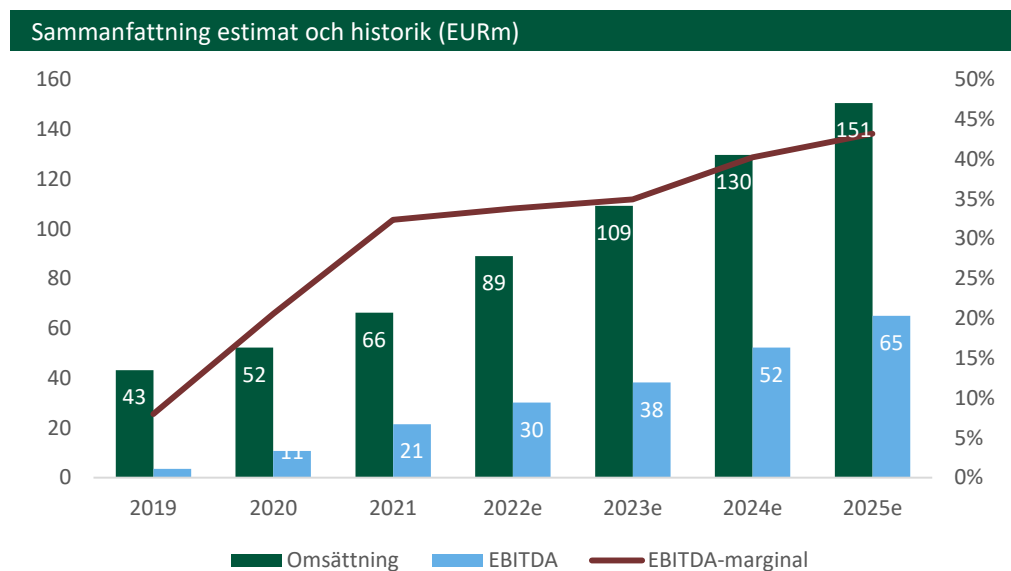
Källa: EPB, GIG



Källa: EPB, GIG

Sammanfattning operationella kostnader

Sammanfattningsvis bedömer vi, trots de utmaningar som GIG historiskt har haft, att man kommer röra sig emot sina finansiella mål på en EBITDA-marginal omkring 50%. De senaste kvartalets goda lönsamhetstillväxt ger god konfidens i denna bedömning.

