



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 29 augusti 2024

# Gaming Innovation Group

Fortsätter att imponera

## Starkt EBITDA-resultat i kvartalet

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 30,3m vilket var i linje med våra estimat och motsvarar en tillväxt om 39% y/y varav 18% var organisk tillväxt. Tillväxten var delvis driven av att de förvärvade bolagen Askgamblers.com och KaFe Rocks växte med 20% q/q. Lönsamheten i kvartalet var stark, EBITDA uppgick till EUR 14,8m vilket motsvarar en marginal om 48,7% och en tillväxt om 43%/y/y, siffran var 6,4% högre än våra estimat. Bolagets väldiversifierade tillgångsportfolio har klarat den stora Google-uppdatering som påverkat affiliatebranschen kraftigt i Q2. Under kvartalet har två mindre förvärv genomförts, affiliate-tillgången Casinomeister.com och teknikbolaget Titan Inc. Q3'24 har inletts starkt med en intäkt som vuxit 37% y/y i den första månaden.

## Estimaten rör sig i linje med utvecklingen under Q3

Baserat på den starka utvecklingen i organisk tillväxt i kvartalet höjer vi våra intäktsestimat med 1,8% på innevarande år och med 2,5% under perioden 2025–2026. Vi ser Askgamblers.coms lansering av sportbok som en viktig drivkraft i tillväxten framöver. Givet den starka kostnadskontrollen och integrationen av Titan, en tidigare leverantör till GIG, höjer vi våra EBITDA-estimater med 4,5% på innevarande år och med i snitt 3,8% under perioden 2025-2026. På grund av att GIG ökar sitt obligationslån och att det höjer sina avskrivningar så lämnar vi våra EPS-estimater oförändrade under perioden 2025-2026.

## Oförändrat motiverat värde

Vi lämnar vårt motiverade värde om 48-55 kr oförändrat. Vi bedömer att den uppdelning som är planerad till slutet av september resulterar i en multiplexpansion och att GIG Media (Gentoo Media) kommer närma sig Better Collective i värdering, då resultat och balansräkning blir renare. Vidare anser vi att GIG Platform & Sportbok nu är redo att stå på egna ben, givet guidning som presenterades för innevarande år och för 2025.

Estimatändring				Prognos (m€)				Värde och risk														
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	48,0 - 55,0 kr													
Totala intäkter	1,8%	2,5%	2,4%	89	133	156	172	Aktiekurs	31,5 kr													
EBITDA, just.	4,5%	4,3%	3,3%	Tillväxt	-2%	50%	17%	10%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.		1,3%	0,3%	EBITDA, just.	40	63	75	83	<b>Kursutveckling 12 mån</b>													
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	27	37	47	55														
Q3 - rapport	13 november 2024			EPS, just.	0,1	0,1	0,2	0,3	<b>Intressekonflikter</b>													
<b>Bolagsfakta (m€)</b>				EPS-tillväxt, just.	127%	-19%	208%	26%	<table><thead><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr></thead><tbody><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></tbody></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Antal aktier	132m			EK/aktie	0,7	0,9	1,0	1,2														
Börsvärde	367			EBIT-marginal	30,8%	27,9%	30,1%	32,2%														
Nettoskuld	97			ROE, just.	14,5%	8,9%	23,1%	25,3%														
EV	464			ROCE, just.	16,4%	19,1%	21,0%	22,8%														
Free float	46%			EV/Sales	5,0x	3,5x	3,0x	2,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	46k			EV/EBITDA	11,2x	7,3x	6,2x	5,6x														
Bloomberg Ticker	GIGO SS EQUITY			EV/EBIT	16,3x	12,5x	9,9x	8,4x														
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	30,6x	39,4x	12,8x	10,2x														
Rikard Engberg				P/EK	3,8x	3,1x	2,8x	2,4x														
rikard.engberg@carnegie.se				FCF yield	Neg.	10%	17%	20%														
				Nettoskuld/EBITDA	1,7x	0,9x	0,3x	-0,2x														

## Investment case

**Rider på strukturell tillväxtvåg:** GIG är aktivt 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 mediedel är väl positionerad för att agera på ett antal av de stora tillväxtmarknaderna globalt.

