



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | IT-tjänster | Sverige | 16 januari 2023

# Acroud

## Potential till multipelexpansion

### Viktig del i ekosystemet

Acroud är en koncern av bolag med fokus på affilatemarknadsföring inom igamingindustrin. Bolaget äger ett antal tillgångar likt Gambling Cabin, Casinotops och Voonix. Vi bedömer att bolaget kommer att leverera en tillväxt något högre än marknaden kommande år, givet den starka närvaron på den latinamerikanska marknaden. Vidare bedömer vi att lönsamheten kommer expandera från nuvarande nivåer då affiliateindustrin karaktäriseras av höga marginaler och kassaflöden.

### Genomför en turnaround

Acroud har genomgått en turnaround från att fokusera på gråa marknader till att bygga en bolagsgrupp med tillgångar på reglerade marknader och nya tillväxtmarknader likt Latinamerika. Vi bedömer att denna resa kommer fortsätta kommande år vilket torde leda till en multipelexpansion. Ytterligare en aspekt som talar för en multipelexpansion är att bolaget efter det senaste förvärvet har ca 70% av intäkterna ifrån sportspel vilket marknaden i dagsläget värderar till ett premie över casinotillgångar. Bolaget äger även det ledande BI-verktyget inom affiliation, vilket inte återspeglas i kursen.

### Potential till motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde om 2,4-2,5 kr för Acroud. Vi bedömer att vi kan se en multipelexpansion kommande år givet att bolaget nu visar en stabil tillväxt med relativt goda marginaler. Vi bedömer att bolagets ägande av BI-verktyget Voonix kan ta kunder utanför igamingindustrin, och särnoteras/säljas inom 3-4 år. Detta skulle innebära ett stort värdeskapande för bolaget.

Estimatändring (€)				Prognos (m€)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	2,4 – 2,5 kr	
Totala intäkter	32	-	42	-	Totala intäkter	26	32	42	Aktiekurs	1,9	
EBITDA, just.	9	-	12	-	Intäktstillväxt	98%	24%	30%	Riskenivå	Medel	
<b>Kommande händelser</b>				<b>Kursutveckling 12 mån</b>							
Q4 - rapport	16 februari 2023			EBITDA, just.	5	9	12	14			
Q1 - rapport	18 maj 2023			EBIT, just.	3	7	9	11			
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				<b>Intressekonflikter</b>							
Antal aktier	130m			EPS, just.	0,0	0,0	0,0	0,1			
Börsvärde	22			EPS-tillväxt	N.m.	>100%	55%	32%			
Nettoskuld	18			EK/aktie	0,3	0,4	0,4	0,5			
EV	40			EBIT-marginal	11,1%	21,1%	21,5%	23,9%			
Free float	31%			ROE, just.	1,8%	8,6%	12,1%	14,0%			
Daglig handelsvolym, snitt	47k			ROCE, just.	4,6%	10,4%	13,1%	14,7%			
Bloomberg Ticker	ACROUD SS EQUITY			EV/Sales	2,0x	1,2x	0,8x	0,6x			
<b>Analytiker</b>				EV/EBITDA	11,0x	4,5x	3,0x	2,0x			
Rikard Engberg				EV/EBIT	18,7x	6,2x	3,9x	2,5x			
rikard.engberg@penser.se				P/E, just.	44,5x	5,9x	3,8x	2,9x	Yes	No	
				P/EK	0,8x	0,5x	0,4x	0,4x	Likviditetsgarant	✓	
				FCF yield	-	31%	59%	66%	Certified adviser	✓	
				Nettoskuld/EBITDA	3,7x	2,0x	1,1x	0,4x	Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

Acroud är teknikkoncern aktivt inom affiliate marketing för igaming industrin. Igaming industrin är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning globalt, och vi bedömer att marknaden kommer växa med 8-12% kommande år. Acroud är positionerat på marknader som kommer ha en betydligt snabbare tillväxt än industrin då man har en stark närvaro på den latinamerikanska marknaden. Vi bedömer att de tillgångar bolaget har på övriga marknader kommer att leverera en fortsatt stark tillväxt i linje med marknaden. Vi bedömer även att bolagets ägande av mjukvaran Voonix, ett BI-verktyg för affiliate marknadsföring inte reflekteras i dagens kursnivåer vilket, gör att vi ser ett motiverat värde om 2,4-2,5 kr.

## Bolagsprofil

### Affiliation en viktig del av ekosystemet

Acroud är aktiva inom affiliation marknadsföring inom den snabbast växande formen av digital underhållning, igaming. Affiliation är en form av marknadsföring där trafik och potentiella kunder slussas ifrån en hemsida ägd av Acroud till en speloperatör. Beroende på marknad och rådande avtal med operatörerna delar Acroud intäkterna. Vi bedömer att det finns ett stort incitament för operatörer att investera i affiliation då dessa investeringar blir mer spårbara än investeringar i mer traditionell marknadsföring. Vi bedömer således att affiliation kan växa något snabbare än den globala marknaden för igaming.

### Intressanta tillgångar i företagsgruppen

Historiskt har Acroud fokuserat på traditionella affiliate tillgångar där fokus är att optimera hemsidor så de rankas högt på Google. Denna typ av verksamhet har historiskt visat höga marginaler men en begränsad möjlighet till tillväxt då det tar tid att organiskt bygga upp en bra ranking enligt Google. Vidare är denna typ av hemsidor svaga för förändringar av googles algoritmer vilket leder till en risk i denna verksamhet. Acroud har genom förvärv kompletterat sina tillgångar inom traditionell affiliation med att förvärva Matching Vision, ett ledande Affiliate nätverk, som möjliggör en snabbare tillväxt, Voonix, det ledande BI-verktyget inom affiliation och The Gambling Cabin, ett ledande spel community på den svenska marknaden. Genom att kombinera höglönsamma intäkter ifrån traditionell SEO-baserad affiliation med nätverk, mjukvaruintäkter och communities bedömer vi att Acroud kan växa snabbare än marknaden.

### Rabatt emot sektorn

De börsnoterade affiliatebolagen tillhör de lägst värderade bolagen på Stockholmsbörsen. Acroud värderas betydligt lägre än övriga bolag i sektorn. Vi bedömer att denna rabatt över tid kommer att minska givet att bolaget exekverar och når sina skuldsättningsmål. Bolaget har under 2022 påbörjat en operationell turnaround och vi bedömer att denna kan fortsätta kommande år. Vidare anser vi att Voonix, bolagets mjukvarubolag, på 3-4 års sikt kan stå på egna ben och bygga en kundbas utanför igaming. Skulle detta ske ser vi en betydande uppsida ifrån dagens kursnivåer. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde på 2,4-2,5 på Acroud.

## Innehållsförteckning

Viktig del i ekosystemet .....	1
Genomför en turnaround .....	1
Potential till motiverat värde .....	1
Investment case .....	2
Bolagsprofil .....	2
Affiliation en viktig del av ekosystemet .....	2
Intressanta tillgångar i företagsgruppen.....	2
Rabatt emot sektorn .....	2
Innehållsförteckning .....	3
Introduktion och historik .....	6
Introduktion till bolaget .....	6
Historik.....	6
Introduktion till affiliate industrin.....	7
Genomgång av olika typer av intäkter .....	9
Affiliation.....	9
SEO (Search engine optimisation).....	9
Paid Media .....	9
Social community based: .....	10
SaaS.....	10
Nätverksintäkter .....	10
SaaS.....	10
Bolag inom Acroud gruppen .....	11
Core (Rock Intention).....	11
Voonix .....	11
Matching Vision .....	11
Media .....	11
The Gambling Cabin .....	11
Synergier inom gruppen .....	12
Konkurrensanalys.....	13
Introduktion till igaming-industrin.....	14
Affiliatemarknaden .....	15
Sammanfattning regulatorisk miljö/drivkrafter .....	16
Den europeiska marknaden .....	17
Sverige.....	17
Spanien .....	17
Italien .....	17
Österrike .....	17
Irland .....	17
UK.....	17
Rumänien.....	17

Kroatien.....	18
Serbien .....	18
Grekland.....	18
Portugal.....	18
Frankrike .....	18
Belgien .....	18
Tyskland .....	18
Sammanfattning 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.....	24
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 .....	28
Introduktion till estimat resonemang .....	28
SaaS-intäkter .....	28
Kostnader .....	28
Igaming affiliation .....	29
SaaS intäkter .....	29
Nätverksintäkter .....	29
Abonnemangsintäkter .....	30
Sammanfattning intäktsestimat.....	31
Kostnadsestimat .....	32
Övriga externa kostnader .....	32
Personalkostnader .....	32
Kassaflödesprognoser .....	33
Estimat vs finansiella mål.....	33
Värdering .....	34
Relativvärdering.....	34
SOTP värdering.....	35
DCF .....	35
Samanfattning värdering .....	36

Styrelse och ledning.....	37
Styrelse.....	37
Henrik Kvick – Styrelseordförande.....	37
Kim Mikkelsen – Styrelseledamot.....	37
Peter Åström – Styrelseledamot.....	37
Jonas Strömberg – Styrelseledamot .....	37
Maria Andersson Grimaldi – Styrelseledamot .....	37
Ledning.....	37
Robert Andersson – VD.....	37
Roderick Attard – CFO (avgående).....	37
Morten Marcussen – Managing Director As a Service Segment.....	37
Daria Piotrowicz – Head of Communications.....	37
ESG.....	38
Environmental.....	38
Social .....	38
Governance.....	38
Allmänt.....	42

# Introduktion och historik

## Introduktion till bolaget

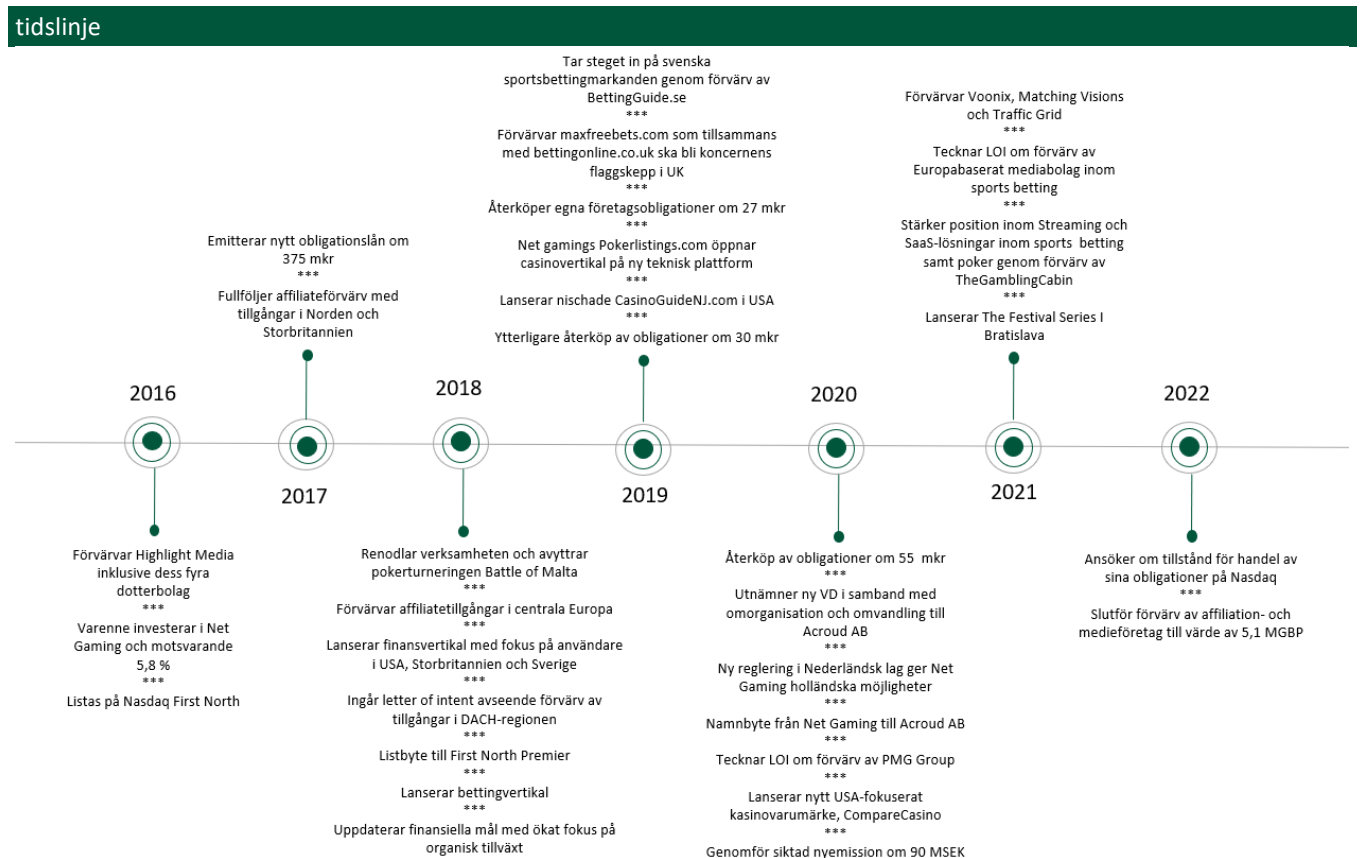
Acroud är en teknikkoncern aktivt inom den snabbast växande formen av digital underhållning, i-gaming. Bolaget är en koncern inom affiliation vilket är en form av onlinemarknadsföring. Affiliation innebär att bolaget bygger hemsidor för att driva trafik till spelbolag likt Betsson och Leovegas. I koncernen har man två segment, Affiliation och SaaS.

**Affiliation:** Inom affärsområdet affiliation är den huvudsakliga verksamheten SEO eller sökordsoptimering. Detta innebär att bolaget försöker bygga hemsidor som rankar högt på Google för att sedan driva trafik vidare till bolagets kunder vilket är de globalt stora operatörerna. Denna del av verksamheten karaktäriseras av höga marginaler och en tillväxt i linje med marknaden. Av intäkterna kommer ca 70% ifrån sportspel.