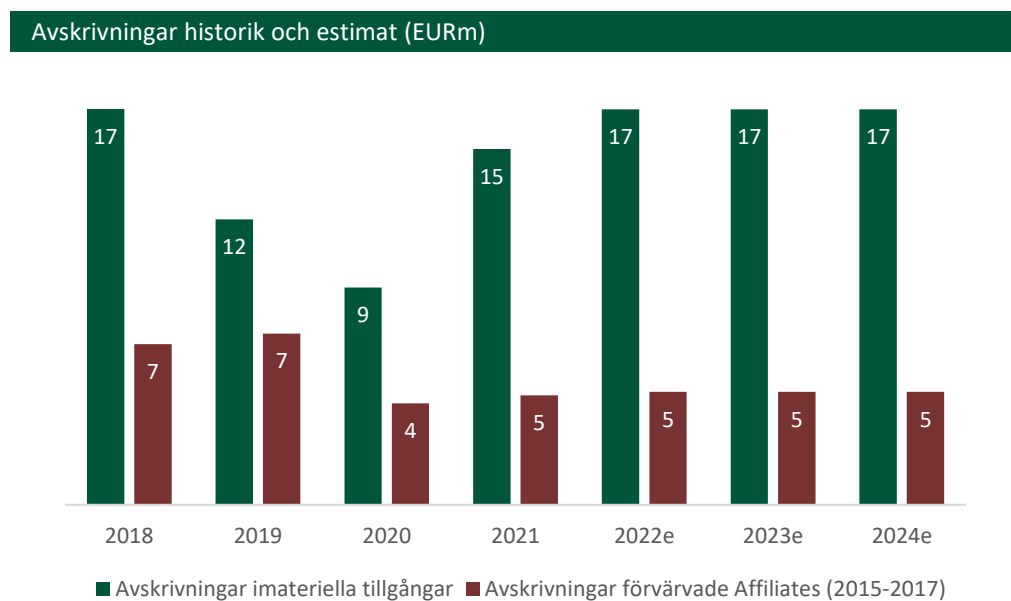


Källa: EPB, GIG

Övriga kostnader

Avskrivningar

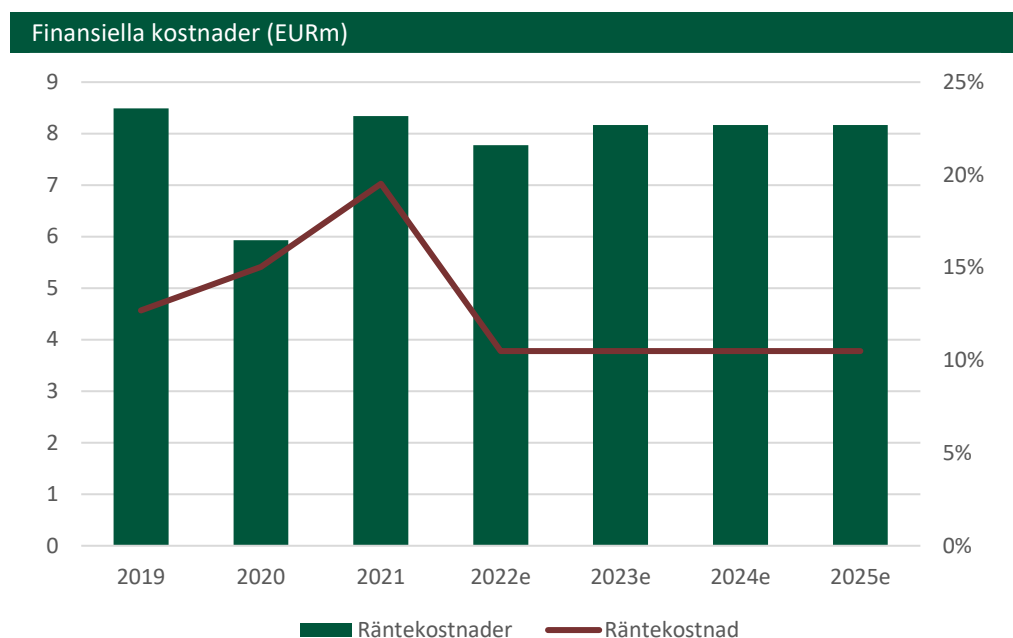
Under perioden 2015-2017 har GIG haft två typer av avskrivningar, avskrivningar av aktiverat arbete och immateriella tillgångar samt avskrivningar av förvärvade affiliate tillgångar. Vi bedömer att dessa kommer att fortsätta enligt historisk trend då bolaget har aktiverat ungefär lika mycket R&D som avskrivningarna utgör.



Källa: EPB, GIG

Finansiella kostnader

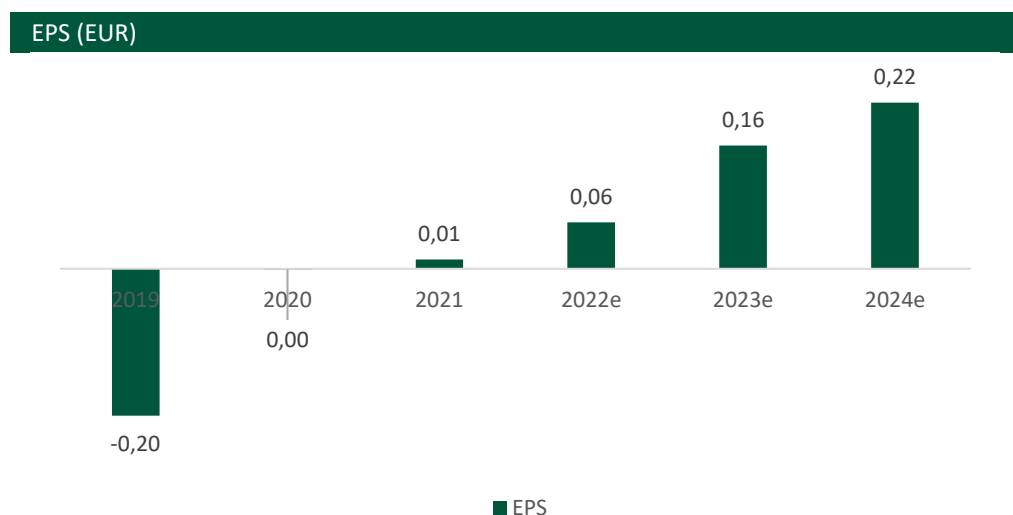
Vi har valt att endast basera våra estimat för finansiella kostnader på bolagets utestående obligationsramverk om 550 mkr. Obligationen betalar en ränta om STIBOR +850 BPS. I våra finansiella kostnadsestimat ligger även en leasingkostnad om EUR 0,75m per kvartal. Utöver räntekostnaderna kan orealiserade värden på obligationen påverka finansnettot då man rapporterar i Euro och obligationen handlas och har ränteutbetalningar i SEK.



Källa: EPB, GIG

Sammanfattning övriga kostnadsposter

Ökande intäkter och starkt kostnadsfokus återspeglas i en kraftigt stigande EPS under prognosperioden. Sammanfattningsvis ser vi att GIG nu har genomfört en operationell turn-around som vi bedömer kommer att resultera i en spännande resa..



