



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 15 februari 2024

Gaming Innovation Group

Bolaget är redo för split

Stark leverans från båda affärsområdena

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 35,6m, vilket motsvarar en tillväxt om 37% varav 20% var organisk. Detta var ca 2% högre än vad som krävdes för att nå våra helårsestimat. Underliggande EBITDA för kvartalet var EUR 14,2m vilket var EUR 2,3m lägre än vårt estimat för helåret. Förklaringen till avvikelserna ligger i att bolaget gjort investeringar i Platform & Sportsbook. Dessa investeringar är kopplade till att bolaget efter kvartalets utgång har lanserat in en ny produktsvit efter kvartalets utgång. Kvartalet har inletts starkt med en tillväxt om 53% y/y varav 20% organiskt, vilket var marginellt högre än våra tidigare estimat för vad som skulle krävas för att nå helårsestimaten för GIG Media.

Fokus på GIG Media framöver

Då GIGs styrelse har beslutat att bolaget kommer att delas upp i delarna GIG Media och Platform & Sportsbook kommer det sistnämnda segmentet att redovisas som tillgångar för distribution enligt IFRS 5. Våra estimat reflekterar således endast GIG Media framöver. Baserat på den starka avslutningen av året och inledningen av Q1 höjer vi våra antaganden för organisk tillväxt från 15% till 16% och som en följd av detta höjer vi också våra intäktsestimater med 4%. Våra estimat för omsättningen 2024 i GIG Media ligger nu strax under mitten av bolagets guidning för affärsområdet om en omsättning på EUR 125-135m 2024. För 2025 höjer vi våra intäktsestimater med ca 5%, främst drivet av ett starkt kundinflöde.

Delarna fortsatt mer värdefulla än summan

Vi justerar vårt motiverade värde till 48-53 kr (48-50) för GIG. På dessa nivåer värderas GIG Media till 9,5x EV/EBITDA på 2024 års estimat. Detta kan ställas mot Better Collective som i dagsläget värderas till ca 12x med en lägre organisk tillväxt än GIG. I vårt motiverade värde värderar vi Platform & Sportsbook till EV/EBITDA 7x på våra 2024 estimat. Baserat på konsoliderade siffror visade GIG en av de högsta graderna av värdeskapande i förhållande till EV/EBITDA 2024 i industrin.

| Estimatändring | | | | Prognos (m€) | | | | Värde och risk | |
|----------------------------|------|-----------------|-----|---------------------|-------|-------|-------|------------------------------|----------------|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 48,0 - 53,0 kr |
| Totala intäkter | n.m. | n.m. | - | 89 | 128 | 145 | 160 | Aktiekurs | 30,8 kr |
| EBITDA, just. | n.m. | n.m. | - | -1% | 43% | 14% | 10% | Riskenivå | Medel |
| EPS, just. | n.m. | n.m. | - | 40 | 58 | 65 | 74 | Kursutveckling 12 mån | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 29 | 36 | 43 | | |
| Q1 - rapport | | 07 maj 2024 | | EPS, just. | 0,1 | 0,2 | 0,2 | | |
| Q2 - rapport | | 14 augusti 2024 | | EPS-tillväxt, just. | >100% | 40% | 33% | | |
| Bolagsfakta (m€) | | | | EK/aktie | 0,7 | 1,0 | 1,2 | | |
| Antal aktier | | 131m | | EBIT-marginal | 32,3% | 28,6% | 29,7% | | |
| Börsvärde | | 356 | | ROE, just. | 18,1% | 18,4% | 18,7% | | |
| Nettoskuld | | 61 | | ROCE, just. | 15,4% | 16,1% | 16,5% | | |
| EV | | 417 | | EV/Sales | 5,0x | 3,3x | 2,9x | | |
| Free float | | 46% | | EV/EBITDA | 11,2x | 7,2x | 6,4x | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | | 90k | | EV/EBIT | 15,6x | 11,4x | 9,7x | | |
| Bloomberg Ticker | | GIGO SS EQUITY | | P/E, just. | 24,0x | 17,6x | 13,3x | | |
| Analytiker | | | | P/EK | 3,6x | 2,8x | 2,2x | Intressekonflikter | |
| Rikard Engberg | | | | FCF yield | -4% | 11% | 15% | Likviditetsgarant | Yes No |
| rikard.engberg@carnegie.se | | | | Nettoskuld/EBITDA | 2,5x | 1,1x | 0,3x | Certified adviser | Yes No |
| | | | | | | | | Transaktioner 12m | Yes No |