**SaaS:** Inom segmentet SaaS har Acroud två erbjudanden, Affiliate nätverket, Matching Vision och BI-verktyget Voonix. Matching Vision innebär att Acroud aggregerar ett stort antal mindre affiliates och agerar ensam motpart till operatörerna. Detta innebär att tillväxten är högre än inom traditionell affiliation, marginalen är dock lägre då intäkten delas med andra affiliates i nätverket. Bolaget är i detta affärsområde marknadsledande på den snabbt växande Latinamerikanska marknaden. Voonix är det ledande BI-verktyget inom affiliation och vi bedömer att man inom kort kommer expandera till andra industrier.

## Historik

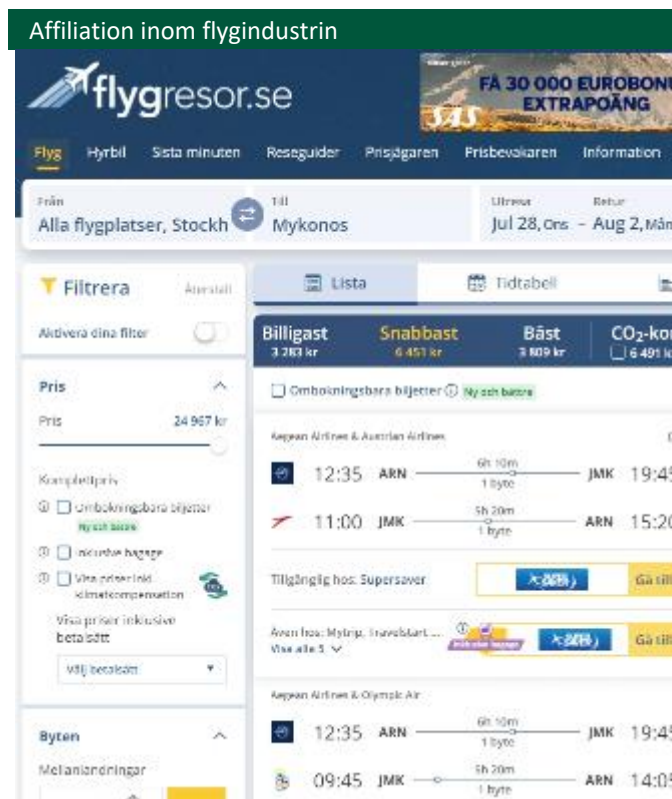
Acroud har en relativt lång historik bakom sig. Bolaget började med att främst vara ett bolag fokuserat på poker där större delen av trafiken drevs till offshore aktörer på delvis gråa marknader. Bolaget har sedan växt genom ett stort antal företagsförvärv som varit finansierade med skuld och/eller aktier. Nuvarande ledning tog över 2020 och har sedan dess fokuserat på att renodla bolaget och etablera nya affärsområden inom mer snabbväxande vertikaler. Vi ser även att bolaget har genomfört en refinansiering.



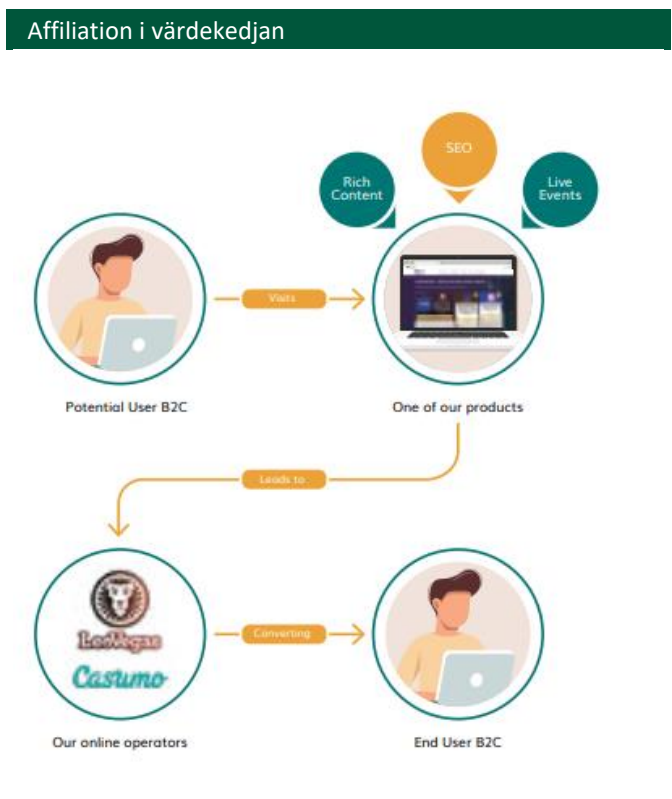
Källa: Bolaget

## Introduktion till affiliate industrin

Acroud är aktivt 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: Flygresor.se



Källa: Bolaget

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. rev. share avtal med affiliates, vilket gör att intäkterna delas mellan operatör och affiliate vilket sänker risken i kampanjerna.

Affiliatebolag får betalt på ett av tre sätt:

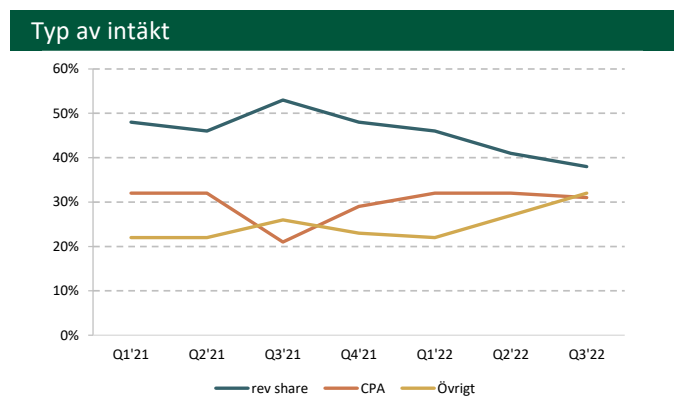
**Revenue share:** Denna typ av avtal är en form av intäktsdelning där affiliatebolag och speloperatörer delar på spelöverskottet från de kunder som kommer från affiliatesiten. Fördelen med denna typ av avtal är att det är relativt låg risk för operatörer att köpa trafik på detta vis. För affiliaten 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 på den amerikanska marknaden 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 rev. 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 oreglerade marknader och delvis i USA är CPA den vanligaste betalformen. Anledningen till att CPA dominerar på oreglerade marknader 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. Delar av den amerikanska marknaden är speciell då det krävs en licens för att få bedriva verksamhet med rev. share avtal.



Källa: bolaget



## Genomgång av olika typer av intäkter

Förutom de olika betalningsmetoder som beskrivs ovan som är generella för affiliate industrin går det att dela in intäkterna för Acroud i fyra separata ben eller två affärsområden:

### Affiliation

#### SEO (Search engine optimisation)

SEO intäkterna är de som affiliate bolag historiskt har varit starka på. Affärsiden för denna typ av intäkt är att genom att optimera hemsidor och innehåll hamna högt upp i sökningar för olika nyckelsökord på Google. Dessa ord och resultat kan variera för olika marknader. Googles algoritmer är komplexa och tar förutom hänseende till volym källa på trafiken. Ett exempel kan vara att ett klick på en länk ifrån en välrenommerad hemsida genererar en högre ranking än ett klick ifrån en mindre hemsida. Denna typ av trafik kallas för organisk trafik. Trafiken ifrån denna typ av tillgångar tar lång tid att bygga upp, vilket resulterar i en lägre tillväxt i antalet NDCs (New deposit customers), vilka genererar högst marginaler. Historiskt har denna typ av sidor varit jämförelse siter för bonusar eller välkomsterbjudanden. Marginalen på denna typ av NDCs är den högsta vilket vi diskuterar mer i vår estimat del av analysen.

#### Paid Media

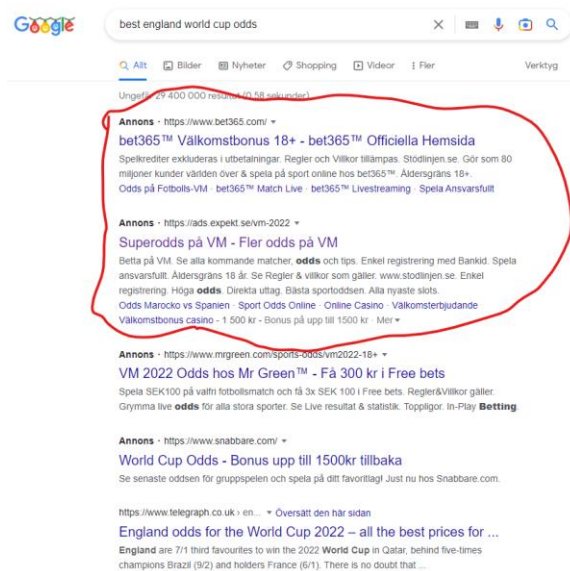
Denna typ av kunder kommer till skillnad från den organiska från köpta annonser i Googles sökresultat. Genom att köpa resultatet av vissa specifika sökord och utforma sidorna så att dessa tydligt svarar på den fråga och det som eftersöks. Nedan följer en sökning från Sverige, en reglerad marknad där bolag kan köpa sökresultat och en från Norge där detta är tillåtet. Genom att genomföra köp av denna typ kan ett bolag snabbt bygga upp antalet NDCs. Detta är dock förenligt med köp av annonsutrymme vilket ökar övriga externa kostnader. De köpta kunder som kommer betalas främst via Rev. Share. Avvägningen för Acroud blir således att balansera mediaköp med återbetalningstid.

#### Organiskt sökresultat på den norska marknaden



Källa: Google

#### Sökning på den Svenska marknaden där Paid Media är tillåtet



Källa: Google

### Social community based:

Denna typ av intäkter kommer ifrån hemsidor fungerar som sociala nätverk. Denna typ av tillgångar är stora inom främst sport. Vi bedömer att tillväxtpotentialerna på dessa är goda, givet att tjänsterna är mycket efterfrågade på mer mogna marknader. Kostnaderna för dessa kunder är något högre än inom SEO, vilket innebär att bruttomarginalen för dessa är något lägre. I vår genomgång av de viktigaste tillgångarna inom Acroud går vi igenom dessa tillgångar i detalj.

### SaaS

#### Nätverksintäkter

Dessa intäkter är ett s.k. affilientätverk eller sub affiliation. Affärsområdet innebär att Acrouds dotterbolag Matchingvision hjälper mindre och större affiliates att ingå i ett nätverk för att sedan sköta slutkontakten med operatörerna. Operatörer gillar denna typ av intäkt då den innebär mindre administration då man endast har en motpart i form av Matchingvision. För affiliates innebär det att bolaget slipper mycket av den administration som är förenligt med affiliation och kan fokusera på sina kärnkompetenser iform av SEO eller contentskapande. Tillväxtpotentialerna och skalbarheten för dessa intäkter är höga men lönsamheten är lägre än inom SEO då Acroud delar intäkterna med andra affiliates.

#### SaaS

Acroud säljer här sin mjukvara Voonix till andra affiliatebolag. Voonix är ett BI-verktyg för att kartlägga och styra verksamhet inom affiliation. I dagsläget är mjukvaran anpassad för igaming industrin men vi bedömer den kan komma och expandera till andra industrier som köper stora mängder av affilientrafik.



Källa: Bolaget

Källa: bolaget

## **Bolag inom Acroud gruppen**

Acroud som namnet antyder är en företagsgrupp. Bolagen i gruppen kompletterar varandra och ger möjlighet till ett heltäckande erbjudande för kunder.

### **Core (Rock Intention)**

I detta bolaget ligger en stor del av äldre tillgångar inom affiliation. Exempel på tillgångar i detta bolag är Casinotop och dess olika nationella varianter. Vi bedömer marginalerna i detta affärsområde vara de högsta men, givet hur denna typ av affiliate tillgångar är uppbyggda är tillväxten betydligt lägre än i övriga bolag.

### **Voonix**

Voonix är ett renodlat mjukvarubolag baserat i Köpenhamn. Bolaget utvecklar en mjukvara som fungerar som ett BI-verktyg inom affiliate branschen. Exempel på funktioner är att snabbt få en överblick på flöden till operatörer ifrån tillgångar och även övervaka betalningar från operatörer. Vi bedömer att denna typ av mjukvara efterfrågas av kunder då administration tar upp en stor del av tid för företag inom affiliation. Bolaget har idag ca 400 betalande kunder och vi bedömer att denna verksamhet kommer kunna växa snabbt framöver. Vi har genomfört en studie bland konkurrenter och kommit fram till att Voonix med sina ca 400 kunder har en stark marknadsposition.

### **Matching Vision**

Matching Visions (MV) är Acrouds bolag inom sub-affiliation. Sub affiliation innebär att MV erbjuder andra mindre affiliates att ingå i ett nätverk MV sedan sköter all kommunikation och kontakt med operatörer. Genom att ingå i MVs nätverk kan en affiliate nå över 100 olika operatörer och arbetet med att driva in ersättningar från operatörer går betydligt smidigare. Operatörer jobbar med nätverk för att minska kontakt och administration kring affiliation samt att genom att köpa trafik från ett nätverk så garanteras regelefterlevnad. I vissa jurisdiktioner kan operatören bli böteskyldig för regelöverträdelser gjorda av affiliate bolag.

### **Media**

Affärsområdet/bolaget fokuserar på annonsintäkter. Dessa intäkter klassas som rev. Share och kommer till stor del ifrån sportspel. Bolaget ger ett kompletterande kundflöde till operatörer.

