



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 16 december 2022

Gaming Innovation Group

Förvärvar Ask Gamblers

Förvärvar Ask Gamblers

GIG har ingått avtal med Catena Media om att förvärva tillgångarna AskGamblers, John Slots, Newcasinos.com och ett antal mindre tillgångar. Transaktionsvärdet uppgår till EUR 45m. GIG kommer betala EUR 20m i Q1'23, 10m Q1'24 och 15m Q1'25. Transaktionen finansieras således till stor del med kassaflöden från det förvärvade bolaget och befintlig kassa vilket endast ger en mindre utspädning (<5%) för befintliga aktieägare.

Signifikant tillskott på EBITDA nivå och nedåt

Askgamblers bedöms ha ca 53 000 FTDs (First time depositors) under 2022 och har under årets 9 första månader genererat intäkter om EUR 12,9m och en EBITDA om EUR 8,4m. Vi har endast adderat antalet FTDs till våra estimat för 2023. Vi räknar således inte med några intäktssynergier. Trots detta stiger EBITDA-estimat med i snitt 19% under prognistiden. Givet den låga utspädningen blir effekten på EPS högre.

Mindre justering av motiverat värde

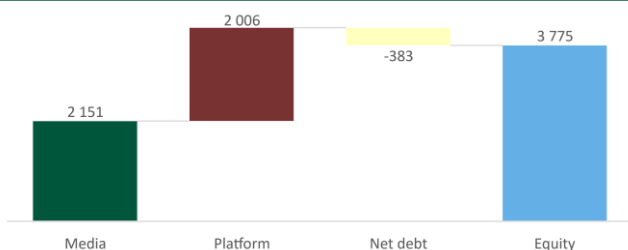
Baserat på att bolaget höjer sin intjäning ifrån Affiliate segmentet höjer vi vårt motiverade värde från 35-37 kr till 38-39 kr. Detta motiveras av den starka kassaflödesgenereringen i de förvärvade tillgångarna.

Estimatändring (€)					Prognos (m€)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	38 - 39 kr	
Totala intäkter	91	0,0	123	8,3	Totala intäkter	66	91	123	Aktiekurs	29,6 kr	
EBITDA, just.	33	0,0	52	21,8	Intäktstillväxt	27%	38%	35%	Riskenivå	Låg	
EPS, just.	0,0	-6,8	0,1	64,9	EBITDA, just.	22	33	52	Kursutveckling 12 mån		
Kommande händelser					EBIT, just.	9	13	27			
Q4 - rapport	15 februari 2022				EPS, just.	0,0	0,0	0,1	Intressekonflikter		
Bolagsfakta (m€)					EPS-tillväxt	>100%	>100%	>100%	Yes	No	
Antal aktier	126m				EK/aktie	0,1	0,5	0,6	Likviditetsgarant	✓	
Börsvärde	341				EBIT-marginal	13,0%	14,0%	22,0%	Certified adviser	✓	
Nettoskuld	35				ROE, just.	11,7%	10,1%	21,4%	Transaktioner 12m	✓	
EV	376				ROCE, just.	16,7%	13,6%	19,5%			
Free float	83%				EV/Sales	3,3x	4,1x	3,2x			
Daglig handelsvolym, snitt	149k				EV/EBITDA	9,7x	11,4x	7,6x			
Bloomberg Ticker	GIGO SS Equity				EV/EBIT	25,1x	29,3x	14,5x			
Analytiker					P/E, just.	197,2x	86,6x	22,2x			
Rikard Engberg					P/EK	15,0x	5,2x	4,4x			
rikard.engberg@penser.se					Nettoskuld/EBITDA	1,7x	1,1x	0,5x			

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 affiliatetjänster 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.

SOTP värdering



Källa: EPB

Känslighetstabell

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

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: EPB

DCF

Bering		Antaganden		Känslighetsanalys	
	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde	Känslighetsanalys		
r/fria kassaflöden	384	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
r/terminalvärde	260	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
de (EV)	645	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	10,0%
senast rapporterad	35	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	5,0%
ntressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
				Skattesats	10,0%
				Terminalvärde, % av EV	40,4%
nde aktier, full utspädning	135				
per aktie	49				