Investment case

Rider på strukturell tillväxtvåg: GIG är aktiva inom en av de snabbast växande formerna av digital underhållning, iGaming. Bolagets fokus är att leverera tekniska lösningar till nyligen reglerade marknader likt Latinamerika och mindre marknader med komplex reglering, främst Östeuropa. GIG är marknadsledande i att serva större operatörer på dessa marknader. Vidare anser vi att bolagets mediadel är väl positionerad för att agera på ett antal av de stora tillväxtmarknaderna globalt.

Har städad bolaget: GIG har historiskt haft problem med lönsamhet, fokus och kassaflöden. Under det senaste året har man visat att man lämnat dessa problem bakom sig och har levererat en branschledande lönsamhet och tillväxt i samtliga affärsområden. Vidare har man genom förvärvet av AskGamblers visat att man har möjlighet att förvärva intressanta tillgångar och genomföra förändringar som visar hög utveckling i tillväxt och lönsamhet. Vi bedömer att bolaget kan få en liknande utveckling med KaFe Rocks-förvärvet.

Uppdelning kommer skapa värde: GIG har annonserat att man ämnar dela upp bolaget i en mediadel och en teknik/plattformsdelen. Vi bedömer att detta kommer att skapa stort aktievärde då båda delar är väl positionerade för en god framtida tillväxt. Vi bedömer att mediadelen på egna ben kan fokusera på värdeskapande förvärv, likt det man gjorde av AskGamblers, då vi ser att det finns många intressanta tillgångar inom media/affiliation på marknaden. Vidare bedömer vi att plattform-/teknikdelen av bolaget med ny ledning kommer att kunna vinna många intressanta affärer på tillväxtmarknader.

Bolagsprofil

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

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

Värdering

Vi anser att GIG gynnas av samtliga makrotrender ovan, eftersom de genom sin flexibla plattform kan erbjuda sina kunder att snabbt nå de marknader som nyligen har omreglerats. Dagens värdering av GIG reflekterar enligt oss endast delar av affärsområdet GIG Media och vi bedömer att en SOTP-värdering bättre belyser de värden som kan uppstå vid en delning av bolaget under H1'24.

För Media-segmentet anser vi att bolaget kommer handlas till en rabatt om ca 25% mot Better Collective som handlas på EV/EBITDA 12,3x på 2024 års estimat. Vi anser rabatten motiverad av att Better Collective har en högre andel intäkter från sport än GIG. Vidare anser vi att marknaden värderar intäkter inom Mediesamarbeten till ett premium mot andra affiliate-intäkter. Denna typ av intäkter växer kraftigt hos GIG, vilket vi bedömer kommer minska rabatten framöver.

Vi anser dock att GIG Media är ett bolag av högre kvalitet än de mindre affiliate-bolagen på börsen som t.ex. Catena Media. Många av de mindre affiliate-bolagen har betydligt svagare balansräkningar än GIG eller har ett betydligt svagare operationellt momentum.

Vi värderar Platform & Sportsbook till EV/EBITDA 7x på 2024 års estimat. Denna multipel är i linje med snittet för vad andra leverantörer, ex. Evolution, handlar till i vårt peer set.

Vi ser således ett motiverat värde om 48-53 kr (48-50) på GIG.

Kvartalet i korthet

GIG Media

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 26,5m, vilket motsvarar en tillväxt om 49% y/y varav 24% var organisk. Antalet FTDs (First Time Depositors) uppgick till 138 000, vilket motsvarar en tillväxt om 19% y/y och 21% q/q. Under Q4'22 växte antalet FTDs kraftigt p.g.a. fotbolls-VM, vilket förklarar att tillväxttakten var lägre y/y än q/q. Intäkter via intäktsdelning uppgick till 60%, vilket stödjer framtida tillväxt. De snabbast växande marknaderna var Nordamerika och Europa exklusive Norden som båda växte 64%. Latinamerika krymper något y/y som en följd av starka siffror under fotbolls-VM 2022.