### **The Gambling Cabin**

Bolaget är ett socialt nätverk inom sportspel på främst den svenska marknaden. Bolaget har Svenska Spel som störa kund. I dagsläget är intäkterna främst ifrån annonsering och dylikt men vi bedömer att det finns en stor potential att öka andel "rena" affiliate intäkter. Tillgångar i bolaget inkluderar några av de ledande poddarna inom poker och trav i Sverige.

## Synergier inom gruppen

Vi bedömer att det finns relativt stora synergieffekter inom gruppen. Dessa består främst i följande:

- **In-house BI verktyg** i form av Voonix. Genom att kontrollera sitt BI-verktyg ser vi dels att Acroud slipper införskaffa ett externt verktyg. Vidare ser vi att verktyget utvecklas betydligt snabbare och bättre när input kan tas ifrån externa kunder.
- **Volym:** Genom att kontrollera flertalet mediakällor och kunna erbjuda större volym bedömer vi att bolaget har en starkare förhandlingsposition relativt många mindre affiliates.
- **Räckvidd:** MV är ett av de ledande affilientätveken på bland annat den latinamerikanska marknaden. vilket gör det attraktivt för operatörer att köpa trafik ifrån nätverket. Vidare utgör nätverksintäkterna ett alternativ för operatörer om de inte vill köpa trafik direkt från Acrouds andra affiliate tillgångar.
- **Riskminimering:** Genom att vara aktivt inom flera olika områden i affiliation minskar Acroud risken att tappa intäkter/ranking vid t.ex. Google uppdateringar och ändring av tex. tillåtna marknadsföringsmetoder.

## Konkurrensanalys

Vi bedömer att de främsta konkurrenterna till Acroud är de svenska bolagen nedan,

- **Raketech:** Raketech är ett svensk affiliatebolag med fokus på spelsektorn. Bolaget omsatte EUR 38,5m under 2021 och vi bedömer att bolaget kommer ha en omsättning om EUR50-55m under 2022. Bolaget hade under Q3 ca 40 000 FTDs. 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 är att Q2 är ett kvartal med lite sport på den amerikanska marknaden, där Raketech har vuxit via förvärv de senaste åren. Raketech har ca 42% av sina intäkter ifrån rev. share. Bolaget konkurrerar med Matching vision då man erbjuder subaffiliation. Bolaget har även nyligen lanserat en konkurrent till Voonix i sin mjukvara Affiliation Cloud. Denna mjukvara har dock mer än bara BI-funktioner.
- **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. Under Q3 hade bolaget ca 154 000 FTDs. Bolaget har ca 52% av intäkterna ifrån 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 renodlat emot sport och USA. Volatiliteten i intäkterna skulle då öka då CPA tenderar att vara mer volatilt än rev. share avtal.
- **Better Collective:** Better Collective är ett danskt affiliatebolag noterat på stockholmsbörsen. Bolaget fokuserar på sport och den amerikanska marknaden som utgör ca 60% av omsättningen. I Q3'22 förmedlade bolaget ca 354 000 FTDs varav 80% med rev. Share avtal. Bolaget skiljer sig något ifrån de övriga affiliatebolagen då man jobbar mycket med media samarbeten för att driva trafik. Exempel på mediasamarbeten är Chicago Tribune och Philadelphia Inquirer.
- **Gaming innovation Group:** Gaming innovation group har två affärsområden, plattformstjänster och Media. Inom Media driver de Affiliatetjänster inom både Paid Media och organisk trafik. Bolaget är starka i Latinamerika och Norden. Ca 61% av intäkterna är genom rev. share. Bolaget har relativt stort fokus på Paid Media, dessa intäkter uppgår till ca 70% av intäkterna. GIG hade i Q3'22 86 500 FTDs.

## Introduktion till igaming-industrin

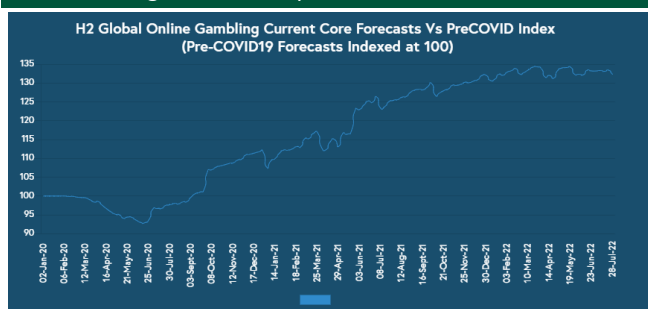
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning. Marknaden uppgår idag till ca USD 100bn enligt H2 Gambling Capital och väntas växa med ca 11% de kommande åren. Vi bedömer den främsta drivkraften i tillväxten vara den konvertering som i dagsläget sker från landbaserat spelande till online, en konvertering som har accelererat sedan Covidpandemin. Ytterligare en aspekt som driver spelandet online är att flertalet stora länder bl.a. USA och delar av Latinamerika, väljer att succesivt legalisera onlinespel. Den främsta drivkraften här enligt oss är att möte ökade budgetunderskott.

### Globala marknaden för igaming online



Källa: H2GC

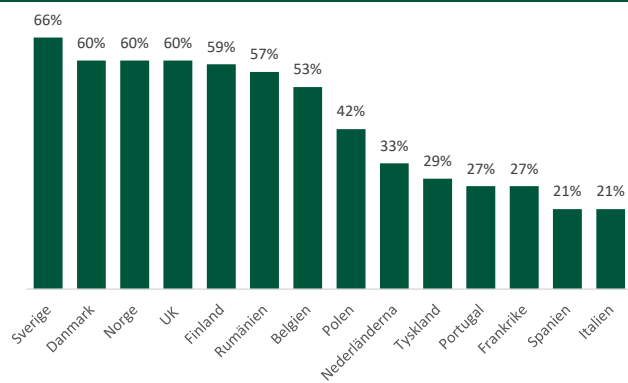
### Revideringar av onlinespel sedan COVID



Källa: H2GC

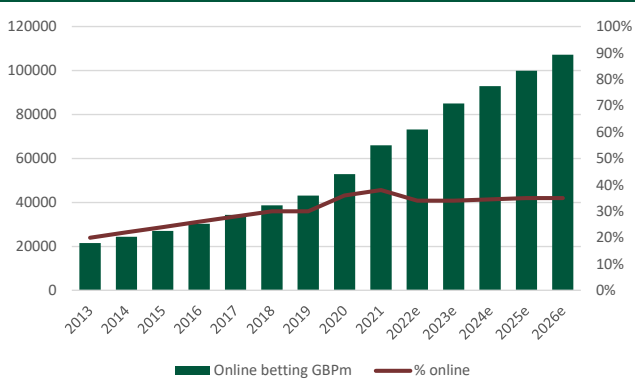
De marknader som anses mest mogna inom Igaming är ett antal länder i Västeuropa. På dessa marknader uppgår onlinespelandet till ca 60%. Vi bedömer således att tillväxten för igaming online kommer drivas globalt av detta skifte de kommande åren. Torts en hög online penetration visar dessa marknader en god tillväxt.

### Onlinespel i Europa



Källa: H2GC

### Onlinespel globalt



Källa: H2GC

Förutom den starka strukturella tillväxten anser vi att affiliate marknadsföring kommer växa då fler länder rör sig emot att begränsa marknadsföring.

Sammanfattningsvis ser vi i-gamingindustrin 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 bedömer dock att denna utveckling kan ha varit en följd av att marknaden då fortfarande var i en stark tillväxtfas och att på mogna marknader kan onlinespelande vara mer korrelerat med konsumentkonsumtion.

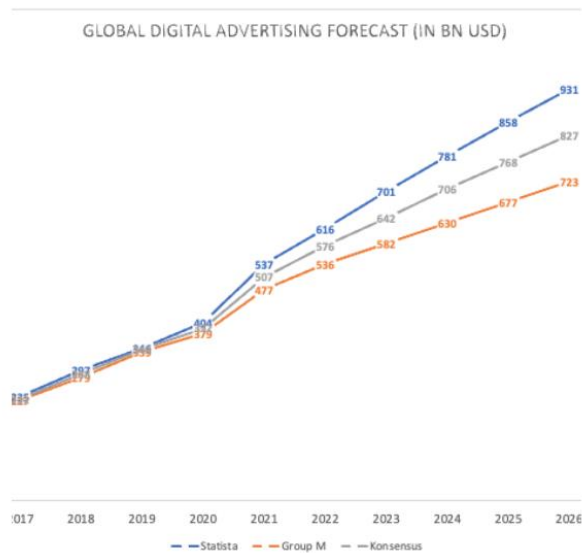
## Affiliatemarknaden

Affiliate marknaden inom i-gaming bedömer vi kunna växa något snabbare än Igaming marknaden. Vi bedömer detta möjligt av två anledningar

- **Viktig kanal på tillväxtmarknader:** Vi bedömer att affiliation kommer vara ett viktigt verktyg för operatörer som vill växa på nya marknader likt Latinamerika
- **Möjlighet till att spåra och kartlägga investeringar:** Vi bedömer att operatörer kommer att prioritera olika former av affiliatemarknadsföring då den ger en god möjlighet att spåra och följa upp kampanjer på ett vis som inte är möjlig med olika former av digital marknadsföring.

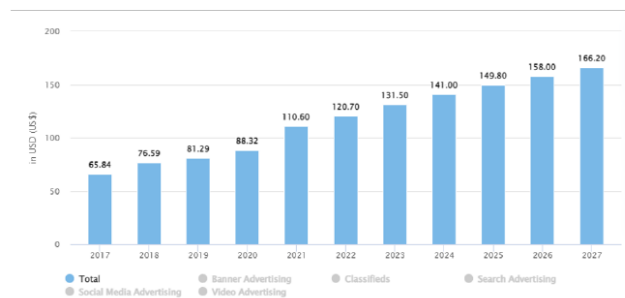
Affiliatemarknadsföring ingår i digital marknadsföring som väntas växa 9-10% kommande år. Affiliation inom samtliga industrier uppgår till ca USD 15-17bn. Affiliation väntas kommande år bli mer automatiserat och 2027 väntas 89% av all digital marknadsföring skötas genom AI. Vi ser således att tekniktunga bolag likt Acroud kommer ha en god möjlighet att växa.

Stark tillväxt i onlinemarknadsföring...



Källa: Statista

...delvis drivet av ökad spend per internet användare



Källa: Statista

## Sammanfattning regulatorisk miljö/drivkrafter

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 ifrån är Malta eller Curaçao. Historiskt sett var Europa dominerat av dotcom-aktörer som genom att ha licens på Malta, ett EU-land, kunde stödja sig på den fria rörligheten av tjänster. 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 från dessa marknader då övergången ifrån landbaserat till online är drivande i tillväxten. Vi bedömer att all asiatisk verksamhet för bolaget sker på dotcom-marknader. 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, betalsystem 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 att redan 2005 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 komma fram till den bästa spelskatten för att maximera kanalisering. 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 betalsystem:** Det främsta incitamentet för operatörer att ansöka om licens är att fler marknadsföringskanaler och flertalet betalsystem öppnas upp. På grå marknader kan det finnas problem med betallösningar, och bolag och kunder är hänvisade till dyra och långsamma lösningar



## Den europeiska marknaden

### **Sverige**

Den svenska marknaden omreglerades den 1 januari 2019. Den nya omregleringen innebär att bonus kraftigt har begränsats och att bolagen betalar 18% skatt på spelöverskott. Det har även diskuterats att införa ytterligare begränsningar för spelmarknadsföring. Skulle detta ske ser vi en tillväxt på den svenska marknaden för affiliatebolag då detta blir en av få kanaler som är öppna för marknadsföring. På en mogen marknad likt den svenska bedömer vi att community drivna affiliates kommer över tid att ta en större del av marknadsvärdet.

### **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 på casinospel och 22% på 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.

### **Italien**

Den italienska marknaden reglerades redan 2010. Skattesatsen uppgår till 25% på casino och bingo och 24% på sport. Vidare befinner sig marknaden just nu i en osäker fas då en ny lag som väntas gälla från 2023 kommer att begränsa antalet licensierade aktörer från 120 till endast 40. Denna lag har dock kritiserats av branschorganisationer. I dagsläget finns det stora begränsningar för hur operatörer kan marknadsföra sig. Vi ser därför det 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 om 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. Begränsningar för marknadsföring finns men dessa är i nivå med de nordiska länderna. 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 om 29%. Möjligheten kring marknadsföring är relativt begränsad vilket kan gynna affiliate bolag.

### **Rumänien**

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

## Kroatien

Kroatien har ett licenssystem där antalet licenser är begränsat 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.

## 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 endast 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 franska delen av landet. Vidare har landet restriktiva regler för marknadsföring, vilket kommer att kunna gynna affiliatebolag.

## Tyskland

Den tyska marknaden har historiskt liknat 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, men då Tyskland är ett EU-land har de internationella aktörerna varit 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 till 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/spinn 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.