Källa: EPB, GIG

Värdering

Vi har valt tre olika tillvägagångssätt för att värdera GIG::

- **SOTP-värdering:** Vi bedömer att de två affärsområdena inom GIG bör värderas separat eftersom intäktsdynamiken skiljer sig åt. Vidare ser vi en stor diskrepans mellan värderingen i noterade affiliates och noterade, renodlade leverantörer. Vi bedömer att denna värderingsmetod kommer att synliggöra värden inom GIG.
- **DCF:** Igaming branschen karakteriseras av stabila höga kassaflöden. Därför anser vi att en DCF är en mycket lämpligt metod för att värdera denna typ av bolag.
- **Transaktionsvärdering:** Under de senaste åren har vi observerat ett ökat antal större företagstransaktioner på marknaden. Vi anser att det beror på låga värderingar bland börsbolag samt en stark konsolideringstrend i sektorn. Vidare bedömer vi att teknikbolag är intressanta för landbaserade aktörer i syfte att nå en onlinevärdering.

SOTP-värdering

GIG Media

För att värdera GIG media har vi använt oss av värderingen hos de konkurrenter vi presenterar i sektionen om affärsområdet. Dessa är:

- Raketechn:** Raketechn är ett svenskt affiliatebolag med fokus på spelsektorn. Bolaget omsatte EUR 38,5m under 2021 och bedöms att ha en omsättning om EUR50-55m under 2022. Bolagets största marknad är Norden som stod för ca 46% av omsättningen i Q2. Det största segmentet för bolaget är casino, som utgjorde cirka 70% av omsättningen i Q2. Värt att notera är att Q2 är ett kvartal med lite sport på den amerikanska marknaden där Raketechn har vuxit via förvärv de senaste åren. Raketechn har ca 42% av sina intäkter ifrån revenue share.
- Catena Media:** Catena Media är ett svenskt affiliatebolag med fokus på den amerikanska marknaden och sport. Bolagethar omsatt cirka EUR 139m de senaste 12 månaderna. Justerad EBITDA uppgick till EUR 64m. Bolaget har cirka 52% av intäkterna från Nordamerika. Av denna anledning står CPA för 52% av omsättningen. Bolagets styrelse överväger strategiska alternativ för verksamheten med fokus på europeiska marknader. Skulle detta ske når bolaget en väldigt renodlad exponering mot sport och USA. Volatiliteten i intäkterna skulle då öka eftersom CPA tenderar att vara mer volatil än revenue- share avtal.
- Better Collective:** Better Collective är ett danskt affiliatebolag noterat på Stockholmsbörsen. Bolaget fokuserar på sport och den amerikanska marknaden som utgör cirka 60% av omsättningen. Bolaget skiljer sig något ifrån de övriga affiliatebolagen eftersom man jobbar mycket med mediasamarbeten för att driva trafik. Exempel på dessa mediasamarbeten är Chicago Tribune och Philadelphia Inquirer.

Nedan följer en kort sammanfattning gällande bolagets värdering och fakta kring estimat och värdering.

Peers

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	191	286	2,13x	1,95x	1,79x	4,9x	4,6x	4,0x	6,3x	5,8x	4,9x	(20,5x)	6,8x	5,6x
Better Collective	682	859	4,05x	3,21x	2,73x	13,8x	10,1x	8,1x	16,5x	11,9x	9,3x	25,2x	12,5x	9,6x
Raketechn Group Holding	71	84	1,94x	1,64x	1,47x	4,8x	4,1x	3,4x	7,8x	6,6x	5,0x	9,1x	8,5x	5,8x
GIG (market)	323	399	4,43x	4,40x	3,61x	33,6x	11,7x	8,1x	-	26,9x	14,4x	609,7x	35,5x	16,7x
Vs GIG			-39%	-49%	-45%	-77%	-46%	-36%		-70%	-55%	-99%	-74%	-58%
Mean			2,71x	2,27x	2,00x	7,8x	6,3x	5,1x	10,2x	8,1x	6,4x	4,6x	9,3x	7,0x
Median			2,13x	1,95x	1,79x	4,9x	4,6x	4,0x	7,8x	6,6x	5,0x	9,1x	8,5x	5,8x

