

AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



LL LUCKY GAMES

Uttalad förvärvsstrategi bäddar för tillväxt

2021-12-16

Analytiker: Herman Ljungberg & Fabian Lindblad

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

LL LUCKY GAMES (LADYLU)

UTTALAD FÖRVÄRVSSTRATEGI BÄDDAR FÖR TILLVÄXT

Ag

LL Lucky Games AB ("LL Lucky Games" eller "Bolaget") designar och utvecklar digitala videoslots med fokus på att skapa unika såväl som underhållande spelupplevelser. Bolaget har under sina två första verksamhetsår lagt en stabil grund för framtida tillväxt, både organiskt och genom förvärv. LL Lucky Games håller en hög produktionstakt avseende nya volatila högriskspel, vilket tillsammans med nyligen förvärvade Spigo, vars fokus snarare är mot mer s.k. *casual gaming*, ger en bra bredd i LL Lucky Games spelportfölj med en mer diversifierad kundbas. Vi ser även förvärvet av Spigo som ett kvitto på LL Lucky Games strategi att växa sin *top line* även genom förvärv. Tills år 2024 estimerar vi i ett Base scenario att omsättningen stigit till 64,0 MSEK, vilket baserat på applicerad multipel samt diskonteringsränta ger ett nuvärde om 4,1 kr per aktie.

▪ Tydliga drivare för framtida marknadstillväxt

Övergången från landbaserat till onlinekasino har länge varit en tydlig trend i takt med den ökade digitaliseringen, vilken endast har påskyndats av pandemin. Under år 2020 estimerades den globala marknaden för onlinekasino vara värderad till 60 mdUSD, vilken väntas växa med en CAGR om 11,5 % fram till år 2027, för att då värderas till 127 mdUSD. Av den totala spelmarknaden utgör online-segmentet idag ca 12 %, vilket förväntas öka till 14 % år 2023, drivet av ökad tillgänglighet till internet och användning av smartphones, förbättrad hårdvara, bandbredd m.m. Det finns således en strukturell medvind i marknaden som vi ser gynnar bl.a. LL Lucky Games.

▪ Uttalad förvärvsstrategi ska accelerera tillväxten

I linje med pågående konsolidering inom iGaming-marknaden ämnar LL Lucky Games genomföra fler förvärv av dels spelbolag, dels tillgångar, för att accelerera tillväxten. Bolaget letar primärt efter potentiella förvärvsobjekt med stark omsättnings hastighet, positivt kassaflöde och populära spel. Genom att komplettera den organiska tillväxten med förvärv kan Bolaget nå en position vari stordriftsfördelar erhålls, vilket kan få en positiv marginal-effekt, men även för att vinna ytterligare marknadsandelar. Förvärvet av Spigo är ett tydligt led i LL Lucky Games förvärvsstrategi, som inte enbart breddar Bolagets spelportfölj, tillika erbjudande mot kunder, utan dessutom stärker koncernens *top line*.

▪ Hög "produktionstakt" stärker marknadsposition

Till följd av hög efterfrågan från konsumenter, i kombination med en kort livslängd för spelen, är produktionstakten av videoslots hög. Av den anledningen har LL Lucky Games som mål att producera ett nytt spel i månaden, med sikte på att öka takten ytterligare framöver. Genom att upprätthålla en hög utvecklingstakt och kontinuerligt introducera nya spel, ökar sannolikheten att nå kommersiell framgång, samtidigt som Bolagets position på marknaden kan stärkas när spelportföljen breddas.