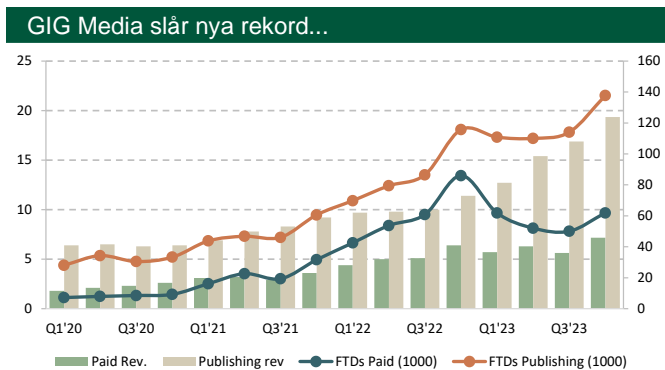
Integrationen av AskGamblers fortsätter att vara framgångsrik och bolaget har nu växt med 93% sedan övertagandet. Antalet FTDs har under denna period ökat med 62%. AskGamblers kommer att under H1 och inför fotbolls-EM lansera sportsbetting vilket på sikt kan dubbla den adresserbara marknaden för affärsområdet.

EBITDA uppgick i kvartalet till EUR 11,5m, vilket motsvarar en marginal om 44%. Justerat för EO-poster kopplade till uppdelning av bolaget uppgick marginalen till 47%.

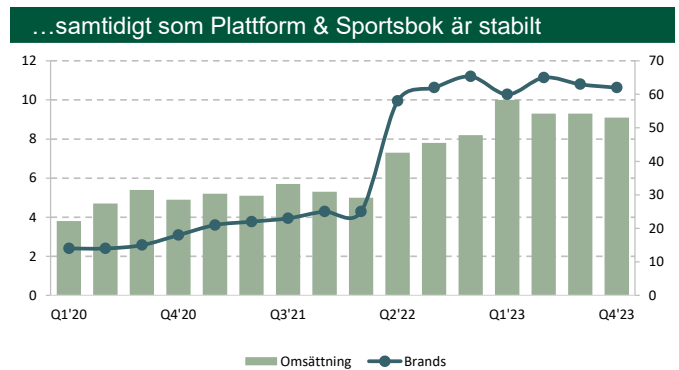
Plattform & Sportsbook

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 9,1m, vilket motsvarar en tillväxt om 11%. Bolaget har nu 62 kunder (brands) och ytterligare 19 i sin orderbok (pipeline). Av bolagen i orderboken kommer över 70% av de nya kunderna både köpa plattformslösningar och sportbok. Av nuvarande kunder använder sig 31% av båda dessa. Under och efter kvartalets utgång har kunder motsvarande 15% av intäkterna förlängt och förnyat sina avtal med GIG. Efter kvartalets utgång har bolaget lanserat sin nya produktvit.

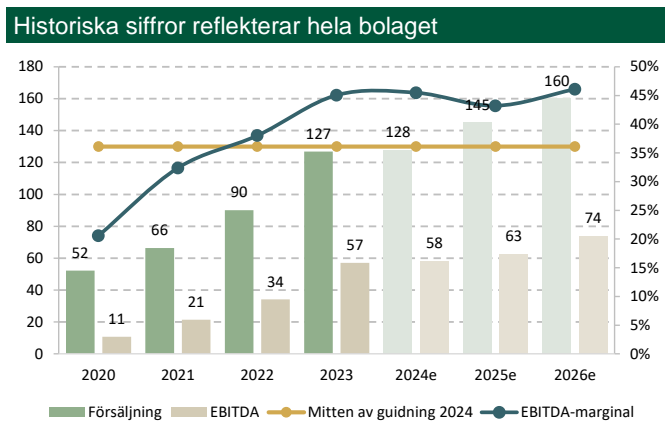
Underliggande EBITDA uppgick till EUR 1,7m, vilket motsvarar en marginal om 19%. Vi bedömer att marginalen har kortsiktigt pressats av utvecklingen av den nya produktviten som lanserades efter kvartalets utgång. På helåret uppgick EBITDA till EUR 10,9m, vilket motsvarar en marginal om 28%. Vi bedömer att det fristående bolaget kommer att ha en EBITDA-marginal i spannet 25-30%.