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	Movies/Entertainment	52,7%	94,2%	93,9%	43,2%	42,8%	45,2%	33,7%	33,6%	36,2%	-6,7%	27,0%	30,6%
Better Collective	Information Technology Se	33,7%	66,3%	67,3%	29,4%	31,8%	33,8%	24,6%	27,0%	29,3%	12,7%	19,1%	21,9%
Raketechn Group Holding	Internet Software/Services	42,0%	72,8%	72,6%	40,5%	39,7%	43,4%	25,0%	24,7%	29,2%	18,1%	18,7%	23,0%
GIG (market)	Casinos/Gaming	23,6%	98,5%	98,0%	13,4%	37,7%	44,7%	-4,8%	16,4%	25,1%	2,4%	8,8%	17,5%
Mean		38,0%	82,9%	83,0%	31,6%	38,0%	41,8%	19,6%	25,4%	29,9%	6,6%	18,4%	23,2%
Median		37,9%	83,5%	83,3%	35,0%	38,7%	44,0%	24,8%	25,8%	29,3%	7,6%	18,9%	22,4%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Catena Media	14,8%	8,7%	9,1%	-5,1%	-4,7%	15,0%	-13,9%	-15,3%	17,5%	75,9%	nm	23,7%
Better Collective	67,8%	52,8%	17,2%	23,7%	54,3%	24,4%	22,5%	60,3%	27,5%	91,7%	198,8%	34,1%
Raketechn Group Holding	39,6%	35,7%	11,5%	30,1%	29,7%	21,9%	47,1%	41,1%	32,0%	31,5%	38,8%	37,0%
GIG (market)	31,1%	38,6%	22,2%	-33,6%	67,0%	44,7%	-190,4%	114,8%	87,0%	-225,5%	nm	141,8%
Mean	38,3%	33,9%	15,0%	3,8%	36,6%	26,5%	-33,7%	50,2%	41,0%	-6,6%	118,8%	59,2%
Median	35,3%	37,1%	14,4%	9,3%	42,0%	23,1%	4,3%	50,7%	29,8%	53,7%	118,8%	35,5%

Källa: Factset

Vi har valt att värdera GIG Media baserat på vårt estimat för 2023, och antagit en EBITDA-marginal om 40% vilket är i linje med övriga bolag i sektorn. Givet medianvärderingen bland peers antar vi en EV/EBITDA multipel om 7x.

Känslighetstabell GIG Media EURm

EV GIG Media (X-EBITDA marginal, Y EV/EBITDA 2023)

	40%	42%	40%	44%	46%	48%
6,0x	169	178	169	186	194	203
6,5x	183	192	183	202	211	220
7,0x	197	207	197	217	227	237
7,5x	211	222	211	233	243	254

Källa: EBP

Sammanfattningsvis ser vi ett enterprise value för GIG Media om ca EUR 200m eller ca 2 150 mkr.

GIG platform & Spoortbook

För att värdera GIGs plattform har vi tittat på de noterade leverantörerna på Stockholmsbörsen, Kambi och Evolution:

- **Kambi:** Kambi är den ledande självständiga leverantören av sportbokslösningar på marknaden. Bolaget fokuserar på reglerade marknader och har historiskt jobbat med s.k. Tier-1 aktörer dvs marknadsledare. Under senare tid har bolaget sett ett antal kundtapp på den amerikanska marknaden till följd av en konsolidering, där operatörer köpt mindre utvecklare av sportbokslösningar.
- **Evolution:** Bolaget är global ledare inom live casino och slotspel.

Peers														
Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Evolution	19 907	19 485	15,16x	13,57x	10,86x	21,9x	19,6x	15,6x	24,3x	21,6x	17,3x	26,2x	23,9x	19,6x
Kambi Group	524	491	3,61x	3,06x	2,58x	10,4x	9,1x	6,9x	22,3x	18,7x	11,8x	31,2x	28,0x	16,1x
GIG (market)	323	399	4,43x	4,40x	3,61x	33,6x	11,7x	8,1x	-	26,9x	14,4x	609,7x	35,5x	16,7x
Vs GIG			56%	38%	38%	-63%	-7%	7%		-42%	-21%	-96%	-43%	-17%
Mean			6,90x	6,09x	4,97x	12,4x	10,9x	8,6x	18,1x	15,7x	11,4x	22,2x	20,1x	13,9x
Median			3,61x	3,06x	2,58x	10,4x	9,1x	6,9x	22,3x	18,7x	11,8x	26,2x	23,9x	16,1x
Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income			
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	
Evolution	Casinos/Gaming	62,4%	100,1%	100,9%	69,3%	69,4%	69,6%	62,4%	62,7%	62,9%	58,7%	58,7%	56,6%	
Kambi Group	Movies/Entertainment	-	105,5%	110,5%	34,5%	33,8%	37,5%	16,1%	16,4%	21,8%	12,1%	15,3%	19,0%	
GIG (market)	Casinos/Gaming	23,6%	98,5%	98,0%	13,4%	37,7%	44,7%	-4,8%	16,4%	25,1%	2,4%	8,8%	17,5%	
Mean		42,7%	94,2%	95,5%	39,4%	45,2%	48,8%	24,7%	30,0%	34,8%	22,8%	25,4%	29,0%	
Median		42,0%	99,3%	99,4%	37,5%	38,7%	44,0%	20,6%	20,5%	27,1%	15,1%	17,0%	21,0%	
Growth		Sales			EBITDA			EBIT			Net Income			
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	
Evolution		46,4%	41,8%	24,9%	49,3%	43,2%	25,2%	50,7%	45,2%	25,4%	57,9%	nm	20,3%	
Kambi Group		-16,0%	2,8%	19,0%	-37,7%	-28,6%	31,8%	-67,2%	-52,1%	58,6%	-69,1%	-45,1%	47,3%	
GIG (market)		31,1%	38,6%	22,2%	-33,6%	67,0%	44,7%	-190,4%	114,8%	87,0%	-225,5%	nm	141,8%	
Mean		25,3%	29,7%	19,4%	2,0%	27,8%	30,9%	-40,0%	37,3%	50,7%	-51,3%	-3,1%	61,6%	
Median		35,3%	37,1%	20,6%	-1,8%	36,4%	28,5%	-10,1%	43,2%	45,3%	-18,8%	-3,1%	42,1%	