AKTIEKURS | 3,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (NUVÄRDE)

BEAR 2,0 kr	BASE 4,1 kr	BULL 5,5 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2024 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

LL LUCKY GAMES				
Senast betalt (2021-12-15) (SEK)	3,0			
Antal Aktier (st.)	44 905 472			
Market Cap (MSEK)	134,7			
Nettokassa (MSEK)	9,3			
Enterprise Value (MSEK)	125,4			
Prisintervall 52 v. (SEK)	1,9 - 3,3			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	0,0 %			
3 månader	19,1 %			
Sedan notering 2021-06-23	49,2 %			
HUVUDÄGARE PER 2021-11-19 (KÄLLA: BOLAGET)				
Blue Horizon Investment	21,5 %			
Fist of Doom Invest	16,8 %			
Nordnet Pensionsförsäkring AB	12,9 %			
Dionysus Properties Ltd. (Videoslots Ltd)	10,0 %			
EveryMatrix Ltd.	9,3 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Mads Verner Jørgensen			
Styrelseordförande	Per Eriksson			
FINANSIELL KALENDER				
Bokslutskommuniké 2022	2022-02-25			
PROGNOS (BASE), MSEK				
	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,0	2,1	13,5	33,9
Råvaror och förnödenheter	0,0	-3,1	-6,7	-15,4
Övriga externa kostnader	-4,4	-10,8	-11,8	-13,6
Personalkostnader	-1,1	-8,1	-11,2	-13,5
EBITDA	-4,3	-17,9	-14,2	-6,3
Av- och nedskrivningar	0,0	-1,1	-2,0	-2,3
EBIT	-4,3	-19,1	-16,2	-8,6
Nettoresultat	-4,3	-20,2	-17,3	-9,7
P/S	N/M	64,1x	10,0x	4,0x

INVESTERINGSIDÉ

Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

8,6 %
UNDER-
LIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT
(CAGR)

Den globala spelmarknaden för kasino uppskattades enligt H2GC år 2019 vara värd cirka 400 mEUR, varav onlinekasino stod för 12 %. Andelen estimeras växa till +14 % år 2023, samtidigt som onlinekasinosegmentet beräknas växa med en CAGR om 8,6 %. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrens hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

Uttalad förvävsstrategi väntas accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i LL Lucky Games tillväxtstrategi, vilket således är i linje med den pågående konsolideringstrenden inom iGaming-marknaden. Genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position vari de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion och vinna ytterligare marknadsandelar. Bolaget letar kontinuerligt efter potentiella förvävsobjekt med stark omsättningstillväxt, positivt kassaflöde och populära spel, där förvärvet av danska Spigo är ett tydligt bevis på just den strategin. Förvärvet adderade 27 nya kasinospel till spelportföljen och dessutom en attraktiv kundportfölj med huvudavtal med Danske Spil. Spigos spel kännetecknas av att vara mer *casual* och kompletterar därav LL Lucky Games egna spelportfölj, vilken utgörs av volatila högriskspel, och bidrar således till mer diversifierade intäktsströmmar genom att nya kundgrupper kan nås. Fler förvärv är att vänta framöver, och planeras finansieras med en kombination av egen kassa och aktier i Bolaget.

Hög produktionstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög "produktionstakt" av nya spel. Eftersom konsumenter ständigt efterfrågar nya spel ämnar LL Lucky Games producera ett nytt spel i månaden, en takt vilken Bolaget dessutom avser öka framöver. En hög produktionstakt möjliggör för Bolaget att stärka sin position i marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. LL Lucky Games har avtal med ett tiotal aggregatorer och har sina spel i drift hos ett trettiotal operatörer på global nivå, vilket ger tillgång till över 400 kasinosajter. Det nyligen inledda samarbetet med King Features Syndicate, vilket innebär att LL Lucky Games kommer lansera spel baserade på ikoniska karaktärer som Popeye och Flash Gordon under år 2022, väntas öka räckvidden gentemot kunder och spelare i Europa och Asien ytterligare. Bolagets breda spelportfölj medför en diversifierad kundbas och innebär således mer stabila intäktsflöden.

Sammanfattad prognos och värdering

LL Lucky Games estimeras år 2025 nå en nettoomsättning om ca 100,7 MSEK, vilket motsvarar en CAGR om 163,2 %. Huvudsakligt fokus ligger på att växa omsättningen genom en accelererad produktionstakt av nya spel. Utifrån en värdering där en tidigare jämförbar transaktion har använts som utgångspunkt, motiveras ett nuvärde per aktie om 4,1 kr för LL Lucky Games i vårt Base scenario.