**Har städlat bolaget:** GIG har historiskt haft problem med lönsamhet, fokus och kassaflöden. Under det senaste året har bolaget visat att det har lämnat dessa problem bakom sig och levererat en branschledande lönsamhet och tillväxt i båda affärsområdena. Vidare har GIG genom förvärvet av AskGamblers visat att det har möjlighet att förvärva intressanta tillgångar och genomföra förändringar som resulterat i hög utveckling i tillväxt och lönsamhet. Vi bedömer att bolaget kan få en liknande utveckling med KaFe Rocks-förvärvet som genomfördes i Q4'23.

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

## Bolagsprofil

GIG består i dagsläget, innan uppdelningen under Q3'24, av två affärsområden, GIG Media – som tillhandahåller affiliate-tjänster åt operatörer och stod för cirka 80% av omsättningen under Q2'24 – och GIG Platform & Sportsbook – som tillhandahåller plattformslösningar för operatörer och stod för cirka 20% av omsättningen under samma tidsperiod. EBITDA-marginalen i GIG Media (Gentoo Media) uppgick i Q1'24 till 48,7%, samtidigt som plattformsdelen av bolaget rapporterade en EBITDA om EUR – 1,6m under samma period. Givet de få synergier som finns mellan de två affärsområdena håller bolaget på att genomföra en uppdelning av bolaget där GIG Platform & Sportsbook ska delas ut till aktieägarna. Vi bedömer att denna uppdelning kommer skapa aktieägarvärde eftersom bolagen har signifikant olika profil.

### GIG Media

GIG Media är ett av de ledande affiliate-bolagen globalt och förmedlade under 2023 474 000 kunder, FTD:s, vidare till speloperatörer globalt. Den största marknaden 2023 var Europa som stod för 61% av omsättningen. De snabbast växande marknaderna var Latinamerika, 20% av omsättningen, och Nordamerika, 13% av omsättningen vid denna tidpunkt. Cirka 60% av omsättningen kommer ifrån intäktsdelning (Rev Share) vilket innebär att GIG Media delar på spelöverskottet från en kund med operatören. Detta innebär att volatiliteten i intäkterna minskar över tid.

GIG Media har de senaste två åren genomfört två större förvärv, Askgamblers.com och KaFe Rocks. Askgamblers förvärvades under 2022 och hade under 2023 en imponerande utveckling. Sedan förvärvet har mer än EBITDA fördubblats, vilket delvis förklaras med en effektivisering av bolaget men främst av att GIG:s tekniska plattform har lyckats öka trafiken från sidan kraftigt. Vi bedömer att GIG kommer att kunna få en liknande utväxling på förvärvet av KaFe Rocks, som genomfördes under Q4'23.

GIG Media har lyckats bygga upp en diversifierad portfölj av tillgångar med över 290 kunder och intäkter per kvartal om över EUR 10 000. Vidare står tillgångar utanför de fem största hemsidorna för 68% av omsättningen. Detta gör att bolaget är betydligt mer väldiversifierat än andra affilites på börsen och betydligt mindre sårbart för skiften i marknadsföringsbudgetar hos operatörer eller tekniska uppdateringar hos Google. Vi anser att detta motiverar en premie mot andra noterade affiliatebolag.

GIG Media har en imponerande lönsamhet med en EBITDA-marginal på i snitt 47% de senaste åtta kvartalen. Vi bedömer att marginalen kommer att börja röra sig mot 50% under prognosperioden givet de initiativ bolaget tagit för att stärka marginalen. Bolaget förvärvade under Q2'24 en leverantör som kommer integreras, vilket medför fortsatt marginalexpansion. Bolaget kombinerar den starka EBITDA-marginalen med en hög kassakonvertering om ca 90%, vilket möjliggör att det fristående bolaget kommer ha möjlighet att antingen återköpa aktier eller lämna utdelning.

### GIG Plattform & Sportbook

I detta segment tillhandahåller GIG den plattform, Player Account Management (PAM), som behövs för att en operatör ska kunna genomföra sin verksamhet. PAM är kärnan i en operatörs erbjudande och till denna kopplas spel, betallösningar och sportbokslösningar. Plattformen tillhandahåller även funktioner för regelefterlevnad och marknadsföringskampanjer.

GIG har cirka 40 kunder som opererar totalt 72 varumärken. Av dessa har 38% använt sig av GIG:s sportbok. Bolaget har över 30 licenser på lokala marknader, vilket gör det till marknadsledare bland de bolag som tillhandahåller tredjeparts-plattformar.