Källa: Factset

Vi har valt att basera vår värdering av GIGs plattformsdel på våra intäktsestimater 2023 och bedömer att en multipel om EV/Sales 4,75x är rimlig. Vi anser att bolaget i dagsläget bör handlas till en premie mot Kambi givet den osäkerhet Kambi befinner sig i till följd av av de kundtapp som skett i USA.

Känslighetstabell GIG Platform & Sportbook (EURm)

EV GIG Platform & Sportbook (X Tillväxt, Y EV/Sales 2023)

	34%	36%	38%	40%	42%	44%
3,5x	132	134	136	138	140	141
4,0x	150	153	155	157	159	162
4,5x	169	172	174	177	179	182
5,0x	188	191	194	196	199	202

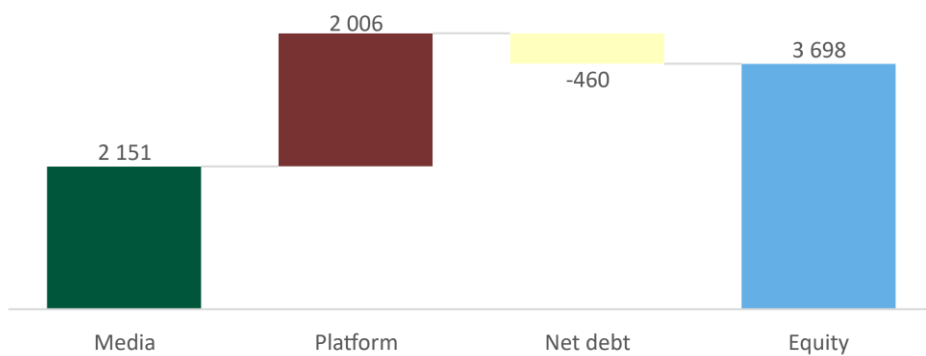
Källa: EPB

Enligt våra antaganden ovan är GIG plattform värt 1 900-2 000 mkr.

Sammanfattning SOTP-värdering

Vi anser att en konservativ SOTP-värdering ger en kurs om 29,3 kr per aktie. Vi bedömer att störst uppsida finns inom plattformsdelen då vi ser högst multiplar bland dessa bolag på börsen.

EV SOTP modell



Källa: EPB

Diskonterad kassaflödesanalys

Vi bedömer att bolag inom igamingindustrin är lämpade för en DCF-värdering givet en hög cash conversion och en stabil strukturell tillväxt. Vi har använt våra prognoser fram till 2025 för att sedan normalisera tillväxt och marginaler. Vi har adderat 4% till vår WACC på grund av två anledningar:

- 2% för att reflektera att bolaget har ett market cap på under 5 miljarder.
- 2% för att reflektera att bolaget befinner sig i en industri som historiskt har handlats till rabatt. Vi bedömer att denna komponent kan sjunka över tid då marknaden har börjat omvärdera bolag med hög andel intäkter på reglerade marknader.

DCF slutsats

DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	340	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	27,5%
Nuvärdet av terminalvärde	325	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	10,0%
Företagsvärde (EV)	665	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	5,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	75	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	-5,0%
Eget kapital	590			Skattesats	5%
Antal utstående aktier, full utspädning	126			Terminalvärde, % av EV	49%
Eget kapital per aktie	51				

Källa: EPB

Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			22,5%	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%
WACC	11,0%	54	57	60	63	67	WACC	10,0%	52	56	60	63	67
	11,5%	50	53	55	58	61		11,0%	49	52	55	58	62
	12,0%	47	49	51	54	56		12,0%	45	48	51	54	57
	12,5%	44	46	48	50	52		12,0%	42	45	48	50	53
	13,0%	41	43	44	46	49		12,5%	39	42	44	47	50

Källa: EPB

Sammanfattningsvis indikerar vår DCF ett värde om 44-51 kr per aktie baserat på avkastningskrav om 12%. Vi bedömer att det finns en hög sannolikhet att avkastningskravet kommer att sjunka framöver givet att fler investerare kommer att överväga sektorn samt att en premie börjar växa fram på bolag med en hög andel reglerade intäkter.