Tillgång till kapital blir viktigt för att exekvera på förvävsstrategi

LL Lucky Games uttalade förvävsstrategi i kombination med nödvändiga investeringar kräver finansiering, vari Bolaget ämnar använda sig av en kombination av kassa och egna aktier till köpeskillingen. Med en kassa om idag 9,3 MSEK är utrymmet för förvärv med enbart kassa som köpeskillning begränsat, och nya aktier kan därför behövas emitteras, vilket medför utspädning.

HIGHLIGHTS



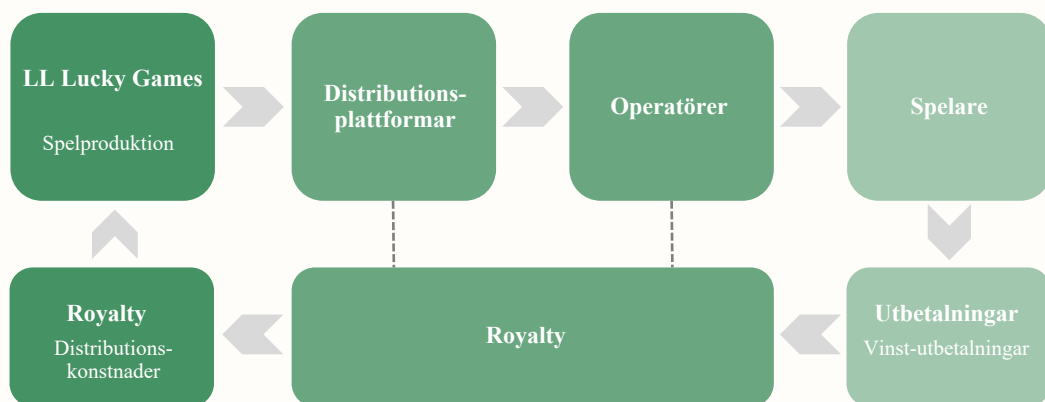
BOLAGSBESKRIVNING

ERFARNA PERSONER STYR BOLAGET FRAMÅT

LL Lucky Games grundades år 2019 och är därmed sett till företagets ålder en ung spelutvecklare, men som består av nyckelpersoner med lång branschfarenhet. Bolaget utvecklar digitala videoslots med fokus på att skapa unika såväl som underhållande spelupplevelser, därtill erbjuder Bolaget en helhetslösning för integration av spelen till speloperatörer. LL Lucky Games har ett stort fokus mot att bygga ett fundament som möjliggör kontinuerlig tillväxt, vilket uppnås genom investeringar i hård- och mjukvara, personal, kombinerat med organisk och förvärvsdriven tillväxt. Ytterligare, Bolaget har identifierat produktinnovation, operativ förmåga och marknadsexpansion som nyckelområden för att bygga en stabil grund för framtida tillväxt.

Royaltyintäkter medför tacksam *risk-reward*

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: LL Lucky Games

LL Lucky Games: fokus på överlägsna spelupplevelser

LL Lucky Games tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden.

När ett samarbete inleds så kommer LL Lucky Games tillsammans med operatör överens om vilka spel som ska erbjudas, varpå spelen sedan kan integreras direkt hos kunder, alternativt kopplas en aggregator in som teknisk mellanhand. Bolaget ingår även samarbeten med aggregatorer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen.

LL Lucky Games besitter idag en snabbt växande portfölj bestående av 15 egenutvecklade spel. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser. Spelen bygger på en slumpalgsgenerator som avgör utfallet och därmed distributionen av vinsten till spelare. Bolagets spel karaktäriseras av en hög riskprofil, med möjlighet till stora vinster – *high risk, high reward*.