Givet att spelmarknader globalt rör sig från en oreglerad eller illegal miljö till en reglerad, kommer det att ställas högre krav på operatörer för att driva sin verksamhet. I dagsläget har ett stort antal operatörer egenutvecklade plattformar anpassade för en internationell oreglerad marknad. Vi ser det därför som naturligt att operatörer väljer en tredjeparts-plattform för att nå sekundära marknader. Vidare är traditionella landbaserade kasinon möjliga kunder då dessa tenderar att expandera till onlinekasino när marknader öppnar.

GIG Platform & Sportbook har under de senaste åren genomfört stora investeringar i produkt och organisation, vilka har finansierats med de starka kassaflödena från bolagets Media-segment. Bolaget har inför uppdelningen en solid pipeline med 16 nya varumärken snart redo för lansering. Detta kan ställas mot att 10 nya varumärken lanserades under 2023 samt att bolaget i dagsläget har 72 varumärken live. Vi bedömer dock att bolaget under kommande kvartal kommer att avsluta mindre, icke lönsamma kunder. Under de sista kvartalen som en del av GIG har bolaget tagit kostnader för att kunna inleda en marginalexpansion på egna ben. Sammanfattningsvis bedömer vi att GIG Platform & Sportbook är redo att stå på egna ben.

## Värdering

Vi har valt att applicera en SOTP-värdering för GIG där vi värderar GIG Media och GIG Platform & Sportbook separat. Vi värderar GIG Media till EV/EBITDA 10x på 2024 års estimat vilket motsvarar en rabatt om ca 10% mot Better Collective vilket vi anser vara bolagets närmsta peer på börsen. Detta utgör ca 90% av Enterprise value i vår värdering. För att värdera GIG Platform & Sportbook har vi tittat på våra 2025 estimat för EBITDA. Vi har sedan tillämpat en multipel om 5x vilket kan jämföras med Playtech som värderas till EV/EBITDA 5,6x. Plattformen utgör således under 10% av Enterprise value. Denna metodik ger ett motiverat värde om 48-55 kr.

## Kvartalet i korthet

### Gentoo Media

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 30,3m vilket motsvarar en tillväxt om 39% y/y, varav 18% organisk. Bolaget förmedlade totalt 121 900 FTD:s (First Time Depositors) vilket är en ökning med 11% y/y. Av dessa var cirka 95% på s.k. rev. Shareavtal, d.v.s. intäktsdelning, vilket medför att en fortsatt tillväxt är att vänta från segmentet. I Q2 var 65% av intäkterna från denna typ av avtal. De starkaste marknaderna i kvartalet var Europa som står för 55% av omsättningen och växte 43% y/y och Amerika (Nord och Syd) som stod för 26% av omsättningen och växte med 94% y/y.

EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 14,8m vilket motsvarar en marginal om 48,7% vilket är expansion från 48,0% från Q1'24. Givet förvärvet av Titan bedömer vi det som sannolikt att marginalen kommer att expandera kommande år, givet att GIG har förvärvat en leverantör och nu kan ta de köpta tjänsterna in house.

### GIG Platform & Sportbook

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 7,3m vilket motsvarar en minskning av 21,5% y/y. Rensat för kundbortfall och engångsintäkter växte bolaget med 9,0% y/y. EBITDA i kvartalet uppgick till EUR -1,6m. Bolaget lämnar en guidning om att på helåret omsätta EUR 30–33m med en EBITDA om EUR -3,5–2,5m. Bolaget räknar med att vända till lönsamhet under Q4'24.

För helåret 2025 lämnar bolaget en guidning om att nå minst EUR 44m i intäkter, vilket motsvarar en tillväxt om 38,0% y/y samt en EBITDA om minst EUR 10m, motsvarande en marginal om 23%. Vi ser denna guidning som nåbar givet att bolagets försäljningspipeline i slutet av kvartalet uppgick till EUR 39m och beräknas nå EUR 50m i Q3'24. Drivkraften bakom tillväxten är högt intresse för bolagets produkt för s.k. sweepstakes casinon samt nya projekt med ledande operatörer.

Givet den stundande uppdelningen av bolaget i Q3 fokuserar våra estimat på Gentoo Media.