Transaktionsvärdering

Vi bedömer att sannolikheten för industriella transaktioner i dagsläget är hög i spelindustrin av fyra anledningar

- **Reglering av stora marknader öppnar upp för nya aktörer att investera i denna typ av bolag:** När en reglering sker blir det möjligt för till exempel private equity att investera i sektorn. Detta skedde redan 2018 då Bridgewater köpte ut den svenska operatören och leverantören Cherry tillsammans med ett konsortium av spelinvesterare.
- **Landbaserade bolag behöver teknik och "know how" för att röra sig online:** Tidigare i år har det amerikanska casinobolaget MGM Resorts lagt bud och förvärvat den svenska operatören LeoVegas. Vi bedömer att de förvärvade LeoVegas för att få en "know-how" och möjlighet växa online.
- **Teknik rör sig från tredje partsleverantörer till att vilja finnas in-house:** Anledningen till att Kambi har tappat två av sina viktigaste kunder i USA är att internationella amerikanska aktörer vill ha så stor del av teknologin in-house som möjligt. Vi bedömer att det skulle kunna finnas ett intresse för en industriell aktör att förvärva GIG. Neogames förvärv av Aspire Global bekräftar detta trenden om att leverantörer blir uppköpta.
- **Konsolidering bland operatörer driver konsolidering av leverantörer:** Vi bedömer Evolutions förvärv av andra spelutvecklare är en direkt följd av konsolideringen bland operatörerna.

Vi har valt att titta på följande transaktioner för att värdera GIG vid en eventuell transaktion.

Transaktioner i sektorn med svenska bolag		
Förvärvat bolag	Köpare	EV/EBITDA, Trailing
NetEnt	Evolution	25,0
Aspire Global	Neo Games	11,4
LeoVegas	MGM	11,0
BTG	Evolution	15,5
No Limit City	Evolution	15,0
Shape Games	Kambi	27,0
Cherry	Bridgepoint	21,0
Median		15,5
GIG Takeout värdering EV		467
Minus nettoskuld		42
Värde eget kapital		425
-per aktie		37,38

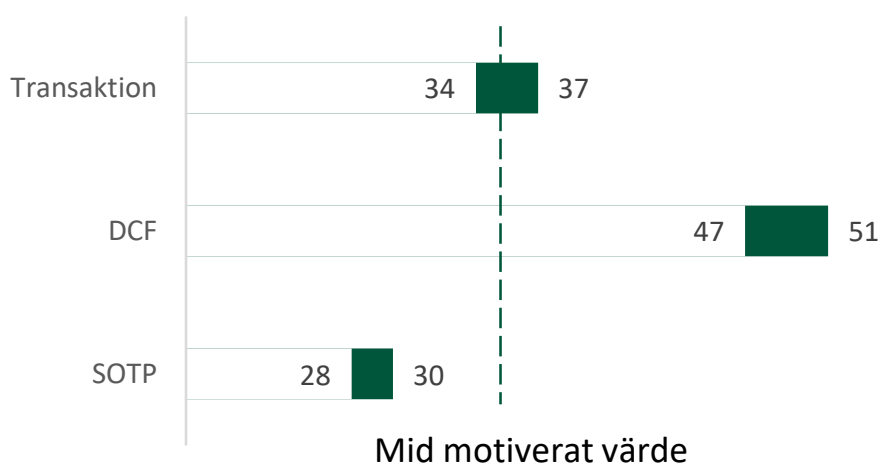
Källa:

Vi bedömer att GIG är värt mellan 35–40 kr per aktie vid ett utköp. Vi bedömer därmed att multipeln kommer vara något högre än medianvärdet givet att LeoVegas var en renodlad leverantör och Aspire hade en hög andel operatörsintäkter vid förvärvet.

Sammanfattning värdering

Vi ser ett motiverat värde om 35-37 kr per aktie för GIG. Vi bedömer att det finns ett antal triggers i närtid och dessa är:

- Fortsatta nyheter om nya kunder till plattformen eller nya licenser
- Renodling av bolaget
- Fortsatt konsolidering av sektorn



Källa: EPB

Styrelse och ledande befattningshavare

Styrelse

GIGs styrelse består i dagsläget av 5+1 styrelseledamöter av vilka följer nedan.

Petter Nylander – Styrelseordförande

Oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning och större aktieägare. Tidigare VD på Kindred Group, TV3 Scandinavia och OMD samt tidigare styrelseledamot i Besedo, Cint AB och G5 Entertainment där han var ordförande.

Nicolas Adlercreutz – Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till bolaget, ledning och större aktieägare. Tidigare VD på Bluestep Bank samt tidigare ekonomichef på Qliro Group och PA Resources. Nuvarande ekonomichef på NOD Group AB.

Kjetil Garstad - Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till bolaget och ledning. Beroende i förhållande till större aktieägare. Tidigare analytiker på Arctic Securities och SEB Enskilda. Nuvarande analytiker på Stenshagen Invest AS, större aktieinnehavare i GIG, samt styrelseledamot i B2 Holding, Norwegian Finans Holding and Protector Insurance.