## Sammanfattning den europeiska regulatoriska miljön

Ovan har vi sammanfattat några 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 emot ohållbart spelande de olika marknaderna åt. Faktorerna ovan i kombination med vår tes om marknadsstorlek och drivkrafterna på marknaden gör att vi kan dra följande slutsatser kring Acrouds tjänster möjligheter och produkter:

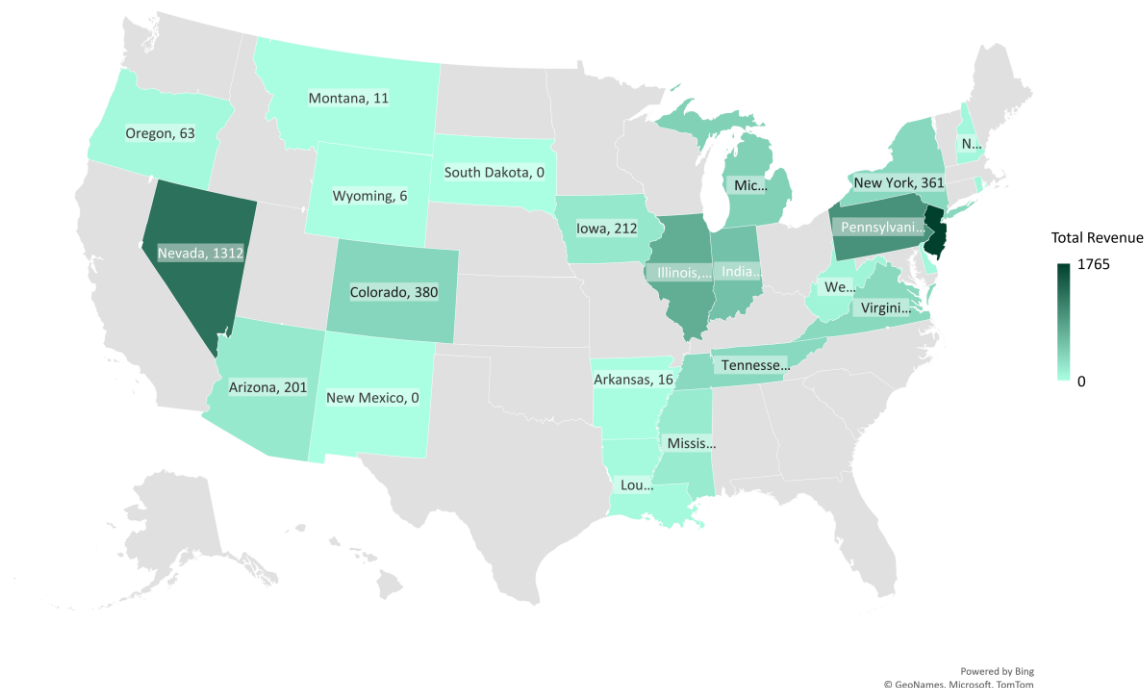
- **Affiliatemarknadsföring har en roll i ekosystemet:** Då vi har sett att flertalet europeiska länder börjat införa begränsningar i marknadsföring av igaming bedömer vi att investeringarna i olika former av onlinemarknadsföring kommer att öka. Här ser vi att Acroud har en fortsatt stark tillväxtpotential.
- **Nya former av affiliation kommer se en hög tillväxt:** På de mer mogna marknaderna ser vi att affiliation i form av communities växer. Vi bedömer att denna typ av marknadsföring kommer växa när marknader mognar.
- **Ökade regelkrav skapar marknad för affilientätverk:** Då den regulatoriska marknaden blir mer komplex bedömer vi att fler mindre affiliates kommer söka sig till nätverk. Vidare bedömer vi att operatörer kommer vilja köpa trafik ifrån nätverk givet att de inte vill få kunder/trafik ifrån dåliga källor. Denna trend torde gynna Acrouds nätverksdel.

## 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. P.ga. stämningsrisker och risk för juridiska konsekvenser har den grå amerikanska spelmarknaden varit förhållandevis liten. Den amerikanska lagstiftningen är dock väsentligt 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)



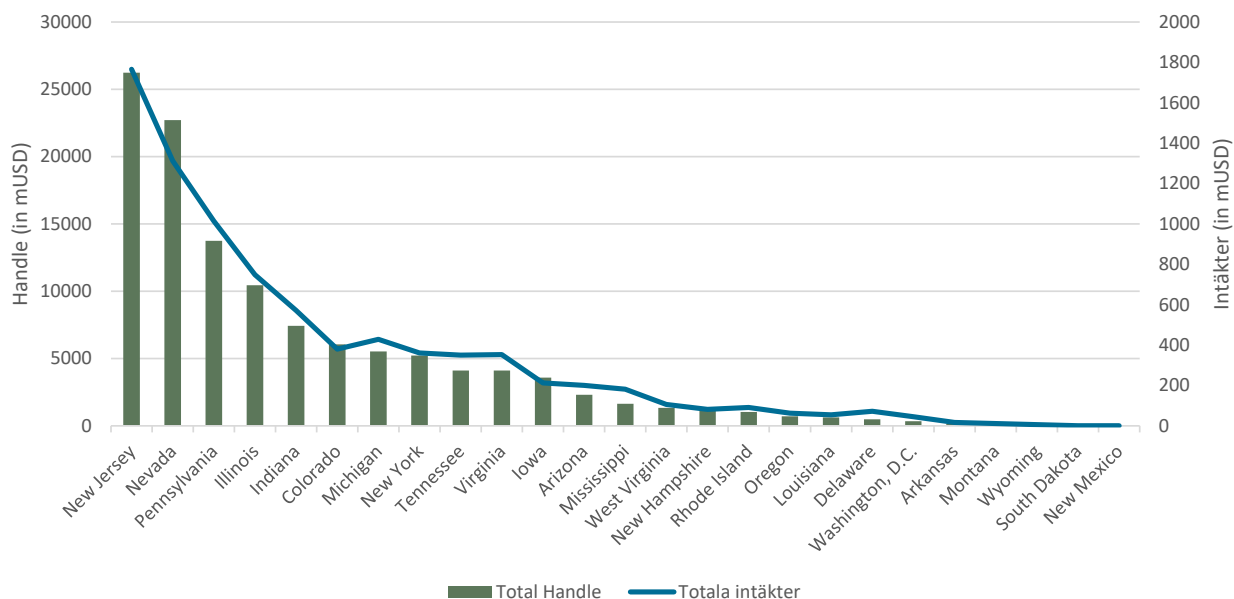
Källa: EGR, Local Gambling Comissions

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

- **Då spellagstiftningen sköts av enskilda delstater kan marknaden mer liknas med en kontinent med olika lokala regler dvs. mycket likt den situation som finns i Europa.** Vi bedömer att en av de främsta drivkrafterna bakom fortsatt tillväxt är när nya delstater öppnar upp vilket vi bedömer kommer att ske succesivt då det finns starka fiskala skäl att legalisera igaming.
- **Stora skillnader på syn på casino och sport:** Endast tre större stater, New Jersey, Pennsylvania och Michigan har legaliserat online casino. 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.
- **Oligopol liknande marknad:** Som genomgången av utvalda amerikanska delstater visar, är marknaden i USA betydligt mindre fragmenterad än den europeiska. Vi tror detta har en regulatorisk orsak och en 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.

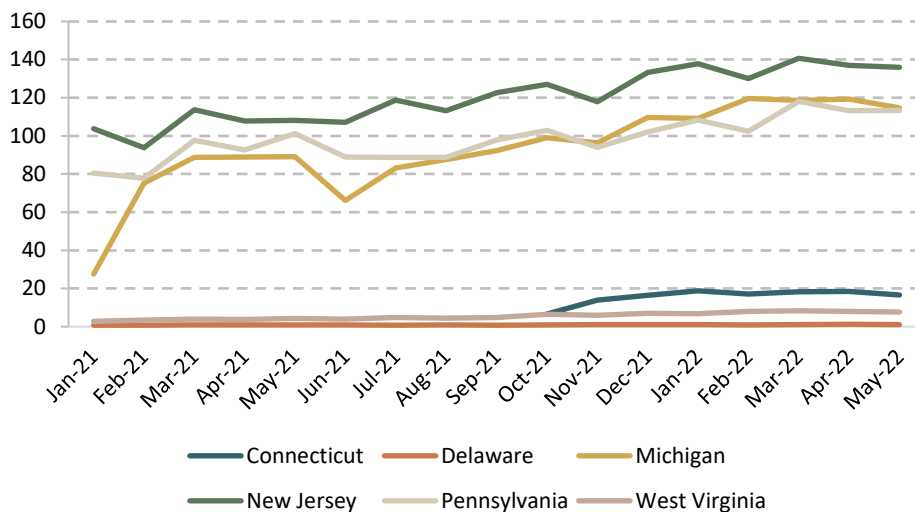
## Handle och omsättning (USDm)

### Total Handle och intäkter sedan legalisering (USDm)



Källa: Gambling Commission

## Omsättning onlinecasino (USDm)



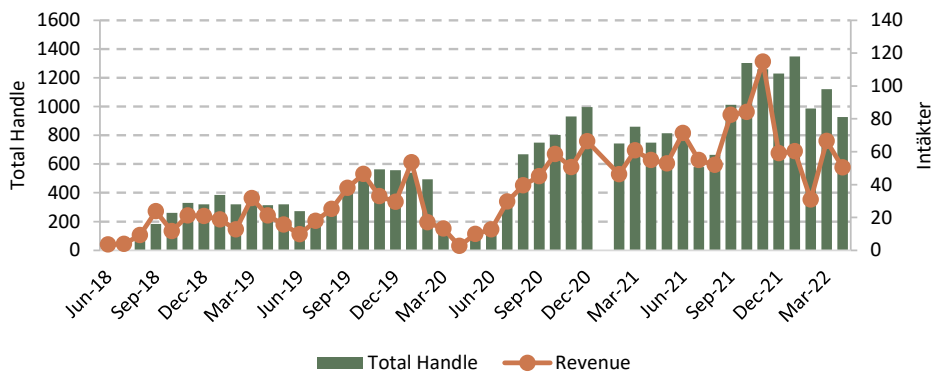
Källa: Gambling Commission

## 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.

#### Sports betting total handle och intäkter (USDm)

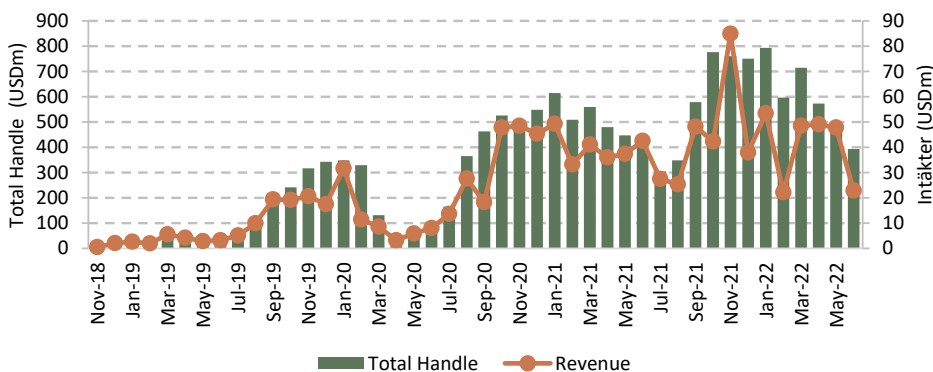


Källa: NJ Gambling Commission

### 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%. Största aktör på marknaden är FanDuel med ca 40% av marknaden. Vi bedömer att marknaden kommer att fortsätta att utvecklas väl de kommande åren.

#### Sports betting total handle och intäkter (USDm)

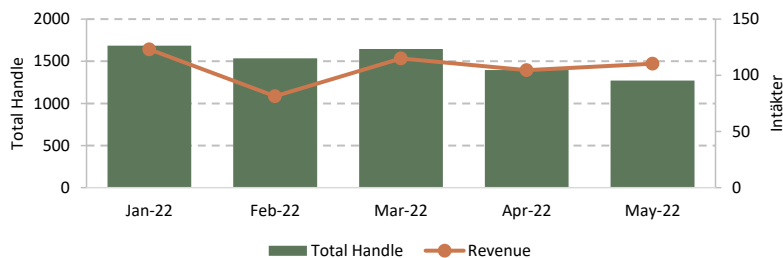


Källa: Pennsylvania Gambling Commission

## New York

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

### Sports betting total handle och intäkter (USDm)

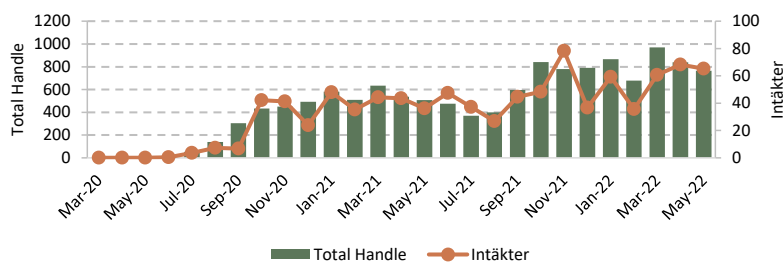


Källa: New York Gambling Commission

## 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.

### Sports betting total handle och intäkter (USDm)

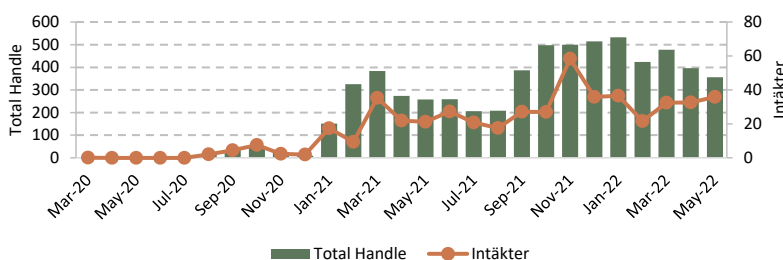


Källa: Illinois Gambling Commission

## Michigan

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

### Sports betting total handle och intäkter (USDm)



Källa: Michigan Gambling Commission



Utöver delstaterna nämnda ovan är sportspel legalt i ett antal mindre delstater. För att göra en uppskattning i hur stor den amerikanska marknaden på sikt kan bli har vi studerat den amerikanska operatören Draftkings logik. Bolaget bedömer att ca 65% av USAs befolkning kommer ha tillgång till sportspel på sikt vs ca 44% i dagsläget. Online casino väntas vara legalt för ca 30% av USAs befolkning vs ca 13% i dagsläget. Räkna vi med att ca 4% av intäkterna tillfaller affiliates blir den marknaden USD 3bn. Räkna vi med att 25% av alla operatörer har en 3e parts plattform med en royalty på 4% blir den adresserbara marknaden för plattformsbolag ca USD 1bn.