## Estimat och estimatförändringar

Kvartalsestimat												
	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24e	Q4'24e
GiG Media	14,1	14,8	15,1	17,8	18,4	21,7	22,5	26,5	28,0	30,3	34,6	40,2
GiG Platform	5,0	7,3	7,8	8,2	10,0	9,3	9,3	9,1	8,3	7,3	9,7	10,6
<b>Total försäljning</b>	<b>19,1</b>	<b>22,1</b>	<b>22,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,4</b>	<b>31,0</b>	<b>31,8</b>	<b>35,6</b>	<b>28,0</b>	<b>30,3</b>	<b>34,6</b>	<b>40,2</b>
COGS	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>19,0</b>	<b>21,9</b>	<b>22,7</b>	<b>25,6</b>	<b>28,1</b>	<b>30,7</b>	<b>31,5</b>	<b>35,6</b>	<b>28,0</b>	<b>30,3</b>	<b>34,6</b>	<b>40,2</b>
Marknadsföring	-3,8	-4,3	-4,6	-6,0	-5,7	-6,2	-6,9	-8,5	-6,8	-8,4	-8,5	-8,5
Annan OPEX	-8,7	-9,3	-9,4	-8,8	-10,7	-10,7	-1,2	-6,5	-7,7	-7,1	-9,7	-11,8
Av och nedskrivningar	-3,6	-5,3	-5,6	-6,2	-5,7	-7,1	-6,4	-2,1	-3,2	-6,9	-6,9	-6,9
<b>EBIT</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	<b>16,5</b>	<b>9,4</b>	<b>10,3</b>	<b>7,9</b>	<b>9,5</b>	<b>13,0</b>
Finansnetto	-1,6	-0,8	-1,3	-2,8	-1,8	-0,1	-6,0	-6,4	-6,6	-11,9	-3,8	-3,8
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>3,8</b>	<b>6,5</b>	<b>10,5</b>	<b>3,0</b>	<b>3,7</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,7</b>	<b>9,1</b>
Skatt	-0,2	-0,2	-0,6	-1,0	-0,2	0,0	-1,6	-1,8	0,0	-1,0	-0,8	-0,9
<b>Periodens resultat</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>3,7</b>	<b>6,5</b>	<b>8,9</b>	<b>1,3</b>	<b>3,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>8,2</b>
Tillväxt GiG Media y/y					30%	47%	49%	49%	52%	40%	54%	52%
Tillväxt GiG Platform y/y					100%	27%	19%	11%				
<b>EBITDA</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>8,1</b>	<b>10,3</b>	<b>11,2</b>	<b>13,6</b>	<b>23,0</b>	<b>11,5</b>	<b>13,5</b>	<b>14,8</b>	<b>16,4</b>	<b>19,9</b>
EBITDA-marginal	34%	35%	35%	39%	40%	44%	72%	32%	48%	49%	47%	50%
EBIT-marginal	15%	11%	11%	15%	20%	21%	52%	26%	37%	26%	27%	32%

Källa: Penser by Carnegie

Carnegie estimat är endast bolagets Mediadel

## Marginella estimatförändringar

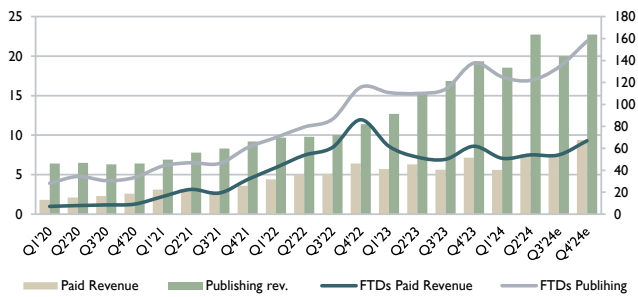
	Estimatförändringar						
	Nya estimat			Gamla estimat			
	2024e	2025e	2026e		2024e	2025e	2026e
<b>Försäljning</b>	<b>133</b>	<b>156</b>	<b>172</b>	<b>Försäljning</b>	<b>131</b>	<b>152</b>	<b>168</b>
Rörelsens kostnader	-68	-79	-86	Rörelsens kostnader	-68	-78	-85
Av- och nedskrivningar	-22	-22	-22	Av- och nedskrivningar	-22	-22	-22
<b>EBIT</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>55</b>	<b>EBIT</b>	<b>38</b>	<b>47</b>	<b>55</b>
Finansnetto	-26	-16	-16	Finansnetto	-17	-16	-16
Resultat före skatt	<b>22</b>	<b>32</b>	<b>41</b>	Resultat före skatt	22	32	41
Skatt	-3	-4	-5	Skatt	-3	-4	-5
<b>Periodens resultat</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>36</b>	<b>Periodens resultat</b>	<b>18</b>	<b>29</b>	<b>37</b>
<b>EPS</b>	<b>0,07</b>	<b>0,22</b>	<b>0,27</b>	<b>EPS</b>	<b>0,13</b>	<b>0,21</b>	<b>0,27</b>
<b>EBITDA</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>83</b>	<b>EBITDA</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>80</b>
	<b>Estimatförändringar %</b>						
Försäljning	1,8%	2,5%	2,4%				
EBITDA	4,5%	4,3%	3,3%				
EPS	nm.	1,3%	0,3%				