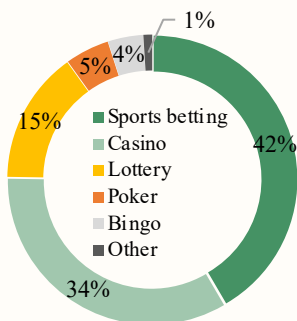
Spigo: fokus på nischade och *casual gaming*

Spigo grundades år 2006 i Danmark och är idag en leverantör såväl som utvecklare av onlinespel och mjukvara. Bolaget är en av de ledande B2B leverantörerna av digitala och anpassningsbara kasinospel. Spigo har idag 27 egenutvecklade kasinospel som är aktiva ute hos olika kunder, och genom den certifierade aggregatorplattformen i Danmark, Spigo Station, kan företaget på ett effektivt sätt distribuera och erbjuda sitt erbjudande. Spigos spelportfölj är nischade mot enklare och mer avslappnande upplevelser, vilket innebär lägre spelrisk såväl som lägre vinstsumma.



MARKNADSANALYS

En marknad med flera segment



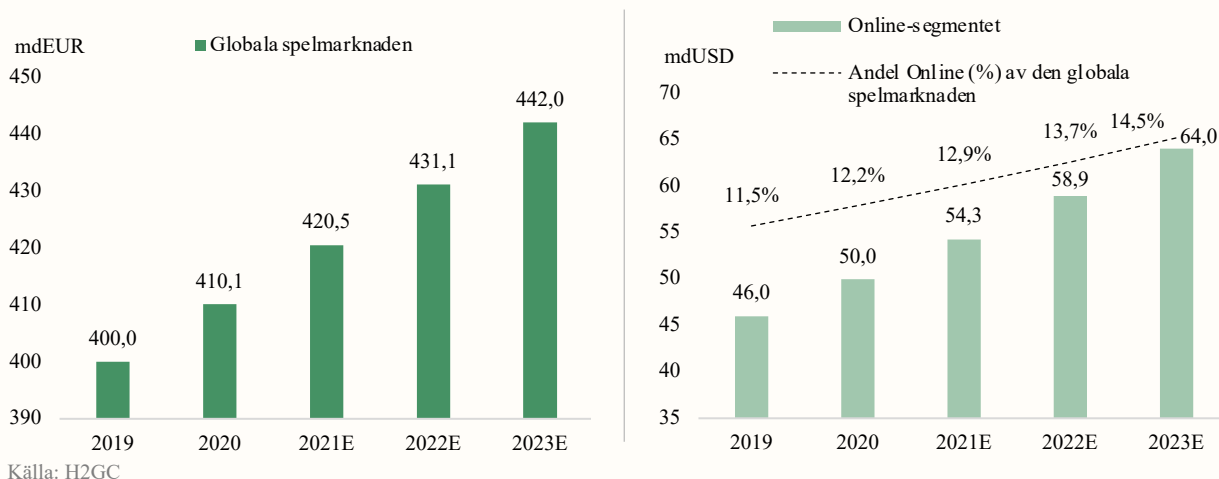
LL Lucky Games är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

Digitaliseringen öppnar upp för nya möjligheter på spelmarknaden

Pandemin har påskyndat övergången från landbaserade kasinon till online, med bakgrund av den ökade digitaliseringen. Tillväxten har drivits på ytterligare av faktorer såsom ökad användning av smartphones och förbättrad hårdvara samt bandbredd, vilket har möjliggjort för onlinekasinon att nå en större målgrupp. Enligt H2GC uppskattades storleken på den globala spelmarknaden för kasino till cirka 400 mEUR år 2019, varav onlinekasino stod för 12 %. Fram till 2023 förväntas den totala marknaden årligen växa med en tillväxttakt om 2,5 %, medan motsvarande siffra för onlinesegmentet är 8,6 %. Den globala marknaden för onlinespel omsatte år 2019 ca 46 mdUSD och beräknas år 2024 ha växt med drygt 2x till 94 mdUSD, enligt H2GC och Statista. Enligt H2GC väntas onlinesegmentets andel av den totala spelmarknaden växa från 12 % till +14 % fram till år 2023.