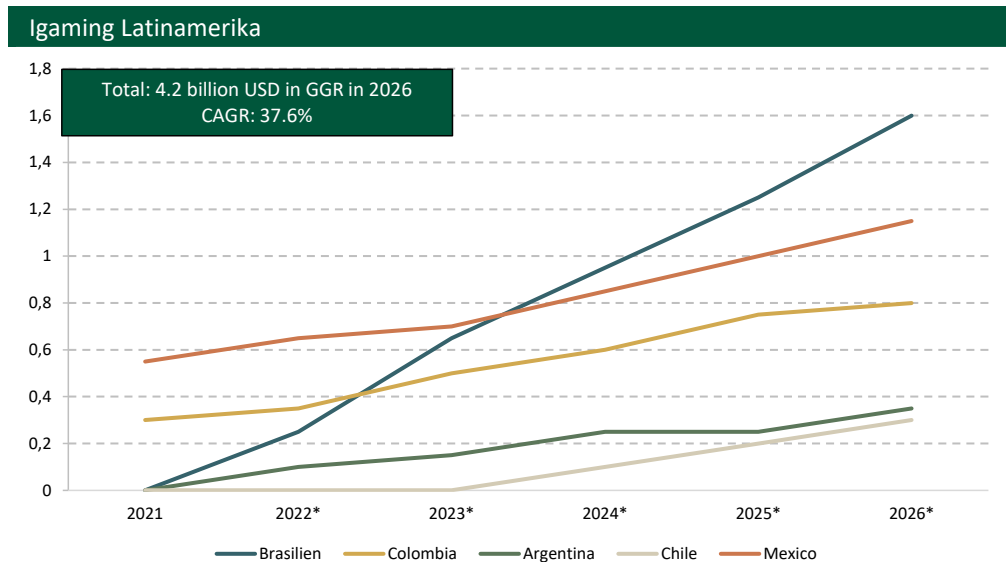
### **Sammanfattning USA marknaden**

Vi bedömer att den amerikanska marknaden kommer vara drivande för den framtida tillväxten i sektorn. Vi ser de framför allt uppöppnandet av nya delstater som den viktigaste drivkraften för framtida tillväxt. 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 vill snabbt bygga marknadsandel. Vi bedömer att Acroud kommer kunna rida på denna våg kommande år.
- **Marknadsföringskanalen fyller en viktig funktion på nya marknader:** Vi bedömer att funktioner likt bonusjämförelser och tips/betalt innehåll tjänster fungerar bra för en publik/marknad som inte har en lika stor mognad som många av de europeiska länderna har. Vi bedömer därför att slutkunder i nyöppnade marknader kommer söka sig till affilietjänster i högre grad än på en mogen marknad.

## Övriga tillväxtmarknader

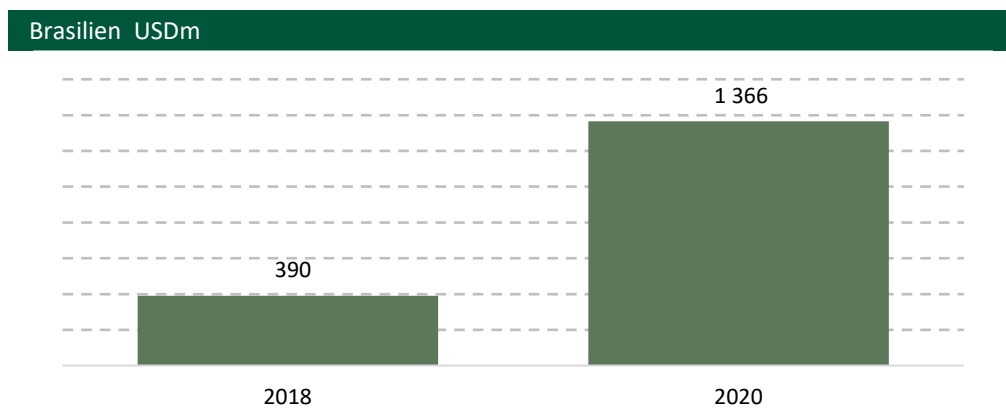
Vi bedömer att Kanada och Latinamerika kommer utgöra nästa våg av marknader att öppna upp i världen. Dessa marknader har i dagsläget en väldigt låg grad av onlinespelande men med växande ekonomier och en vana av att utträta ärenden och dylikt online.



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 gör att det finns ett stort politiskt incitament att legalisera och reglera spelmarknaden. Skattesatsen för onlinespel uppgår till 8%

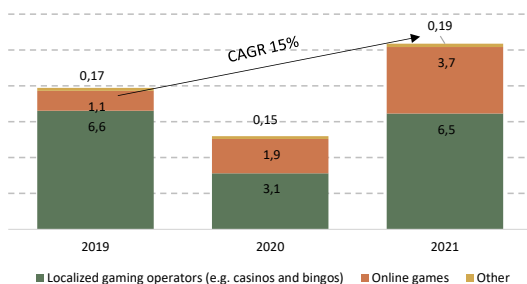


Källa: H2GC

## Colombia

Colombia är ett land med ca 51 miljoner invånare. Lander var det första att legalisera sportsbetting och online casino redan 2017. Skattesatsen är 15%. Marknaden har de senaste åren varit en av de snabbast växande globalt inom igaming och dragit till sig uppmärksamhet ifrån internationella operatörer. Vi bedömer därför att det kommer vara en gynnsam marknad för Acroud.

### Colombianska marknaden (Pesos bn)



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 Ontario 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 Acroud kommande år. Vi bedömer 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.

# Estimat

## Introduktion till estimat resonemang

Vi har valt att modellera våra estimat i tre separata moduler:

- **Igaming affiliation:** Intäkterna från detta affärsområde drivs främst av antalet NDC (new deposit clients). Vi har sedan räknat med en konstant intäkt per NDC kommande år. Vi bedömer att denna siffra kommer vara relativt konstant framöver givet den dynamik vi observerat på marknaden de senaste åren.

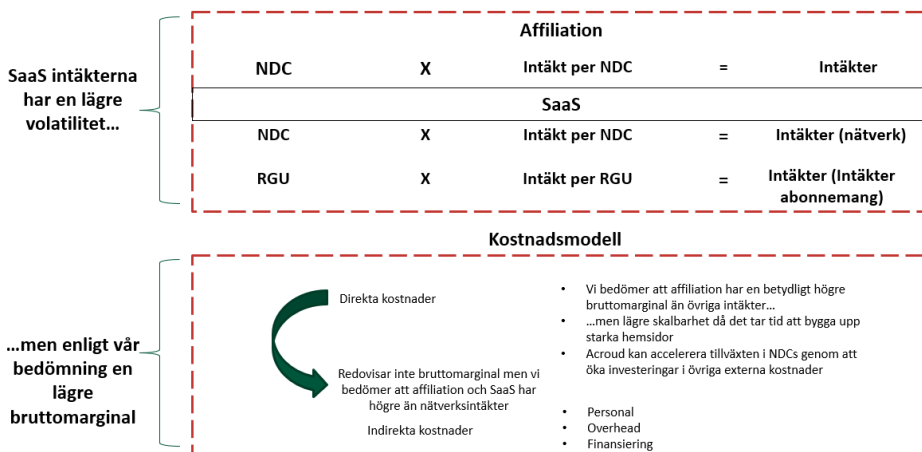
### SaaS-intäkter

- **Nätverksintäkter:** Vi bedömer att bolagets nätverksintäkter kommer drivas av antalet NDCs i segmentet. Likt segmentet ovan tror vi att intäkt/NDCs kommer vara relativt konstant. Vi bedömer att Tillväxten i detta segment kan vara något högre än inom Igaming affiliation. Marginalen är dock något lägre än traditionell affiliation vilket återspeglas i vår estimatutveckling.
- **Abonnemangintäkter:** Abonnemangintäkterna är rena SaaS-intäkter. Vi bedömer att dessa kommer drivas av två 3 faktorer, RGU (revenue generating units), ARPU (intäkter per kund) och churn. Vi bedömer att ARPU kommer vara relativt konstant under prognosperioden. Acroud har i dagsläget sett en låg churn vilket främst kommit ifrån uppköp av kunder.

### Kostnader

Vi har valt att lägga kostnadsestimater för hela bolaget. Anledningen till detta är att vi bedömer att det finns flera gemensamma kostnadscentra och att det i dagsläget inte finns några siffror för de separata affärsområdena. Bolaget ger dock EBITDA resultat från de båda affärsområdena på löpande basis vilket ger en ungefärlig bild av hur lönsamheten ser ut i de båda affärsområdena. Vi bedömer att bolaget som tidigare kommunicerat kommer ha relativt konstanta personalkostnader som stiger betydligt långsammare än omsättning kommande givet de sparprogram som annonserats. Övriga externa kostnader kommer stiga givet att bolaget vill växa inom paid media vilket gör att denna del av kostnadsbasen växer mer med intäkterna än personalkostnader.

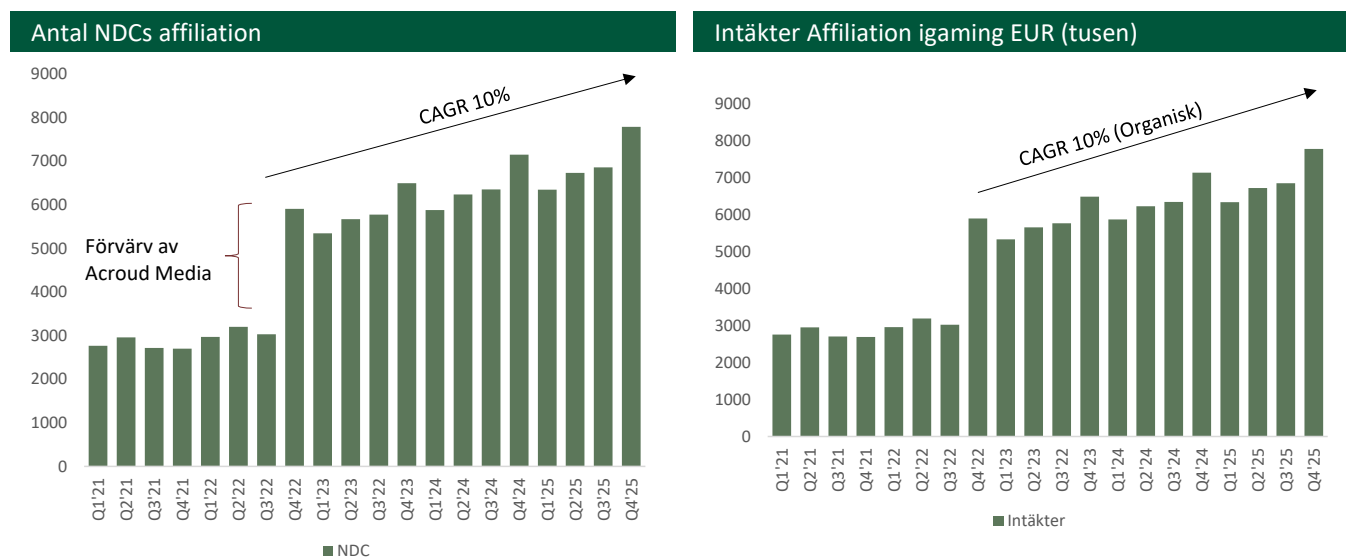
## Dynamik bakom intäkter och kostnader



Källa: EPB

## Igaming affiliation

Den huvudsakliga drivkraften bakom intäkterna i igaming affiliation är antalet NDCs (new depositing clients). Detta är kunder som väljer att gå ifrån affiliationsidan och öppnar ett konto hos den berörda operatören. Vi bedömer att den organiska tillväxten i NDCs kommer vara kring 10% vilket motsvarar marknadstillväxten för online gambling. Vi bedömer att antalet NDCs kan accelerera om Acroud väljer att "köpa" media i sina paid media kanaler. Detta skulle få tillväxten att accelerera men med en något lägre lönsamhet. Vi har i våra estimat räknat med att intäkten per NDC är relativt konstant under prognosperioden. Historiskt har den fluktuerat något har sedan Q3'21 varit i en stigande trend. Vi väljer dock att hålla intäkten Per NDC konstant.



Källa: Bolaget, EPB

Källa: Bolaget, EPB

Sammanfattningsvis bedömer vi att bolaget kommer se en organisk tillväxt om kring 10% kommande år vilket är i linje med vad den globala i-gamingmarknaden växer. Bolaget kan dock välja att accelerera tillväxten genom paid Media köp vilket innebär ett högt inflöde av NDCs men till en lägre lönsamhet.

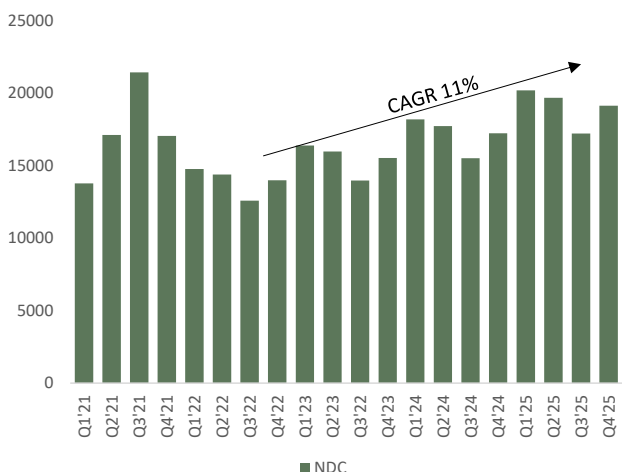
## SaaS intäkter

Acroud har två typer av SaaS-intäkter; nätverksintäkter och SaaS-intäkter.