Källa: Penser by Carnegie

# GIG i grafer

## Stabila kundinflöden...

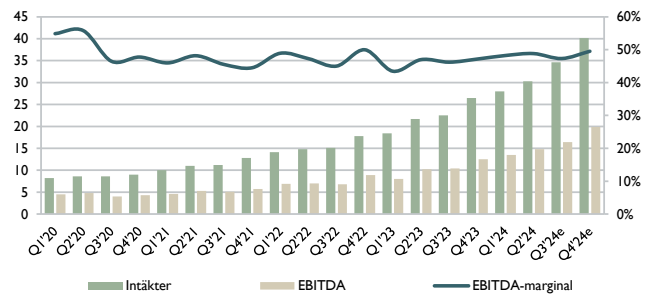
Intäkter (EURm)



Källa: Penser by Carnegie

## ...driver fortsatt tillväxt

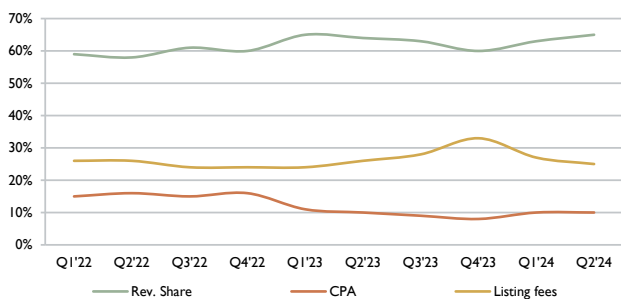
Försäljning och EBITDA (Eurm)