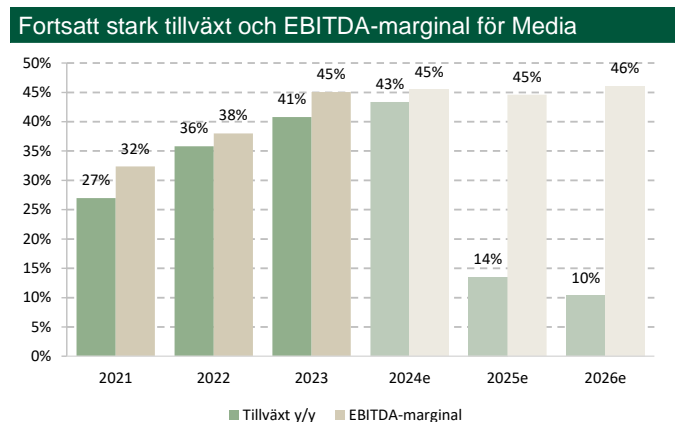
Källa: GIG



Källa: GIG



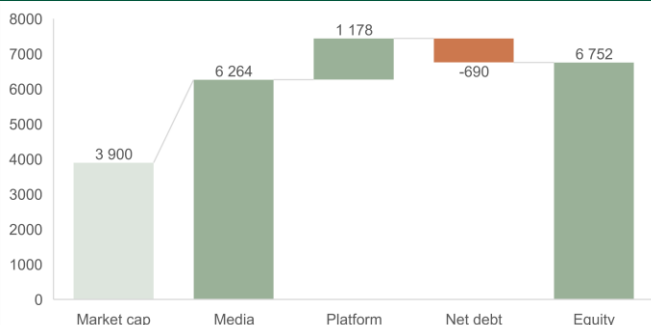
Källa: Penser Access By Carnegie, GIG



Källa: Penser Access By Carnegie, GIG

Värdering

SOTP värdering mkr, kr



Känslighetstabell EV (EUR m)

| | EV GIG Media (X-EBITDA marginal, Y EV/EBITDA 2024) | | | | | |
|-------|--|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 41% | 43% | 45% | 47% | 49% | 51% |
| 8,5x | 494 | 494 | 494 | 494 | 494 | 494 |
| 9,0x | 523 | 523 | 523 | 523 | 523 | 523 |
| 9,5x | 552 | 552 | 552 | 552 | 552 | 552 |
| 10,0x | 581 | 581 | 581 | 581 | 581 | 581 |

| | EV Platform & Sportsbook (X EBITDA-Marg., Y EV/EBITDA 2024) | | | | | |
|------|---|-----|-----|-----|-----|-----|
| | 22% | 24% | 26% | 28% | 30% | 32% |
| 6,5x | 66 | 72 | 78 | 84 | 90 | 96 |
| 7,0x | 71 | 77 | 84 | 90 | 97 | 103 |
| 7,5x | 76 | 83 | 90 | 97 | 104 | 111 |
| 8,0x | 81 | 89 | 96 | 103 | 111 | 118 |