Starka underliggande trender för digitaliseringen av spelmarknaden för kasino.

Globala spelmarknaden och online-segmentet, 2019-2023



Källa: H2GC

iGaming-marknaden kännetecknas av att vara förvärvsintensiv

Till följd av låga inträdesbarriärer finns det i Europa i dagsläget över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon, vilket innebär en konkurrensutsatt marknad som dessutom fortfarande i hög grad är fragmenterad. American Gaming Association estimerade år 2018 antalet globalt aktiva internetsidor som erbjuder poker, lotteri, bingo och kasino till 2 800. Sett till marknaden för spelutveckling av videoslots karaktäriseras denna av en hög produktionstakt, där det på en global nivå lanseras ~100 spel i månaden till operatörer globalt, vilket åskådliggör den höga konkurrensen på marknaden. iGaming-marknaden kännetecknas även av att vara förvärvsintensiv, vilket ligger i linje med LL Lucky Games uttalade förvärvsstrategi. Eftersom marknaden består av flera mindre aktörer har detta öppnat upp för flera större serieförvärvande bolag som vill konsolidera delar av industrin.

FRAGMENTERAD
MARKNAD
SKAPAR
MÖJLIGHETER
TILL FÖRVÄRV

FINANSIELL PROGNOSE

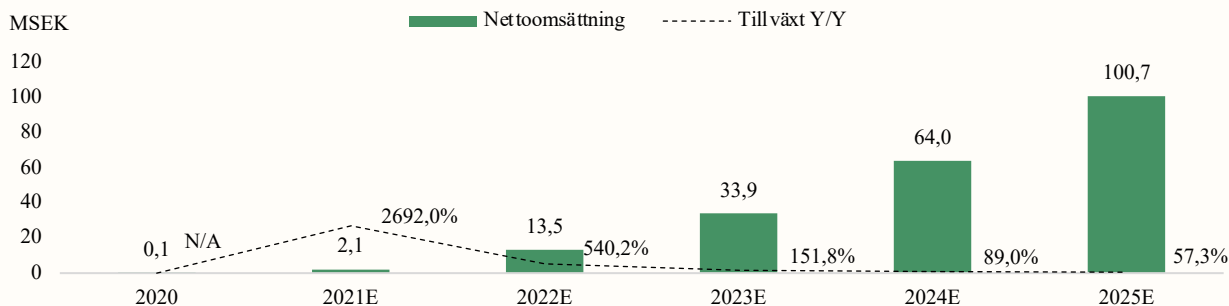
Omsättningsprognos åren 2021-2025

33,9 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
ÅR 2023

LL Lucky Games intäkter består huvudsakligen av royaltyintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer. Analyst Group prognostiserar en kraftig omsättningstillväxt om ca 540 % under år 2022, hänfört till dels förvärvet av Spigo, dels att Bolaget levererar nya spel i en högre takt än under år 2021. Vidare väntas tillväxttakten fortsatt ligga på en högre nivå än marknaden under år 2022, givet att Bolaget befinner sig i en stark tillväxtfas, men avta något från peakåren 2020-2022. Tillväxttakten väntas efter år 2022 avta något och för år 2025 estimerar Analyst Group en nettoomsättning om 100,7 MSEK, motsvarande en CAGR om 163,2 % under perioden 2021-2025. Bolaget har en uttalad förvärsstrategi med stort fokus på att växa sin *top line*, vilket kan accelerera tillväxten ytterligare under prognosperioden och öka Bolagets marknadsandelar såväl som produktportfölj. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella förvärv i gjorda prognoser, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