Kathryn Moore Baker – Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till bolaget, ledning och större aktieägare. Tidigare partner på Reiten & Co, och tidigare styrelseledamot i över 30 bolag bl.a Catena Media där hon agerade ordförande.

Michael Ahearne – Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till ledning. Beroende i förhållande till bolaget och större aktieägare som VD på SkyCity Entertainment Group. Tidigare seniora poster på Paddy Power Betfair, Aristocrat and Star Entertainment Group.

Hesam Yazdi – Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till bolaget, ledning och större aktieägare. Han är investerare i bolaget och är nuvarande ansvarig för GIGs investerarrelationer. Han driver ett eget Investmentbolag, Mocca Investment Group.

Mikael Rise Harstad – Styrelseledamot

Oberoende i förhållande till ledning. Är partner på Optimizer Invest som är delägare i bolaget.

Ledning

Richard Brown – CEO

Anslöt till GIG 2016 med en initial post som affärsområdeschef för GIG Media och sedan operativ chef tills utnämmandet till VD 2019. Tidigare innehavt seniora poster på bl.a Highlight Media Group, Web Guide Partner och THG Sports.

Tore Formo – Group CFO

CFO sedan 2005 och har 25 års erfarenhet inom aktie- och skuldmarknaden som analytiker.

Justin Psalia – CFO

Anslöt till GIG 2015 som förvaltningsrevisor, nu CFO och har över 10 års erfarenhet inom iGaming.

Claudia Ginex – HR-Chef

Anslöt till GIG 2016.

Claudio Caruana – Chefsjurist

Representerat GIG sedan 2013 och anslöt till bolaget 2017. 10 års erfarenhet från iGaming-industrin.

Nicola Fitton - COO

Anslöt till GIG 2019 som director för Media Managed Services och tillträdde som COO 2022, med 17 års erfarenhet från den globala gaming-sektorn.

ESG GIG

GIG är verksamma inom IT-sektorn och tillhandahåller molnbaserade tjänster samt system- och marknadsföringstjänster till iGaming industrin. Kunderna är iGaming operatörer. Bolaget har som mål att driva verksamheten med hållbar praxis, ESG-rapportering, produkt- och tjänsteinnovation, informationssäkerhet, säkrare spelande och bra supply-chain etik. Utöver detta vill bolaget minska sitt miljöavtryck med målet att vara klimatneutrala år 2030.

Environment

GIGs produkter är digitala och av den anledningen har den direkta verksamheten inte särskilt stor påverkan på miljön. Bolaget ämnar ha en fullskalig miljömässig bedömning och rapportering av verksamheten 2023. Lokalt på arbetsplatserna försöker man aktivt att reducera, återvinna och sortera avfall. För att nå målet om 5% minskning gav vatten- och energianvändning under 2022 registreras all energianvändning. Alla handelsvaror byts ut mot mer hållbara alternativ och frakten samt fraktfrekvensen av dessa byts även dessa mot mer hållbara alternativ.

Social

GIG rättar sina reklam- och marknadsföringsinsatser efter de lokala marknadernas krav och bestämmelser, och i frånvaro av sådana ämnar de att agera utefter en branschstandardpraxis för att säkerhetsställa att all marknadsföring inte är vilseledande eller riktar sig till utsatta människor såsom minderåriga. Vidare följer GIG Ofcoms, Storbritanniens tillsynsmyndighet för kommunikationstjänster, riktlinjer för att undvika användandet av till exempel fraser eller ord som kan upplevas stötande av publik och/eller tillsynsorgan i sin marknadsföring. Marknadsföringen innehåller också information om var kunden kan finna stöd vid spelberoende. Den egna produkten GIG Comply, som GIG själva använder, gör det möjligt för kunden att upptäcka om deras produkt marknadsförs på ett avvikande sätt mot varumärkesägandens riktlinjer.

Genom att GIG är en licensierad B2B-aktör medförs till viss del en hållbar praxis då bolaget och deras kunder följer lokala regleringar för minskandet av spelberoende t.ex. undersökningar av slutkundens privatekonomiska ställning innan denne kan göra en insättning eller möjliggörande av spelstopp vid upptäckt avvikande beteende. Genom licensiering arbetar GIG även aktivt med motverkning av penningtvätt. Liknande regleringar finns dock inte på alla marknader.

GIG samarbetar med Betknowmore för att bättre ta itu med förbyggande och minskning av spelberoende samt bistår Bournemouth University i tre forskningsprojekt på ämnet. GIG Gives är en välgörenhetsorganisation inom bolaget upprättat för att bidra till samhället.