Källa: Penser Access By Carnegie

Källa: Penser Access By Carnegie

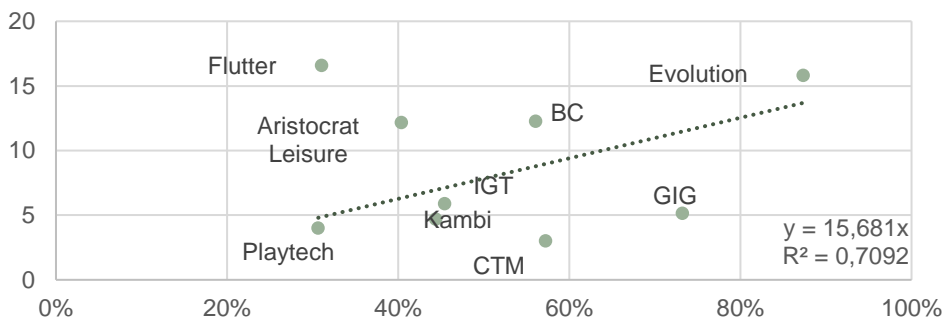
Referensgrupp

| Valuation | MCAP (USD) | EV (USD) | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | | EV / EBIT | | | Price / Earnings | | | |
|-----------|-------------------------|----------|------------|--------|--------|-------------|-------|-------|-----------|--------|-------|------------------|---------|-------|-------|
| | | | LTM | 2024 | 2025 | LTM | 2024 | 2025 | LTM | 2024 | 2025 | LTM | 2024 | 2025 | |
| GIGSEK-SE | Gaming Innovation Group | 386 | 453 | 3,19x | 2,43x | 2,14x | 8,7x | 5,1x | 4,3x | 18,4x | 8,3x | 6,4x | 18,2x | 9,2x | 6,3x |
| CTM-SE | Catena Media | 63 | 120 | 1,41x | 1,10x | 1,00x | 4,6x | 3,0x | 2,6x | 8,7x | 4,4x | 3,5x | (1,6x) | 3,9x | 2,9x |
| BETCO-SE | Better Collective | 1 679 | 1 864 | 5,33x | 4,28x | 3,64x | 15,0x | 12,3x | 10,4x | 18,8x | 15,6x | 13,2x | 29,1x | 22,7x | 17,1x |
| ALL-AU | Aristocrat Leisure | 18 132 | 17 769 | 4,37x | 4,09x | 3,87x | 13,2x | 12,2x | 11,2x | 16,1x | 14,9x | 13,9x | 19,7x | 20,5x | 19,0x |
| FLTR-GB | Flutter Entertainment | 36 537 | 41 432 | 3,45x | 3,10x | 2,80x | 29,8x | 16,6x | 13,1x | 259,0x | 22,6x | 17,0x | -- | 32,8x | 24,1x |
| EVO-SE | Evolution | 26 432 | 25 083 | 12,88x | 11,13x | 9,61x | 18,3x | 15,8x | 13,5x | 20,3x | 17,5x | 14,9x | 22,5x | 21,4x | 18,5x |
| KAMBI-SE | Kambi Group | 399 | 336 | 1,67x | 1,58x | 1,49x | 4,6x | 4,7x | 4,1x | 9,6x | 10,4x | 8,4x | 15,2x | 14,9x | 12,8x |
| PTEC-GB | Playtech | 1 797 | 1 972 | 1,08x | 1,03x | 0,98x | 4,4x | 4,0x | 3,8x | 8,0x | 5,9x | 5,6x | (46,4x) | 8,8x | 8,2x |
| IGT-US | International Game Tech | 5 203 | 11 013 | 2,58x | 2,49x | 2,44x | 6,6x | 5,9x | 5,6x | 11,1x | 10,2x | 9,6x | 53,7x | 11,5x | 10,1x |
| | | | | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| Mean | | | | 4,00x | 3,47x | 3,11x | 11,7x | 8,9x | 7,6x | 41,1x | 12,2x | 10,3x | 13,8x | 16,2x | 13,2x |
| Median | | | | 3,19x | 2,49x | 2,44x | 8,7x | 5,9x | 5,6x | 16,1x | 10,4x | 9,6x | 19,0x | 14,9x | 12,8x |

Källa: Factset

GIG (konsoliderat) sticker ut i med högt värdeskapande (Tillväxt + EBITDA-marginal)