Källa: Penser by Carnegie

## Hög andel rev. Share minskar volatilitet över tid...

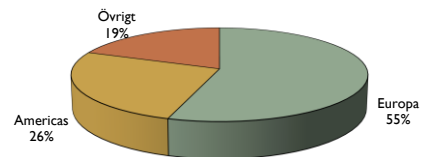
Typ av intäkter



Källa: Penser by Carnegie

## ...tillsammans med bred geografisk exponering

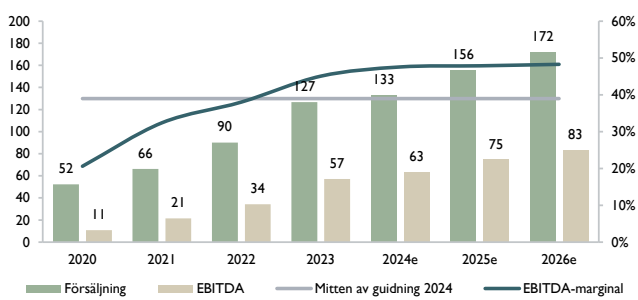
Geografisk fördelning



Source: Penser by Carnegie

## Fortsatt stark tillväxt att vänta

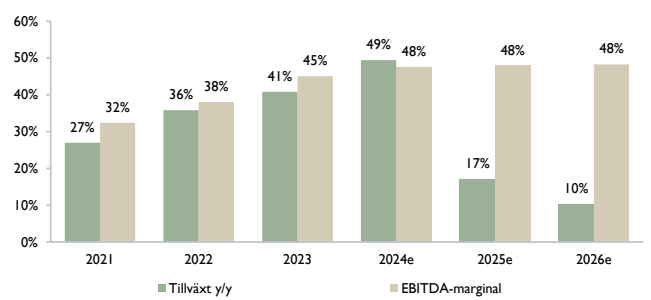
Försäljning och EBITDA EURm



Källa: Penser by Carnegie

## Har succesivt nått nya marginalnivåer

Tillväxt och EBITDA-marginal



Källa: Penser by Carnegie

# Värdering

## Referensgrupp

Valuation	MCAP	EV	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
	(USD)	(USD)	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
GIG (Cons)	399	478	3,44x	2,65x	2,22x	8,3x	7,0x	5,2x	14,0x	12,6x	8,1x	30,0x	18,1x	8,5x
Better Collective	1 431	1 663	4,18x	3,66x	3,21x	13,9x	11,4x	9,4x	21,0x	16,6x	12,9x	41,7x	22,9x	16,6x
Aristocrat Leisure	23 134	23 097	5,25x	5,13x	4,81x	15,1x	14,2x	12,9x	18,6x	17,3x	15,8x	23,1x	22,7x	20,8x
Flutter Entertainment	37 443	42 923	3,44x	3,04x	2,74x	23,9x	17,2x	13,8x	101,7x	45,5x	25,7x	--	36,6x	24,9x
Evolution	22 169	21 259	9,70x	9,14x	7,95x	14,0x	13,2x	11,3x	15,5x	14,6x	12,5x	18,0x	17,9x	15,1x
Kambi Group	362	313	1,60x	1,56x	1,50x	5,2x	4,8x	4,9x	12,9x	12,2x	14,4x	21,0x	18,6x	16,7x
Playtech	2 661	3 029	1,55x	1,53x	1,48x	6,5x	6,0x	5,6x	12,5x	9,3x	8,5x	21,8x	12,7x	11,6x
International Game Tech	4 448	10 016	2,32x	2,30x	2,24x	5,5x	5,9x	5,4x	9,3x	10,7x	9,4x	21,3x	15,2x	10,6x
Raketech Group Holding	31	34	0,37x	0,42x	0,38x	1,4x	1,7x	1,4x	3,4x	60,7x	2,6x	6,8x	--	3,1x
Catena Media	58	107	1,63x	1,71x	1,65x	18,4x	13,9x	8,1x	--	32,4x	12,2x	(1,0x)	--	8,2x
<b>Mean</b>			<b>3,54x</b>	<b>3,27x</b>	<b>2,95x</b>	<b>10,4x</b>	<b>9,1x</b>	<b>7,8x</b>	<b>23,2x</b>	<b>22,2x</b>	<b>12,2x</b>	<b>23,0x</b>	<b>20,6x</b>	<b>14,2x</b>
<b>Median</b>			<b>3,44x</b>	<b>2,65x</b>	<b>2,24x</b>	<b>8,3x</b>	<b>7,0x</b>	<b>5,6x</b>	<b>14,0x</b>	<b>14,6x</b>	<b>12,5x</b>	<b>21,6x</b>	<b>18,3x</b>	<b>15,1x</b>

Källa: FactSet

## EV Gentoo Media

### EV GIG Media (X-EBITDA marginal, Y EV/EBITDA 2024)

	43%	45%	47%	49%	51%	53%
<b>8,5x</b>	538	538	538	538	538	538
<b>9,0x</b>	570	570	570	570	570	570
<b>9,5x</b>	602	602	602	602	602	602
<b>10,0x</b>	633	633	633	633	633	633

Källa: Penser by Carnegie

## EV GIG Platform & Sportsbook

### EV Platform & Sportsbook (X EBITDA-Marg., Y EV/EBITDA 2025)

	20%	22%	24%	26%	28%	30%
<b>4,0x</b>	35	39	42	46	49	53
<b>5,0x</b>	44	48	53	57	62	66
<b>6,0x</b>	53	58	63	69	74	79
<b>7,0x</b>	62	68	74	80	86	92

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>90</b>	<b>89</b>	<b>133</b>	<b>156</b>	<b>172</b>
Kostnad sålda varor	0	0	-1	0	-1	-2	-2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>132</b>	<b>154</b>	<b>169</b>
Försäljningskostnader	-7	-11	-19	-27	-32	-29	-31
Övriga rörelsekostnader	-34	-32	-36	-22	-36	-50	-55
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>83</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	-2	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>63</b>	<b>75</b>	<b>83</b>
Avskrivningar	-12	-9	-16	-6	-5	-1	-1
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-1</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-7	-4	-4	-6	-21	-26	-26
<b>EBIT</b>	<b>-9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>55</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-9</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>27</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>55</b>
Finansnetto	-9	-8	-8	-13	-26	-16	-16
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-18</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-18</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>11</b>	<b>31</b>	<b>39</b>
Total skatt	0	1	-1	-3	-2	-2	-3
<b>Nettoresultat</b>	<b>-18</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>36</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-18</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>29</b>	<b>36</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	27%	36%	-2%	50%	17%	10%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	99,0%	N.m.	99,0%	98,7%	98,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	14,9%	14,9%	30,8%	27,9%	30,1%	32,2%
EPS, justerad	-0,20	0,09	0,04	0,09	0,07	0,22	0,27
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-57%	127%	-19%	208%	26%