### Nätverksintäkter

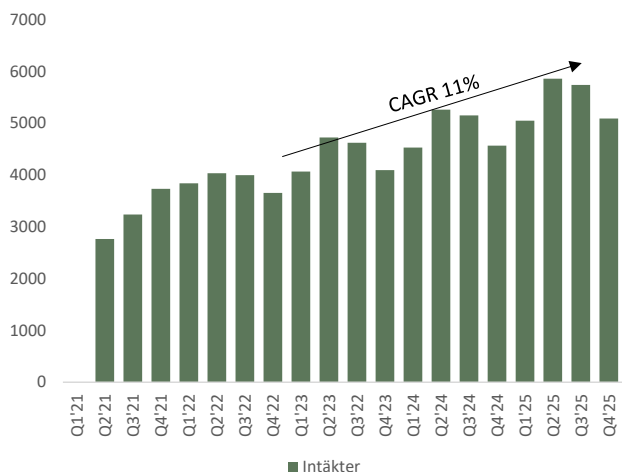
Acrouds nätverksintäkter kommer främst ifrån förvärvet av Matching Vision. Matching Vison är ett affilatenätverk vilket innebär att man aggregerar kunder från ett antal mindre affiliates för att sedan leverera dem till en operatör. Detta innebär att tillväxtpotentialen är högre i detta segment än inom organisk affiliation där tillväxt tar längre tid. Då intäkten delas mellan Matching Vision och det mindre affiliatebolaget är marginalen betydligt lägre. Vi har således räknat med en organisk tillväxt framöver som är något högre än tillväxten i iGaming segmentet.

### Antal NDCs affiliation



Källa: Bolaget, EPB

### Intäkter Nätverk igaming EUR (tusen)

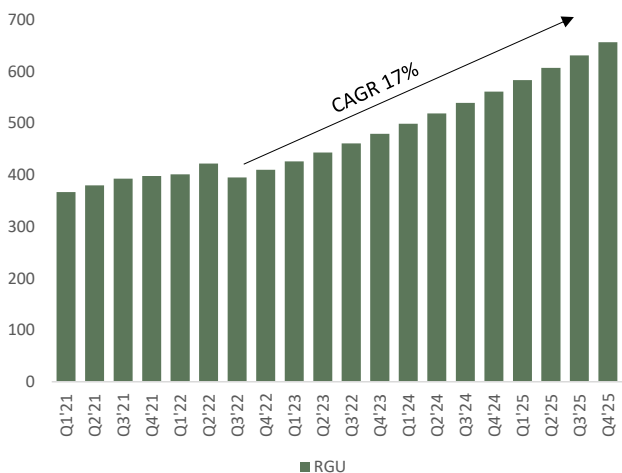


Källa: Bolaget, EPB

### Abonnemangsintäkter

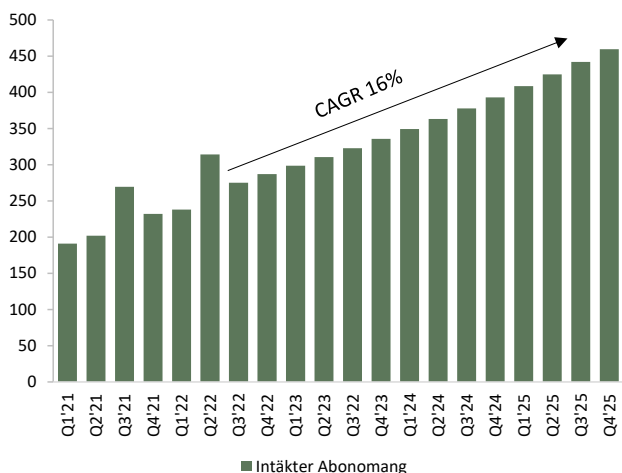
Abonnemangsintäkterna skiljer sig ifrån övriga intäkter då de är återkommande i sin natur och drivs av ett växande antal betalande kunder (RGUs). Vi har därför valt att prognostisera dessa q/q istället för y/y som de övriga segmenten för bolaget. Vi bedömer att detta område är det som kommer se högst tillväxt kommande år och räknar med en CAGR kring 17% i antalet RGUs kommande år. Vi bedömer att intäkt per RGU kommer vara relativt konstant under prognosperioden.

### RGU 1:



Källa: Bolaget, EPB

### Abonnemangsintäkter

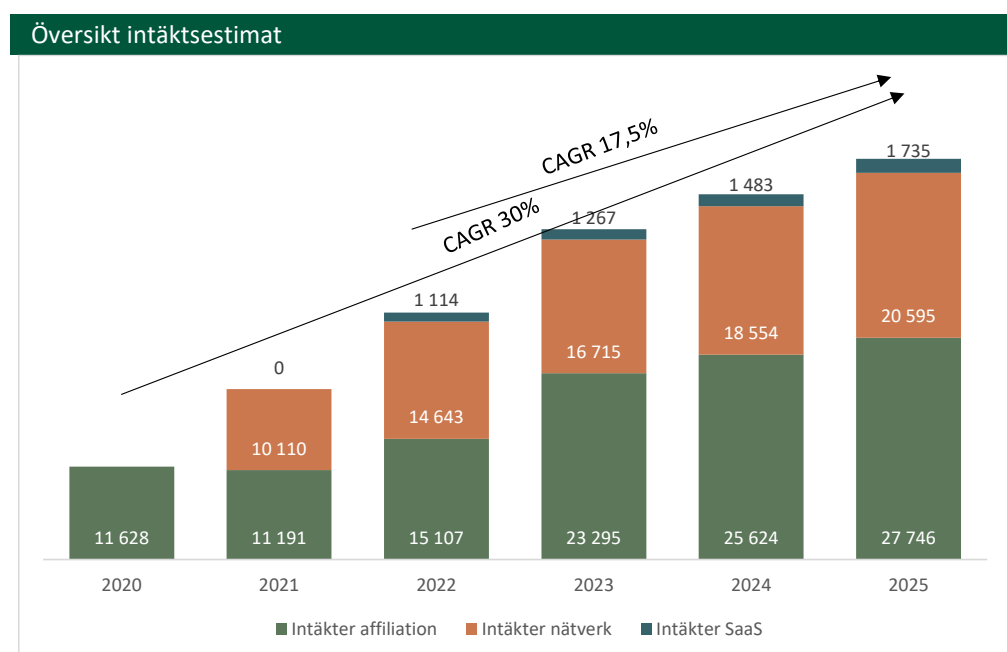


Källa: Bolaget, EPB

## Sammanfattning intäktestimat

Vi bedömer Acroud kommer se en relativt stabil organisk tillväxt strax över 10% de kommande åren. Vi baserar det delvis på den underliggande tillväxten i marknaden men även att bolagets produkter är väl positionerade i ekosystemet. Nätverksintäkterna tillsammans med abonnemangstänkterna kommer att accelerera bolagets tillväxt. Vi bedömer att bolaget kommer att under perioden 2023-2025 att leverera en organisk EBITDA tillväxt strax under bolagets finansiella mål. Vidare bedömer vi att risken i estimatet är något lägre än andra affiliate bolag på börsen av 2 anledningar:

- **Hög andel rev. Share:** Acroud har en högre andel än några andra av affiliatebolagen på stockholmsbörsen. Detta innebär att intäkterna kommer vara mindre volatila än ett bolag som förlitar sig till större grad på CPA intöcker
- **Diversifierad intäktsström:** Historiskt har affiliates varit känsliga för ändringar i ekosystemet när t.ex. Google gör ändringar i sina sökmotorsalgoritmer. Genom att både sälja nätverkslösningar, abonnemangstjänster, fysiska event och Community tjänster blir Acroud mindre känsliga för denna typ av förändringar i ekosystemet. Vidare bedömer vi att marknaden kommer att premiera abonnemangstänkter i värderingen.



Källa: Acroud, EPB

## Kostnadsestimat

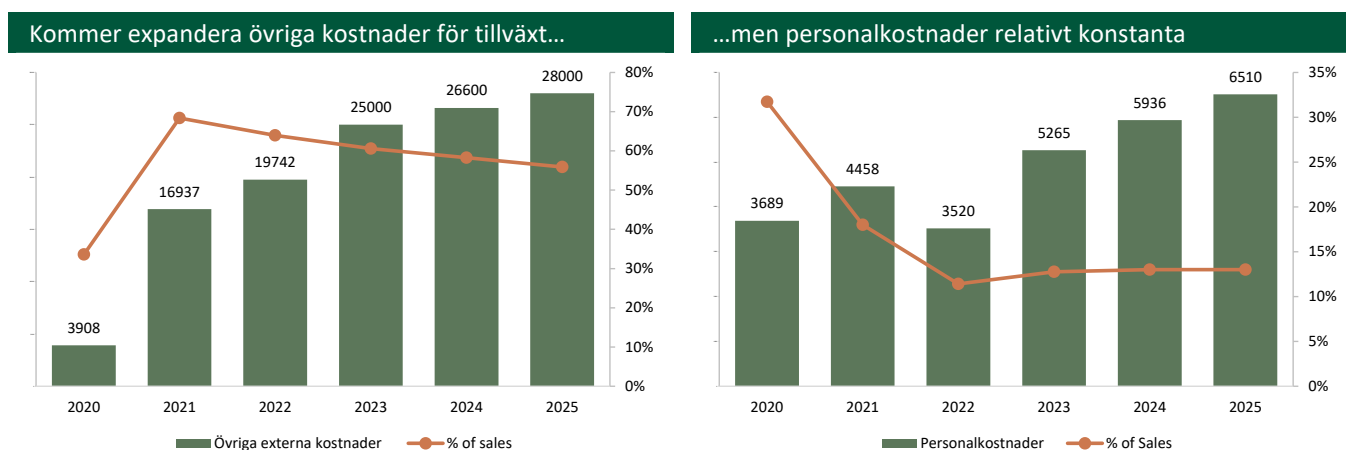
Vi har valt att fokusera våra kostnadsestimat på 3 specifika kategorier, personalkostnader, övriga externa kostnader och finansiella kostnader.

### Övriga externa kostnader

Vi bedömer att övriga externa kostnader kommer fortsätta växa kommande år. I dagsläget är den ca 60% av omsättningen. Vi bedömer att detta kommer att avta kommande år givet att bolaget växer. I de övriga kostnader ingår kostnader för trafik som köps till sidorna, vilket leder till en högre tillväxt för NDCs inom både affiliation och nätverk. Vi bedömer således att Acroud har relativt god kontroll på vilka marginaler man kommer ha framöver.

### Personalkostnader

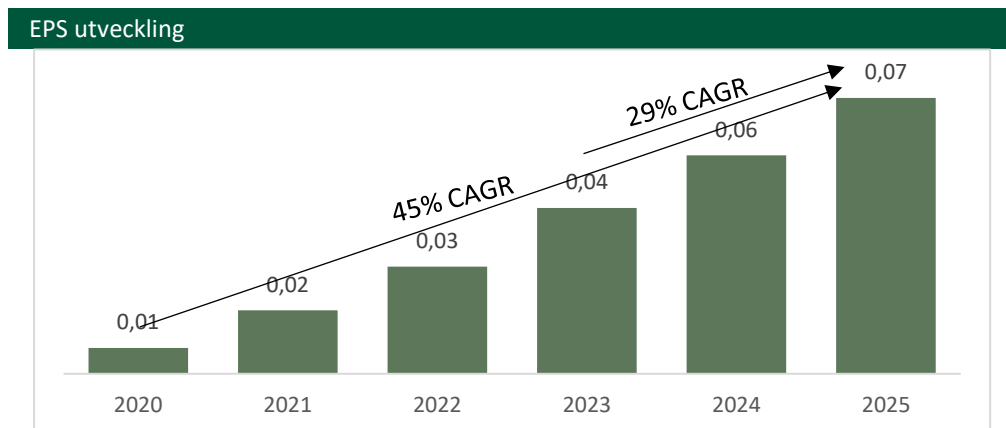
Vi bedömer att bolaget kommer ha relativt konstanta personalkostnader framöver. Vi bedömer dessa som troligt då vi bedömer att en relativt stor del av personalkostnaderna redan finns på plats. Vidare inledde bolaget ett åtgärdsprogram under 2021 för att minska den dåvarande kostnadsbasen.



Källa: EPB, Bolaget

Källa: EPB, Bolaget

Vi bedömer att avskrivningarna kommer att vara tämligen lika under 2023-2025 som de varit de två senaste kvartalen då bolagets aktiveringar är relativt låga. En kostnadspost som är storleksmässig i linje med avskrivningarna är finansieringskostnader. Bolaget har emitterat en obligation till räntan STIBOR+10%. Vi har räknat med en STIBOR om 3% under prognosperioden. Våra kostnadsantaganden leder till följande EPS utveckling under perioden.

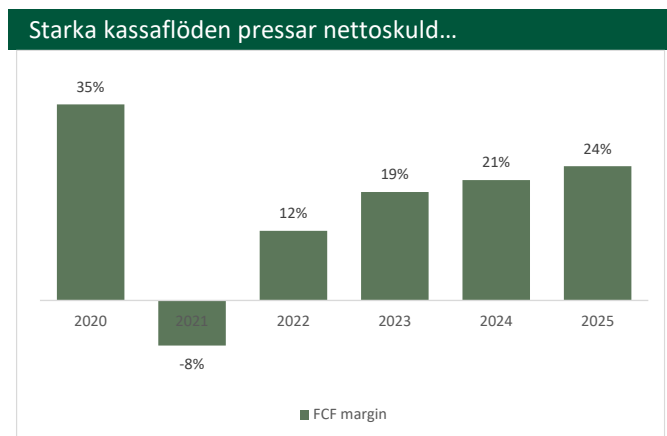


Källa: EPB, Bolaget

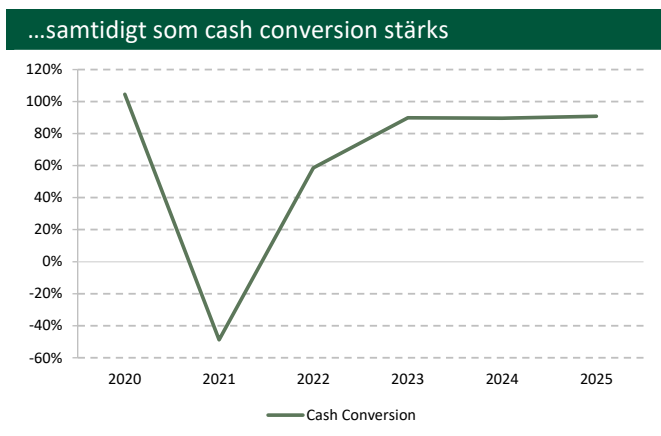


## Kassaflödesprognoser

Affiliatebolag tenderar att ha höga kassaflödet givet de höga marginalerna och relativt låga kapitalbindningen. Vi bedömer att CAPEX kommande år kommer vara relativt konstanta kommande år. Vi ser således att bolaget kommer ha en FCF-marginal som kommer röra sig emot 20% i slutet av vår estimatperiod. Cash conversion kommande år bedömer vi röra sig emot 90% under vår prognosperiod.