X-värdeskapande, Y EV/EBITDA 2024



Källa: Penser Access By Carnegie, Factset

Resultaträkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| Nettoomsättning | 52 | 66 | 90 | 89 | 128 | 145 | 160 |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | -1 | 0 | -2 | -2 | -2 |
| Bruttoresultat | 52 | 66 | 89 | 89 | 126 | 143 | 158 |
| Försäljningskostnader | -7 | -11 | -19 | -27 | -28 | -30 | -32 |
| Övriga rörelsekostnader | -34 | -32 | -36 | -22 | -40 | -48 | -52 |
| EBITDA | 11 | 23 | 33 | 40 | 58 | 65 | 74 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 | - |
| EBITDA, justerad | 11 | 23 | 34 | 40 | 58 | 65 | 74 |
| Avskrivningar | -12 | -9 | -16 | -6 | -17 | -17 | -17 |
| EBITA, justerad | -1 | 14 | 18 | 34 | 41 | 48 | 57 |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | -7 | -4 | -4 | -5 | -5 | -5 | -5 |
| EBIT | -9 | 10 | 12 | 29 | 36 | 43 | 52 |
| EBIT, justerad | -9 | 10 | 13 | 29 | 36 | 43 | 52 |
| Finansnetto | -9 | -8 | -8 | -11 | -13 | -12 | -12 |
| Resultat före skatt | -18 | 2 | 4 | 18 | 24 | 31 | 40 |
| Resultat före skatt, justerad | -18 | 2 | 6 | 18 | 24 | 31 | 40 |
| Total skatt | 0 | 1 | -1 | -3 | -3 | -4 | -5 |
| Nettoresultat | -18 | 2 | 3 | 14 | 20 | 27 | 35 |
| Nettoresultat, justerad | -18 | 2 | 5 | 14 | 20 | 27 | 35 |
| Intäktstillväxt | - | 27% | 36% | -1% | 43% | 14% | 10% |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | 99,0% | N.m. | 98,6% | 98,6% | 98,6% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | 14,9% | 14,9% | 32,3% | 28,6% | 29,7% | 32,6% |
| EPS, justerad | -0,20 | 0,09 | 0,04 | 0,11 | 0,15 | 0,20 | 0,27 |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | -57% | >100% | 40% | 33% | 30% |

Källa: Penser Access By Carnegie, GIG, Resultaträkning 2023
reflekterar senast rapporterade siffror enligt IFRS 5

Kassaflödesanalys

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| EBIT | -9 | 10 | 12 | 29 | 36 | 43 | 52 |
| Övriga kassaflödesposter | 33 | 5 | 15 | 13 | 11 | 19 | 18 |
| Förändringar i rörelsekapital | - | -2 | 5 | - | - | - | - |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 25 | 13 | 32 | 41 | 48 | 62 | 70 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | -3 | -1 | 0 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -22 | -9 | -16 | -20 | -10 | -10 | -10 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 0 | - | -32 | -32 | - | - | - |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -25 | -9 | -48 | -55 | -10 | -10 | -10 |
| Fritt kassaflöde | 0 | 4 | -16 | -14 | 38 | 52 | 60 |
| Nyemission / återköp | - | - | 25 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | -4 | -6 | -2 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga poster | - | - | - | -9 | - | - | - |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | -4 | -6 | 23 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | -4 | -3 | 7 | 8 | 38 | 52 | 60 |
| Nettoskuld | 52 | 47 | 80 | 101 | 67 | 17 | -40 |

Källa: Penser Access By Carnegie

Balansräkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | |
| Goodwill | 16 | 16 | 75 | 26 | 21 | 17 | 12 |
| Övriga immateriella tillgångar | 33 | 32 | 61 | 78 | 71 | 64 | 58 |
| Materiella anläggningstillgångar | 17 | 13 | 10 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| Finansiella anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 130 | 130 | 130 | 130 |
| Summa anläggningstillgångar | 66 | 62 | 147 | 239 | 228 | 216 | 204 |
| Kundfordringar | 16 | 18 | 23 | 26 | 36 | 41 | 45 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 12 | 9 | 15 | 15 | 50 | 100 | 157 |
| Summa omsättningstillgångar | 27 | 26 | 38 | 41 | 86 | 140 | 202 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 93 | 88 | 185 | 280 | 314 | 356 | 406 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | |
| Eget kapital | 4 | 12 | 65 | 95 | 125 | 162 | 207 |
| Summa eget kapital | 4 | 12 | 65 | 95 | 125 | 162 | 207 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 36 | 39 | 48 | 75 | 75 | 75 | 75 |
| Långfristiga leasingsskulder | 21 | 9 | 31 | 38 | 38 | 38 | 38 |
| Övriga långfristiga skulder | 2 | 0 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Summa långfristiga skulder | 59 | 48 | 82 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 3 | 4 | 13 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Leverantörsskulder | 25 | 20 | 23 | 34 | 38 | 44 | 49 |
| Kortfristiga leasingsskulder | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Övriga kortfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| Summa kortfristiga skulder | 31 | 27 | 38 | 68 | 71 | 78 | 83 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 93 | 88 | 185 | 280 | 314 | 356 | 406 |