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-9	10	12	27	37	47	55
Övriga kassaflödesposter	33	5	15	9	23	26	25
Förändringar i rörelsekapital	-	-2	5	5	0	1	2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>25</b>	<b>13</b>	<b>32</b>	<b>41</b>	<b>60</b>	<b>73</b>	<b>82</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-1	0	-3	-1	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-22	-9	-16	-20	-15	-10	-10
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-	-32	-32	-10	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-25</b>	<b>-9</b>	<b>-48</b>	<b>-55</b>	<b>-25</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-16</b>	<b>-14</b>	<b>35</b>	<b>63</b>	<b>72</b>
Nyemission / återköp	-	-	25	10	9	0	0
Förändring av skulder	-4	-6	-2	21	8	0	0
Övriga poster	-	-	-	-9	-14	-15	-15
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>3</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>38</b>	<b>48</b>	<b>56</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>52</b>	<b>47</b>	<b>80</b>	<b>66</b>	<b>54</b>	<b>20</b>	<b>-21</b>

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie



Balansräkning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	16	16	75	41	42	42	42
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	63	50	31	15
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	4	6	6	6
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	131	123	123	123
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	<b>147</b>	<b>239</b>	<b>221</b>	<b>203</b>	<b>187</b>
Kundfordringar	16	18	23	19	34	41	45
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	15	15	45	80	123
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>80</b>	<b>121</b>	<b>168</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>93</b>	<b>88</b>	<b>185</b>	<b>273</b>	<b>301</b>	<b>324</b>	<b>355</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	4	12	65	92	117	131	153
<b>Summa eget kapital</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>65</b>	<b>92</b>	<b>117</b>	<b>131</b>	<b>153</b>
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	48	75	89	89	89
Långfristiga leasingsskulder	21	9	31	3	9	9	12
Övriga långfristiga skulder	2	0	2	34	4	4	4
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>59</b>	<b>48</b>	<b>82</b>	<b>112</b>	<b>102</b>	<b>102</b>	<b>105</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	13	2	0	0	0
Leverantörsskulder	25	20	23	34	51	59	66
Kortfristiga leasingsskulder	2	3	3	1	1	1	1
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	31	30	30	30
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>31</b>	<b>27</b>	<b>38</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>90</b>	<b>97</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>93</b>	<b>88</b>	<b>185</b>	<b>273</b>	<b>301</b>	<b>324</b>	<b>355</b>

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	27%	36%	-2%	50%	17%	10%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	118%	46%	16%	59%	18%	11%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	36%	103%	36%	26%	18%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-57%	127%	-19%	208%	26%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	99,0%	N.m.	99,0%	98,7%	98,6%
EBITDA-marginal	20,6%	35,2%	36,2%	44,8%	47,6%	47,9%	48,3%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	35,3%	38,0%	44,8%	47,6%	47,9%	48,3%
EBIT-marginal	Neg.	14,7%	13,1%	30,8%	27,9%	30,1%	32,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	14,9%	14,9%	30,8%	27,9%	30,1%	32,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	3,3%	5,5%	12,9%	7,0%	18,4%	21,0%

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

Avkastning							
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	28%	13%	15%	9%	23%	25%
ROCE, justerad	Neg.	15%	12%	16%	19%	21%	23%
ROIC, justerad	Neg.	17%	13%	18%	23%	29%	39%

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	26%	21%	26%	26%	26%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	-	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	64%	67%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	1%	-53%	-35%	-31%	-30%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	0,6x	0,5x	0,6x	0,7x	0,7x

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	52	47	80	66	54	20	-21
Soliditet	4%	14%	35%	34%	39%	41%	43%
Nettoskultsättningsgrad	14,3x	3,9x	1,2x	0,7x	0,5x	0,2x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	4,8x	2,0x	2,5x	1,7x	0,9x	0,3x	-0,2x

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,20	0,08	0,03	0,09	0,07	0,22	0,27
EPS, justerad	-0,20	0,09	0,04	0,09	0,07	0,22	0,27
FCF per aktie	0,00	0,15	-0,13	-0,11	0,26	0,48	0,54
Eget kapital per aktie	0,04	0,48	0,50	0,70	0,88	0,99	1,16
Antal aktier vid årets slut, m	90,0	24,8	129	132	132	132	132
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,0	24,8	129	132	132	132	132