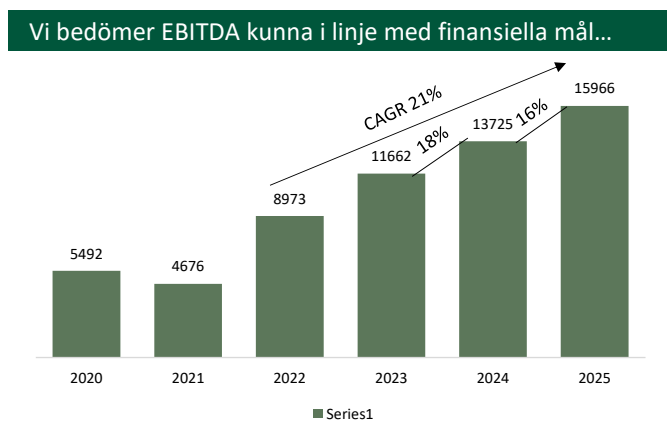
Källa: EPB, bolaget



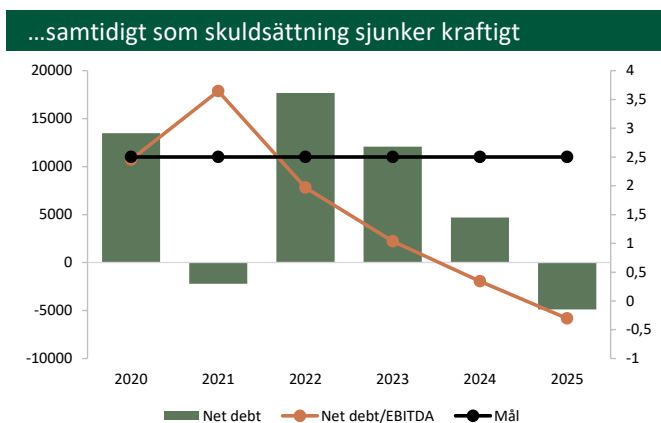
Källa: EPB, bolaget

## Estimat vs finansiella mål

Acroud har två finansiella mål, ett kopplat till lönsamhet och ett kopplat till finansiering. Vi bedömer att lönsamhetsmålet är relativt realistiskt. Våra estimat ligger strax under de finansiella målen. Vi bedömer således att risken i våra estimat vara tämligen låga. Det viktigaste finansiella målet anser vi vara Net Debt/EBITDA. Givet den starka kassaflödesgenereringen i bolaget kommer bolaget nå detta mål i närtid. Vi bedömer såldes att bolaget givet nuvarande utdelningspolicy kommer vara relativt aggressiva i sin förvärvsagenda.



Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB

## Värdering

Vi har valt oss av tre värderingsmetoder för att värdera Acroud:

- **Relativvärdering:** Vi jämför Acroud emot andra bolag med liknande verksamhet noterade på Stockholmsbörsen
- **SOTP-värdering:** Vi bedömer att marknaden i dagsläget har svårt att värdera bolagets abonnemangsinntäkter. Vi bedömer således att denna typ av värdering fångar detta värde bättre än en traditionell relativvärdering.
- **DCF:** Vi bedömer att affiliatebolag passar för en DCF värdering då kassaflödena är relativt säkra över tid. Vidare är kapitalbindningen tämligen låg vilket återspeglar sig i en cash conversion som rör sig emot 90% över vår prognosperiod.

### Relativvärdering

Vi har valt att jämföra acroud med följande tre noterade bolag på stockholmsbörsen

En generellt lågt värderad sektor...														
Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	2 020	2 910	2,02x	2,00x	1,88x	4,9x	4,8x	4,3x	6,7x	6,4x	5,6x	nm	7,8x	6,7x
Better Collective	8 090	9 898	4,32x	2,89x	2,55x	14,7x	8,6x	7,4x	17,6x	10,3x	8,5x	27,3x	11,2x	9,3x
Raketech Group Holding	752	871	1,20x	0,80x	0,60x	4,5x	2,9x	1,9x	6,1x	3,8x	2,4x	44,5x	5,9x	3,7x
Acroud	256	448	1,57x	0,83x	0,60x	7,0x	3,0x	2,0x	11,1x	3,9x	2,5x	15,6x	3,8x	2,9x
<b>Mean</b>			<b>2,46x</b>	<b>1,87x</b>	<b>1,68x</b>	<b>11,1x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,0x</b>	<b>15,4x</b>	<b>9,1x</b>	<b>7,7x</b>	<b>24,3x</b>	<b>9,1x</b>	<b>7,5x</b>
<b>Median</b>			<b>2,02x</b>	<b>2,00x</b>	<b>1,88x</b>	<b>14,1x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,0x</b>	<b>17,6x</b>	<b>9,8x</b>	<b>8,0x</b>	<b>20,2x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,4x</b>
VS Acroud			-22%	-59%	-68%	-51%	-59%	-67%	-37%	-60%	-69%	-23%	-58%	-66%

Margins				EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media				40,8%	41,6%	43,5%	30,3%	31,2%	33,7%	15,4%	23,5%	26,1%
Better Collective				29,4%	33,6%	34,7%	24,6%	28,0%	29,9%	12,7%	20,4%	22,4%
Raketech Group Holding				39,2%	42,2%	43,2%	24,3%	28,7%	30,2%	17,4%	22,5%	22,1%
Acroud				22,5%	28,3%	30,1%	14,1%	21,5%	23,9%	5,5%	14,1%	16,8%
<b>Mean</b>				<b>29,5%</b>	<b>39,1%</b>	<b>40,5%</b>	<b>20,3%</b>	<b>29,3%</b>	<b>31,3%</b>	<b>10,2%</b>	<b>22,1%</b>	<b>23,5%</b>
<b>Median</b>				<b>34,3%</b>	<b>41,6%</b>	<b>43,2%</b>	<b>24,5%</b>	<b>28,7%</b>	<b>30,2%</b>	<b>14,1%</b>	<b>22,5%</b>	<b>22,4%</b>

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Catena Media	8,4%	-6,3%	6,1%	-12,5%	8,0%	10,8%	-22,7%	-21,6%	14,5%	-404,7%	nm	17,8%
Better Collective	67,8%	15,1%	13,2%	19,1%	23,6%	17,2%	17,8%	25,0%	21,2%	66,5%	29,2%	24,2%
Raketech Group Holding	42,3%	12,0%	9,6%	21,7%	22,4%	12,1%	30,4%	35,7%	15,4%	22,6%	44,4%	7,7%
Acroud	35,8%	29,6%	10,3%	21,4%	30,0%	17,7%	20,5%	36,0%	23,3%	114,5%	55,0%	31,9%
<b>Mean</b>	<b>39,5%</b>	<b>7,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,4%</b>	<b>18,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>8,5%</b>	<b>13,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>-105,2%</b>	<b>36,8%</b>	<b>16,5%</b>
<b>Median</b>	<b>42,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>9,6%</b>	<b>19,1%</b>	<b>22,4%</b>	<b>12,1%</b>	<b>17,8%</b>	<b>25,0%</b>	<b>15,4%</b>	<b>22,6%</b>	<b>36,8%</b>	<b>17,8%</b>

Källa: Factset

Givet Acrouds storlek bedömer vi att man gör handla till en liknande multipel som Catena Media och Raketech vilket motsvarar en EV/EBITDA 2023 om 3,5x, vilket get ett värde på 2,2-2,4 Används samma multipel på 2024 får vi ett värde på 2,3-2,6 kr per aktie.

...Acroud värderas i dagsläget betydligt lägre än peers...							...kommande 2 år						
X- EV/EBITDA 2023, Y, EBITDA 2023, EUR tusen							X- EV/EBITDA 2024, Y, EBITDA 2024, EUR tusen						
	2,2	3	3,25	3,5	3,75	4		2,8	3	3,25	3,5	3,75	4
9396		1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	9801		1,3	1,5	1,7	1,9	2,1
10440		1,5	1,7	1,9	2,1	2,3	10890		1,6	1,8	2,0	2,2	2,4
11600		1,8	2,0	2,2	2,4	2,6	12100		1,9	2,1	2,3	2,6	2,8
12760		2,0	2,3	2,5	2,8	3,0	13310		2,1	2,4	2,7	2,9	3,2
14036		2,3	2,6	2,9	3,1	3,4	14641		2,5	2,7	3,0	3,3	3,6

Källa: EPB

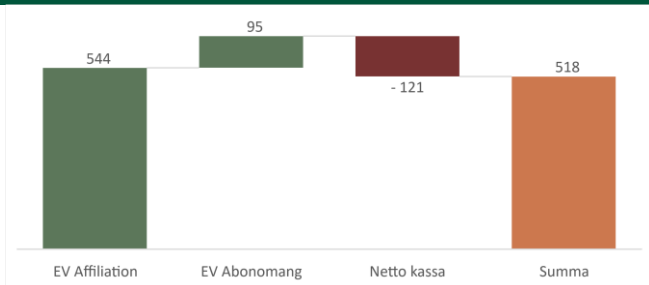
Källa: EPB

## SOTP värdering

Vi bedömer att bolagets abonnemangsinntäkter och Voonix skulle potentiellt kunna vara ett eget bolag, vilket gör att vi anser att en Sum of the Parts värdering är en möjlig värderingsmetod. Vi bedömer att år 2025 kommer Voonix vara moget för att stå på egna ben och har därför valt att ha detta år som utgångspunkt i vår värdering.

- Vi bedömer att bolagets affilieintäkter ska värderas kring 3,5x vilket är i linje med marknaden och vår multipelvärdering som presenteras ovan.
- För att värdera bolagets abonnemangsinntäkter, dvs Voonix har vi valt att applicera en EBITDA marginal om 25% på våra estimat för abonnemangsinntäkter. Vi har sedan applicerat en multipel om 22x vilket är i linje med vad vertikala mjukvarubolag handlas till på börsen i dagsläget. Vi bedömer att kring 2025 kommer Voonix ha breddat sina intäkter till att ha försäljning från flertalet industrier utanför igaming.

### SOTP mdellen indikerar uppsida...



Källa: EPB

### ...trots konservativa värderingsantaganden

X- EV/EBITDA Affiliation, Y, EV/EBITDA abonemangsinntäkter					
	3	3,25	3,5	3,75	4
18	2,15	2,34	2,54	2,74	2,93
20	2,19	2,39	2,58	2,78	2,98
22	2,23	2,43	2,63	2,82	3,02
24	2,28	2,47	2,67	2,87	3,07
26	2,32	2,52	2,72	2,91	3,11

Källa: EPB

Värderingen 2025 ovan diskonterar vi sedan med 15% vilket ger oss ett motiverat värde i spannet 2,6-2,7 kr.