Källa: Penser Access By Carnegie

Tillväxt och marginaler

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt | - | 27% | 36% | -1% | 43% | 14% | 10% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | >100% | 46% | 17% | 45% | 11% | 14% |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | N.m. | 36% | >100% | 27% | 18% | 21% |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | -57% | >100% | 40% | 33% | 30% |
| Bruttomarginal | 99,4% | 99,6% | 99,0% | 100,0% | 98,6% | 98,6% | 98,6% |
| EBITDA-marginal | 20,6% | 35,2% | 36,2% | 45,1% | 45,5% | 44,6% | 46,1% |
| EBITDA-marginal, justerad | 20,6% | 35,3% | 38,0% | 45,1% | 45,5% | 44,6% | 46,1% |
| EBIT-marginal | Neg. | 14,7% | 13,1% | 32,3% | 28,6% | 29,7% | 32,6% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | 14,9% | 14,9% | 32,3% | 28,6% | 29,7% | 32,6% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | 3,3% | 5,5% | 16,3% | 15,9% | 18,5% | 21,9% |

Källa: Penser Access By Carnegie

Avkastning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 28% | 13% | 18% | 18% | 19% | 19% |
| ROCE, justerad | Neg. | 15% | 12% | 15% | 16% | 17% | 17% |
| ROIC, justerad | Neg. | 17% | 13% | 17% | 19% | 23% | 30% |

Källa: Penser Access By Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Kundfordringar / totala intäkter | 30% | 26% | 26% | 29% | 28% | 28% | 28% |
| Leverantörsskulder / KSV | >100% | >100% | >100% | - | >100% | >100% | >100% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 74% | 64% | 67% | >100% | >100% | 97% | 96% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -18% | -4% | 1% | -43% | -25% | -23% | -21% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,8x | 1,0x | 0,6x | 0,4x | 0,5x | 0,5x | 0,5x |

Källa: Penser Access By Carnegie

Finansiell ställning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | 52 | 47 | 80 | 101 | 67 | 17 | -40 |
| Soliditet | 4% | 14% | 35% | 34% | 40% | 45% | 51% |
| Nettoskuldsättningsgrad | 14,3x | 3,9x | 1,2x | 1,1x | 0,5x | 0,1x | -0,2x |
| Nettoskuld / EBITDA | 4,8x | 2,0x | 2,5x | 2,5x | 1,1x | 0,3x | -0,5x |

Källa: Penser Access By Carnegie

Aktiedata

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,20 | 0,08 | 0,03 | 0,11 | 0,15 | 0,20 | 0,27 |
| EPS, justerad | -0,20 | 0,09 | 0,04 | 0,11 | 0,15 | 0,20 | 0,27 |
| FCF per aktie | 0,00 | 0,15 | -0,13 | -0,11 | 0,29 | 0,40 | 0,46 |
| Eget kapital per aktie | 0,04 | 0,48 | 0,50 | 0,73 | 0,95 | 1,23 | 1,57 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 90,0 | 24,8 | 129 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 90,0 | 24,8 | 129 | 131 | 131 | 131 | 131 |