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal						
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%							
WACC	11,0%	51,4	53,4	55,7	58,2	61,1	WACC	11,0%	52,8	55,7	58,5	61,3	64,1
	11,5%	48,5	50,3	52,2	54,4	56,8		11,0%	49,6	52,2	54,8	57,3	59,9
WACC	12,0%	45,9	47,4	49,1	51,0	53,1	WACC	12,0%	46,8	49,1	51,5	53,8	56,2
	12,5%	43,6	44,9	46,4	48,0	49,9		12,0%	44,2	46,4	48,6	50,7	52,9
	13,0%	41,4	42,6	43,9	45,4	47,0		12,5%	41,9	43,9	45,9	47,9	49,9

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	52	66	91	123	146	168
Totala intäkter	52	66	91	123	146	168
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-1	-2
Bruttoresultat	52	66	91	122	144	166
Totala rörelsekostnader	-41	-44	-58	-70	-76	-86
EBITDA	11	22	33	52	68	80
EBITDA, justerad	11	22	33	52	68	80
Totala avskrivningar	-19	-14	-20	-25	-25	-25
EBITA, justerad	(1)	13	17	32	48	60
EBIT	-9	9	13	27	43	56
EBIT, justerad	-9	9	13	27	43	56
Finansnetto	-9	-8	-8	-9	-9	-9
Resultat före skatt	-18	0	5	18	34	46
Resultat före skatt, justerad	-18	0	5	18	34	46
Total skatt	0	1	-1	-2	-3	-5
Nettoresultat	-18	1	4	16	30	42
Nettoresultat, justerad	-18	1	4	16	30	42

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	9	13	27	43	56
Övriga kassaflödesposter	24	5	35	26	24	22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	16	13	47	53	67	78
Investeringar	15	-9	-47	-36	-30	-39
Fritt kassaflöde	30	4	1	17	37	39
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändringar av lån	-18	0	7	0	0	0
Övriga poster	-3	-3	-	-	-	-
Kassaflöde	5	-3	26	7	27	39
Nettoskuld	30	37	35	28	1	-29

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	74	69	65	60
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	77	87	106
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	66	62	145	156	161	176
Kundfordringar	16	18	26	33	39	45
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	30	37	64	94
Summa omsättningstillgångar	27	26	56	70	103	138
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	201	226	264	314
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	66	82	112	154
Summa eget kapital	4	12	66	82	112	154
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	44	44	44	44
Övriga långfristiga skulder	21	9	33	33	33	33
Summa långfristiga skulder	59	48	79	79	79	79
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	17	17	17	17
Leverantörsskulder	25	20	36	45	53	61
Summa kortfristiga skulder	31	27	56	65	73	81
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	201	226	264	314

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	27%	38%	35%	18%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	49%	57%	31%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	49%	>100%	59%	29%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	>100%	85%	37%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,2%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	33,4%	36,1%	42,2%	46,6%	47,9%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	33,4%	36,1%	42,2%	46,6%	47,9%
EBIT-marginal	Neg.	13,0%	14,0%	22,0%	29,6%	33,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,0%	22,0%	29,6%	33,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	48,5%	4,3%	12,9%	20,8%	24,7%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	12%	10%	21%	31%	31%
ROCE, justerad	Neg.	17%	14%	20%	27%	28%
ROIC, justerad	Neg.	21%	17%	26%	39%	47%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	28%	27%	27%	27%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	63%	97%	93%	96%	94%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	-10%	-10%	-10%	-10%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	37	35	28	1	-29
Soliditet	4%	14%	33%	36%	42%	49%
Nettoskulsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,5x	0,3x	0,0x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,1x	0,5x	0,0x	-0,4x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,20	0,01	0,03	0,12	0,22	0,31
EPS, justerad	-0,20	0,01	0,03	0,12	0,22	0,31
FCF per aktie	0,33	0,04	0,00	0,13	0,27	0,29
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,52	0,61	0,83	1,14
Antal aktier vid årets slut, m	90,6	98,4	126	135	135	135
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,6	98,4	126	130	135	135

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	197,2x	86,6x	22,2x	12,0x	8,7x
P/EK	29,0x	15,0x	5,2x	4,4x	3,2x	2,4x
P/FCF	3,5x	45,9x	602,2x	21,1x	9,9x	9,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
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	4,1x	3,2x	2,5x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	9,7x	11,4x	7,6x	5,4x	4,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	25,1x	29,3x	14,5x	8,5x	6,0x
EV	135	216	376	392	365	335
Aktiekurs	1,2	1,8	2,7	2,7	2,7	2,7

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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