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

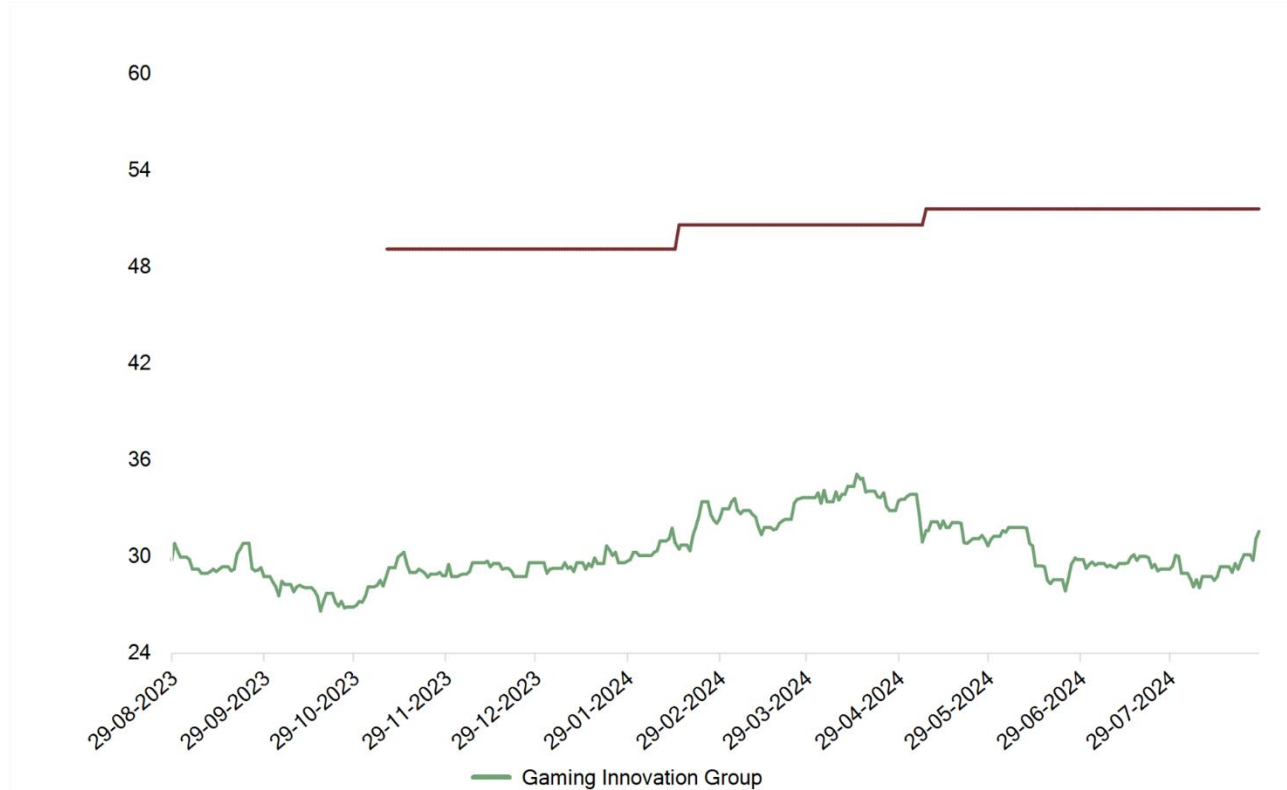
## Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	20,5x	64,8x	30,6x	39,4x	12,8x	10,2x
P/EK	28,8x	3,8x	4,9x	3,8x	3,1x	2,8x	2,4x
P/FCF	100x	11,9x	Neg.	Neg.	10,5x	5,8x	5,1x
FCF-yield	0%	8%	Neg.	Neg.	10%	17%	20%
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	4,7x	3,5x	3,0x	2,7x
EV/EBITDA, justerad	14,5x	9,5x	11,6x	10,4x	7,3x	6,2x	5,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	22,5x	29,7x	15,2x	12,5x	9,9x	8,4x
EV	156	223	399	414	464	464	464
Aktiekurs	11,6	18,7	27,5	29,5	31,5	31,5	31,5

Källa: Gaming Innovation Group, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Gaming Innovation Group (GIGO SS EQUITY)



Källa: Penser by 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 t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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 företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## 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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 följdskada, 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 analytikers 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