Källa: Penser Access By Carnegie

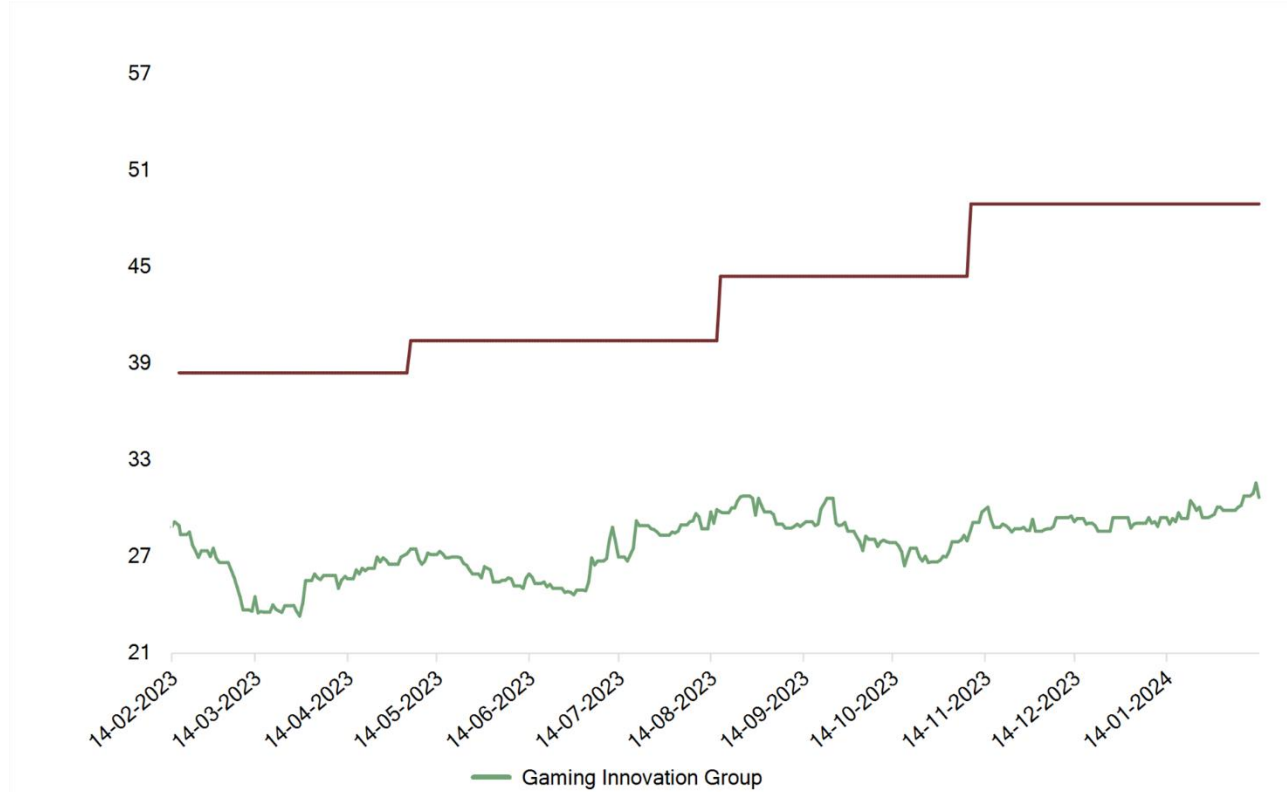
Värdering

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | 20,5x | 64,8x | 24,0x | 17,6x | 13,3x | 10,2x |
| P/EK | 28,8x | 3,8x | 4,9x | 3,6x | 2,8x | 2,2x | 1,7x |
| P/FCF | 2 596,6x | 11,9x | Neg. | Neg. | 9,4x | 6,9x | 6,0x |
| FCF-yield | 0% | 8% | Neg. | Neg. | 11% | 15% | 17% |
| Direktavkastning | 0,0% | 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% | 0,0% |
| EV/Sales | 3,0x | 3,4x | 4,4x | 5,0x | 3,3x | 2,9x | 2,6x |
| EV/EBITDA, justerad | 14,5x | 9,5x | 11,6x | 11,2x | 7,2x | 6,4x | 5,7x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | 22,5x | 29,7x | 15,6x | 11,4x | 9,7x | 8,0x |
| EV | 156 | 223 | 399 | 449 | 417 | 417 | 417 |
| Aktiekurs | 1,2 | 1,8 | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 2,6 | 2,6 |

Källa: Penser Access By Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Gaming Innovation Group (GIGO SS EQUITY)



Källa: Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB tidigare har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95