## DCF

Vi bedömer att ten DCF värdering i dagsläget endast kan ge en indikation om den potential som finns i Acroud snarare än agera direkt värderingsunderlag. Vi ser således att en DCF ska ses som en indikation på en potential snarare än som ett värderingsunderlag

### Antaganden och resultat DCF

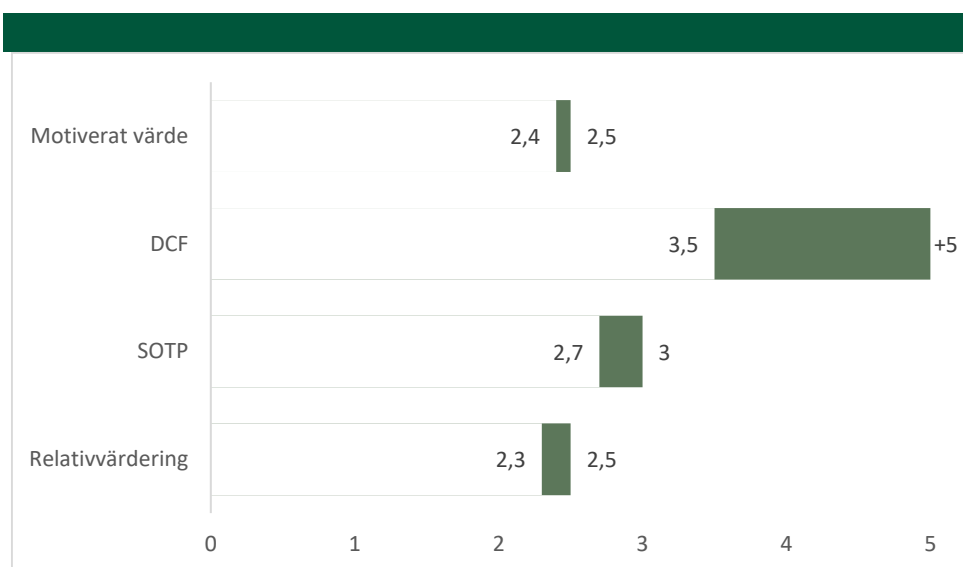
DCF - värdering				DCF - känslighetsanalys																																																																																			
Värdering	WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	Känslighetsanalys																																																																																			
Nuvärdet av fria kassaflöden	74 952	Risfri ränta 2,5%	Långsiktig tillväxt 2,0%	<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">WACC</th> <th colspan="6">Långsiktig tillväxt</th> <th colspan="6">Långsiktig EBIT-marginal</th> </tr> <tr> <th>1,0%</th> <th>1,5%</th> <th>2,0%</th> <th>2,5%</th> <th>3,0%</th> <th>14,0%</th> <th>17,0%</th> <th>19,5%</th> <th>22,0%</th> <th>24,5%</th> <th>27,0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>14,5%</td> <td>7,0</td> <td>7,2</td> <td>7,3</td> <td>7,5</td> <td>7,7</td> <td>14,5%</td> <td>7,0</td> <td>7,0</td> <td>7,0</td> <td>7,0</td> <td>7,0</td> </tr> <tr> <td>15,0%</td> <td>6,5</td> <td>6,6</td> <td>6,7</td> <td>6,8</td> <td>7,0</td> <td>15,0%</td> <td>6,7</td> <td>6,7</td> <td>6,7</td> <td>6,7</td> <td>6,7</td> </tr> <tr> <td>15,5%</td> <td>6,3</td> <td>6,3</td> <td>6,4</td> <td>6,5</td> <td>6,7</td> <td>15,5%</td> <td>6,4</td> <td>6,4</td> <td>6,4</td> <td>6,4</td> <td>6,4</td> </tr> <tr> <td>16,0%</td> <td>6,0</td> <td>6,1</td> <td>6,2</td> <td>6,3</td> <td>6,4</td> <td>16,0%</td> <td>6,2</td> <td>6,2</td> <td>6,2</td> <td>6,2</td> <td>6,2</td> </tr> </tbody> </table>												WACC	Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal						1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	14,0%	17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%	14,5%	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	14,5%	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	15,0%	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0	15,0%	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	15,5%	6,3	6,3	6,4	6,5	6,7	15,5%	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	16,0%	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	16,0%	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
WACC	Långsiktig tillväxt																Långsiktig EBIT-marginal																																																																						
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	14,0%	17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%																																																																												
14,5%	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	14,5%	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0																																																																												
15,0%	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0	15,0%	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7																																																																												
15,5%	6,3	6,3	6,4	6,5	6,7	15,5%	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4																																																																												
16,0%	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	16,0%	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2																																																																												
Nuvärdet av terminalvärde	21 221	Rispremium 6,0%	Långsiktig EBIT-marginal 20,0%																																																																																				
Företagsvärde (EV)	96 172	Extra riskpremium 8,5%	Avskrivningar, % av omsättning 5,0%																																																																																				
Nettoskuld, senast rapporterad	17 666	Beta 1,0	Capex, % av omsättning 10,0%																																																																																				
Minoritetsintressen och övrigt	0	Avkastningskrav, eget kapital 17,0%	Rörets ekapital, % av omsättning 10,0%																																																																																				
Eget kapital	78 506	Räntekostnad (före skatt) 8,0%	Skattesats 10,0%																																																																																				
Detal utgående aktier, full utspädning	129 659	Skattesats 10%	Belåningsgrad 20%																																																																																				
Eget kapital per aktie	0,61	WACC 15,0%																																																																																					

Källa: EPB

## Samanfattning värdering

Vi ser ett motiverat värde om 2,4-2,5 kr på Acroud. Vi bedömer att de främsta drivkrafterna för att nå vårt motiverade värde är en fortsatt god integration av befintliga bolag samt ett starkt momentum i abonnemangsaffären. Vi bedömer att risken i estimat och aktien kommer sjunka framöver givet att bolaget rör sig bort ifrån traditionell SEO baserad affiliation och mot community based affiliation, nätverksintäkter och abonnemangsintäkter. Vi ser följande katalysatorer för kursen i Acroud

- **Uppnår sitt skuldsättningsmål:** Vi bedömer att Acroud måste visa ett antal kvartal med ett starkt kassaflöde för att en uppvärdering ska inledas. Vi bedömer att när bolaget har uppnått nettokassa bör detta återspeglas i värderingen
- **Fortsatt stark abonnemangsintäktsstillväxt:** Vi bedömer att marknaden underskattar de abonnemangsintäkter som Acroud bör kunna växa i. SaaS-bolag har pga. de stabila intäkterna en väsentligt högre värdering än Affiliate bolag.
- **Period av stabilitet:** Acroud har under de senaste kvartalen och åren genomgått en storskalig transformation. Vi bedömer att marknaden är fortsatt osäker på dynamiken i bolaget. Vi bedömer det att ta några kvartal för marknaden att bättre förstå Acroud innan en uppvärdering sket.



Källa: EPB

## Styrelse och ledning

### Styrelse

#### **Henrik Kvick – Styrelseordförande**

Ordförande sedan 2021. Nuvarande VD och styrelseordförande för Trottholmen AB samt styrelseordförande i NetJobs AB. Tidigare befattningar inkluderar post som styrelseledamot i Speqta AB, Tradedoubler AB och Entraction Holding AB. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen men inte i förhållande till större aktieägare.

#### **Kim Mikkelsen – Styrelseledamot**

Styrelseledamot sedan 2020. Nuvarande CIO för Strategic Investments och styrelseledamot i Nord Insurtech Group. Oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen men inte i förhållande till större aktieägare.

#### **Peter Åström – Styrelseledamot**

Styrelseledamot sedan 2019. Nuvarande styrelseledamot i bland annat ENLABS AB, Kama Net AB och Nordic Leisure Incentive AB. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och större aktieägare.

#### **Jonas Strömberg – Styrelseledamot**

Styrelseledamot sedan 2021. Nuvarande förvaltare på ES Aktiehandel AB och styrelseledamot i Carlsson & Norén Asset Management och Dignisia. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och större aktieägare

#### **Maria Andersson Grimaldi – Styrelseledamot**

Styrelseledamot sedan 2021. Nuvarande Styrelseordförande i Fall Damage Studio AB och styrelseledamot i M.O.B.A Network AB, Esportal och Insert Coin AB. Tidigare VD på Bublar Group och Dataspelsbranschen. Oberoende i förhållande till bolaget, bolagsledningen och större aktieägare.

### Ledning

#### **Robert Andersson – VD**

VD sedan 2020. Tidigare VD på Enlabs och Catena Media med många års erfarenhet av utvecklande av tillväxtbolag i iGaming samt medieindustrin.

#### **Roderick Attard – CFO (avgående)**

Först anställd på Acroud 2017. Tidigare revisionsansvarig i det iGamingspecialiserade teamet på KPMG.

#### **Morten Marcussen – Managing Director As a Service Segment**

Nuvarande VD för Voonix med många års erfarenhet från affärsutveckling online och spelindustrin.

#### **Daria Piotrowicz – Head of Communications**

## ESG

Som ett företag verksam i iGaming-industrin med verksamhet huvudsakligen online har Acroud en förhållandevis liten miljöpåverkan men strävar efter att minska denna där det är möjligt. Bolaget arbetar aktivt för att ta sitt ansvar när det kommer till ansvarsfullt spelande och gör detta genom ansvarsfull marknadsföring och anpassning efter lokala marknadens lagar och regleringar.

### Environmental

Att värna om miljö och klimat är något Acroud anser självklart vilket också gäller deras verksamhet. I och med att verksamheten till största del bedrivs online har bolaget ett förhållandevis litet klimatavtryck, men ämnar agera med omtanke och med tydliga mål för hur man som bolag och individ kan bidra till minskad påverkan. Ett "Green Team" finns upprättat i verksamheten bestående av medarbetare som kontinuerligt jobbar med hållbarhet och säkerhetsställer att bolaget har en miljövänlig profil genom exempelvis främjande av initiativ som att minimera plastanvändning och källsortering på kontoret och delta i plantering av träd på Malta.

### Social

På Acroud värderas medarbetarnas välbefinnande och säkerhet högt. Det anses viktigt med en trivsamt arbetsplats och en god balans mellan arbete och fritid. Jämlika villkor för medarbetare och arbetssökande samt nolltolerans mot all form av diskriminering är något Acroud värderar högt. Detta omfattar också lika lön för lika arbete och jämlika arbetsmöjligheter oavsett kön och bakgrund. Acroud strävar efter en jämn könsfördelning och mångkulturalitet i hela organisationen på samtliga nivåer. När det kommer till samarbetspartners ämnar Acroud agera på ett etiskt korrekt sätt och upprätthålla ansvarsfulla relationer för ett aktivt arbete med kundsekretess och informationssäkerhet. Det anses viktigt att kunna tillhandahålla vilken information som samlas in, hur den används, vem som har tillgång till den och hur den säkerhetsställs. Som en affiliataktör inom iGaming inser Acroud vikten av ett ansvarsfullt spelande och följer därför bästa praxis och verkar i enlighet med annonsregler och nationell lagstiftning på alla marknader där produkten saluförs.

### Governance

Acroud arbetar aktivt med en nolltolerans av otillbörliga förmåner, otillbörlig påverkan och andra former av korrupcion. För att kunna bedriva verksamheten på ett långsiktigt hållbart sätt agerar bolaget inom lagens ramar och på ett etiskt och moraliskt försvarbart sätt. Bolagets styrelse och ledning består idag av 20% respektive 33% kvinnor.

## Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	12	25	31	41	46
Övriga rörelseintäkter	2	1	1	1	1
<b>Totala intäkter</b>	13	26	32	42	46
<b>Bruttoresultat</b>	13	26	32	42	46
Totala rörelsekostnader	-8	-21	-23	-30	-33
<b>EBITDA</b>	5	5	9	12	14
<b>EBITDA, justerad</b>	5	5	9	12	14
Totala avskrivningar	-1	-2	-2	-3	-3
<b>EBITA, justerad</b>	5	5	9	12	14
<b>EBIT</b>	4	3	7	9	11
<b>EBIT, justerad</b>	4	3	7	9	11
Finansnetto	-3	-2	-2	-2	-2
<b>Resultat före skatt</b>	2	1	4	6	9
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	2	1	4	6	9
Total skatt	0	0	-1	-1	-1
<b>Nettoresultat</b>	1	1	4	6	8
<b>Nettoresultat, justerad</b>	1	1	4	6	8

Källa: Acroud, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	4	3	7	9	11
Övriga kassaflödesposter	1	1	6	7	7
Förändringar i rörelsekapital	0	0	-3	-1	-1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	6	3	9	15	17
Investeringar	0	0	0	-1	-1
Avyttringar	0	1	1	0	0
Övriga poster	0	-4	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	3	-3	7	13	15
Nyemission / återköp	0	0	12	0	0
Förändringar av lån	0	-2	-12	0	0
Övriga poster	-2	-2	-5	-2	-2
<b>Kassaflöde</b>	1	-6	4	11	12
<b>Nettoskuld</b>	14	17	18	12	5

Källa: Acroud, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Goodwill	43	51	50	48	45
Övriga immateriella tillgångar	7	18	17	20	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>51</b>	<b>69</b>	<b>69</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
Kundfordringar	1	2	3	4	4
Övriga omsättningstillgångar	1	2	4	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	2	1	7	14
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>10</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>19</b>	<b>27</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>95</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	36	42	45	51	59
<b>Summa eget kapital</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>45</b>	<b>51</b>	<b>59</b>
Långfristiga räntebärande skulder	22	0	19	19	19
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>22</b>	<b>11</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	19	0	0	0
Leverantörsskulder	0	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	1	2	2	3	3
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>61</b>	<b>76</b>	<b>81</b>	<b>87</b>	<b>95</b>

Källa: Acroud, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	98%	24%	30%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	92%	30%	18%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	36%	23%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	55%	32%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	47,2%	18,9%	29,1%	28,3%	30,1%
EBITDA-marginal, justerad	47,2%	18,9%	29,1%	28,3%	30,1%
EBIT-marginal	37,3%	11,1%	21,1%	21,5%	23,9%
EBIT-marginal, justerad	37,3%	11,1%	21,1%	21,5%	23,9%
Vinst-marginal, justerad	10,8%	5,7%	12,2%	14,1%	16,8%

Källa: Acroud, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	2%	9%	12%	14%
ROCE, justerad	Neg.	5%	10%	13%	15%
ROIC, justerad	Neg.	5%	11%	14%	17%

Källa: Acroud, EPB



## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	7%	11%	9%	9%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	30%	>100%	31%	25%	23%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1%	4%	12%	11%	13%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,4x	0,5x	0,6x	0,6x

Källa: Acroud, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	14	17	18	12	5
Soliditet	60%	55%	56%	59%	62%
Nettoskulsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,4x	0,2x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,5x	3,7x	2,0x	1,1x	0,4x

Källa: Acroud, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,01	0,01	0,03	0,04	0,06
EPS, justerad	0,01	0,01	0,03	0,04	0,06
FCF per aktie	0,03	-0,02	0,05	0,10	0,11
Eget kapital per aktie	0,32	0,32	0,35	0,40	0,45
Antal aktier vid årets slut, m	114	130	130	130	130
Antal aktier efter utspädning, snitt	114	122	130	130	130

Källa: Acroud, EPB

## Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	27,3x	44,5x	5,9x	3,8x	2,9x
P/EK	0,9x	0,8x	0,5x	0,4x	0,4x
P/FCF	11,3x	Neg.	3,2x	1,7x	1,5x
FCF-yield	9%	Neg.	31%	59%	66%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,6x	2,0x	1,2x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	8,7x	11,0x	4,5x	3,0x	2,0x
EV/EBIT, justerad	11,1x	18,7x	6,2x	3,9x	2,5x
EV	48	51	40	35	28
Aktiekurs	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2

Källa: Acroud, 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](http://www.penser.se)