LL Lucky Games nettoomsättning prognostieras växa aggressivt framgent

Prognostiserad nettoomsättning och tillväxt Y/Y, Base scenario



Analyst Groups prognoser

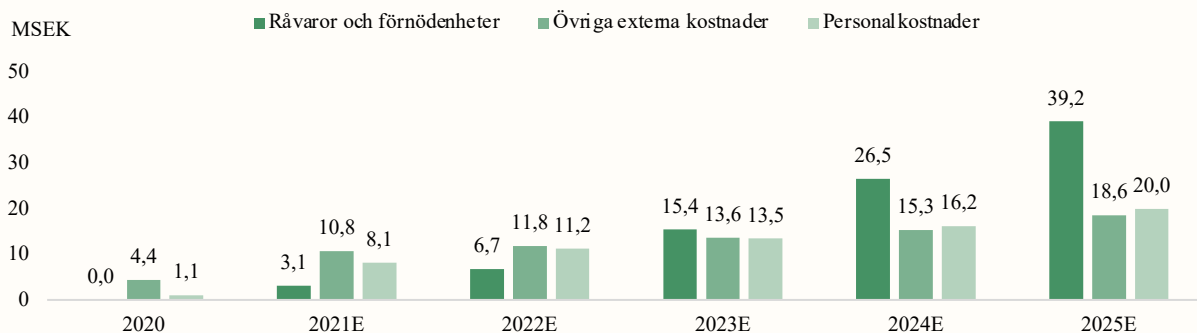
Rörelsekostnader åren 2021-2025

FÖRÄNDRAD
KOSTNADS-
STRUKTUR
ATT VÄNTA

Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga externa kostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och den operativa verksamheten. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel, samt rekrytering av speldesigners, *back-end* utvecklare och säljare. Framgent väntas den största kostnadsposten vara COGS, vilken är kopplad till utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra ca 50 % av rörelsekostnaderna och uppgå till 39,2 MSEK år 2025. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget blir allt mer moget och självständigt, understött av både organisk och förvärvsdriven tillväxt. Överlag väntas rörelsekostnaderna i ett Base scenario överstiga omsättningen fram till år 2023, därefter estimeras Bolaget vända till positivt EBITDA-resultat om 8,6 MSEK år 2024.

Råvaror och förnödenheter väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen

Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, övriga externa kostnader, Base scenario



Analyst Groups prognoser

VÄRDERING

Jämförbara bolag	MCAP (MSEK)	Enterprise Value (MSEK)	Omsättning CAGR 2020-2022E	P/S 2022E	P/S LTM	Jämförbart uppköp	
Playtech	27 394	33 742	19,4%	1,9x	2,7x	Köpare	Kindred Group PLC
Fantasma Games	79	62	160,6%	2,3x	8,0x	Säljare	Relax Gaming Ltd
Better Collective	9 543	10 546	20,7%	3,9x	5,3x	Transaktionsvärde (TV)	807,3 MSEK
Zeal Network SE (D)	8 442	8 044	16,2%	9,3x	7,2x	TV/LTM omsättning	5,1x
Medel	11 364	13 098	54,2%	4,4x	5,8x	TV/LTM EBITDA	51,1x
Median	8 992	9 295	20,0%	3,1x	6,3x	EBITDA-marginal	10,0%
LL Lucky Games	135	125	254,2%	11,0x	156,9x		

Källa: Analyst Groups prognoser & Bloomberg

Källa: Bloomberg

Värdering: Base scenario

För att härleda en tänkbar värdering av LL Lucky Games idag utgår vi från 2024 års prognos, då Bolaget förväntas vara i ett verksamhetsmässigt mer ”moget” stadiet, med en mer omfattande intäktsbas. Med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att LL Lucky Games i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipl i detta skedet skulle kunna vara, kan Kindred Groups tidigare uppköp av Relax Gaming under oktober 2021 utgöra en bra referenspunkt. Relax Gaming designar och utvecklar onlinekasinospel samt egna poker- och bingo produkter, där uppköpet gjordes till en multipl om 5,1x försäljningen (LTM). I ett Base scenario, för LL Lucky Games, antar vi dock en något försiktigare målmultipl, utifrån Bolagets avsevärt lägre estimerade EBITDA-marginal om 2,2 % år 2024, jämfört med Relax Gamings dito om 10,0 %, i kombination med att Bolaget är yngre och således har en mindre bevisad affärsmodell vilket medför risk och osäkerhet.