Bolagets anställda representerar 57 olika nationaliteter och 34% respektive 0,5% är kvinnor eller ickebinära. För att öka mångfalden i tänkande och perspektiv anser bolaget det nödvändigt att rekrytera från en varierande talangpool. Flera policys finns implementerade för att säkerhetsställa de anställdas välbefinnande, bland annat analysering av könslönegapet. Med det tillsatta teamet "All-in-Diversity" vill bolaget skapa en diskrimineringsfri miljö och särskilt fokusera på underrepresenterade grupper som kvinnor.

Governance

GIG är ett amerikanskt aktiebolag registrerat i Delaware med registrerat kontor i Florida och verksamheten på Malta. GIG följer därmed Delawares företagslagar och förordningar. I och med noteringen på Oslo Börs gäller även vissa aspekter av norsk värdepapperslag för bolaget. Bolagets ledning och styrelse följer den norska uppförandekoden för bolagsstyrning. Om uppförandekoden inte följs ska en förklaring lämnas till varför bolaget valt att avvika. I bolagets ledning och styrelse är andelen kvinnor 46% respektive 20%.

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	52	66	89	109	130	151
Totala intäkter	52	66	89	109	130	151
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-1	-2
Bruttoresultat	52	66	88	108	128	149
Totala rörelsekostnader	-41	-45	-58	-70	-76	-84
EBITDA	11	21	30	38	52	65
EBITDA, justerad	11	21	30	38	52	65
Totala avskrivningar	-19	-14	-20	-22	-22	-22
EBITA, justerad	(1)	12	15	21	35	48
EBIT	-9	8	10	17	31	43
EBIT, justerad	-9	8	10	17	31	43
Finansnetto	-9	-8	-8	-8	-8	-8
Resultat före skatt	-18	0	3	8	22	35
Resultat före skatt, justerad	-18	0	3	8	22	35

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	-9	8	10	17	31	43
Övriga kassaflödesposter	33	12	14	22	21	20
Kassaflöde från den operationella verksamheten	25	20	24	39	52	63
Investeringar	-2	-1	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	16	11	9	23	32	39
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändringar av lån	-18	0	8	0	0	0
Kassaflöde	-1	11	42	23	32	39
Nettoskuld	30	37	42	27	4	-28

Källa: EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	76	71	67	62
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	60	63	70
Materiella anläggningstillgångar	17	13	13	13	13	13
Summa anläggningstillgångar	66	62	150	144	143	145
Kundfordringar	16	18	24	28	34	39
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	9	24	47	79
Summa omsättningstillgångar	27	26	33	52	81	118
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	182	196	224	262
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	64	72	92	124
Summa eget kapital	4	12	64	72	92	124
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	45	45	45	45
Övriga långfristiga skulder	21	9	33	33	33	33
Summa långfristiga skulder	59	48	80	80	80	80
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	4	4	4	4
Leverantörsskulder	25	20	33	39	46	53
Summa kortfristiga skulder	31	27	39	45	52	59
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	182	196	224	262

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Intäktstillväxt	-	27%	34%	23%	19%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	100%	40%	27%	37%	25%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	30%	61%	84%	42%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	>100%	>100%	57%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,2%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	32,4%	33,8%	35,0%	40,3%	43,2%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	32,4%	33,8%	35,0%	40,3%	43,2%
EBIT-marginal	Neg.	12,0%	11,6%	15,2%	23,6%	28,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	12,0%	11,6%	15,2%	23,6%	28,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	2,4%	7,0%	15,6%	21,1%

Källa: EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ROE, justerad	Neg.	3%	6%	11%	25%	29%
ROCE, justerad	Neg.	15%	12%	14%	23%	27%
ROIC, justerad	Neg.	19%	13%	16%	32%	45%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	27%	26%	26%	26%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	62%	66%	64%	68%	70%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	-10%	-10%	-10%	-10%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoskuld	30	37	42	27	4	-28
Soliditet	4%	14%	35%	36%	41%	47%
Nettoskuldsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,7x	0,4x	0,0x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,4x	0,7x	0,1x	-0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	-0,20	0,00	0,02	0,06	0,16	0,25
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,02	0,06	0,16	0,25
FCF per aktie	0,18	0,11	0,07	0,18	0,25	0,31
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,51	0,57	0,73	0,98
Antal aktier vid årets slut, m	90,6	98,4	126	126	126	126
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,6	98,4	126	126	126	126

Källa: EPB

Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
P/E, justerad	Neg.	750,0x	154,5x	44,3x	16,7x	10,6x
P/EK	29,0x	15,0x	5,3x	4,7x	3,7x	2,7x
P/FCF	6,4x	16,7x	37,0x	14,6x	10,6x	8,5x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,6x	3,3x	4,3x	3,3x	2,6x	2,1x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	10,1x	12,6x	9,5x	6,5x	4,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	27,2x	36,6x	21,9x	11,1x	7,1x
EV	135	216	379	364	341	309
Aktiekurs	1,2	1,8	2,7	2,7	2,7	2,7

Källa: EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se