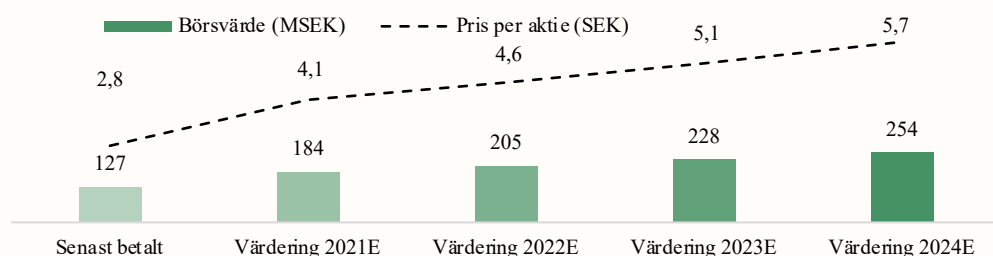
4,1 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Med en konservativt applicerad multiplrabatt om 25 % tillämpas en målmultipl om 3,8x försäljning, vilket utifrån då 2024 års omsättningsprognos om 64 MSEK implicerar ett bolagsvärde om 244,9 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 172,8 MSEK idag, vilket med hänsyn till aktuell kapitalstruktur innebär ett Market Cap om 182,1 MSEK. Baserat på ca 45 miljoner utestående aktier ger det ett nuvärde om 4,1 kr i ett Base scenario idag.

Då ovan värdering utgår från ett nuvärde, d.v.s. vad en motiverad värdering i ett Base scenario skulle kunna vara idag, kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över en längre tidshorisont. Gjord värdering tar utgångspunkt i en organisk tillväxt, och inkluderar ej förvärvsdriven dito med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv. Samtidigt räknar vi med att LL Lucky Games kommer att genomföra fler förvärv, vilket i sig kommer att innebära justerade prognoser och värderingsscenarion, vilket således får ses som en option i värderingen. Dessutom utgår nuvarande värdering från en konstant kapitalstruktur, vilket således kan komma att förändras givet att t.ex. LL Lucky Games väljer att resa externt kapital för att öka expansionstakten ytterligare. Nedan framgår en illustrativ värdeutveckling givet de faktorer som är kända idag, och kan inkluderas i värderingsmodellen.

Illustrativ graf visar på god värdeutveckling för aktieägare

Börsvärde och pris per aktie på 2024 års prognos, nuvärde, illustrativ organisk tillväxt



Källa: Analyst Group

BULL & BEAR

Värdering: Bull scenario

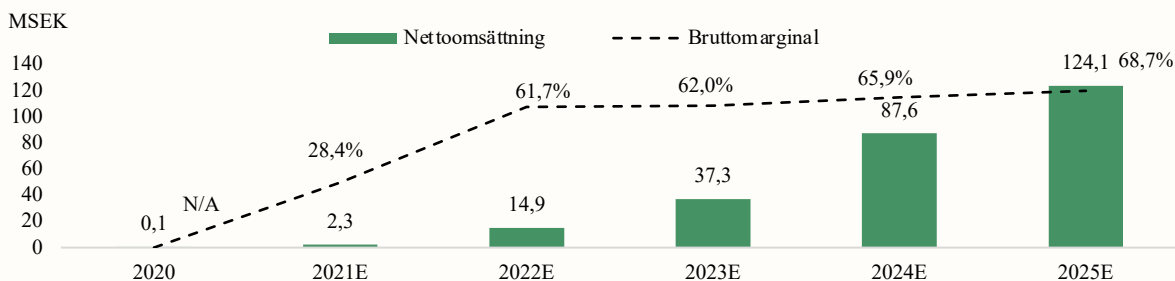
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 170,7 % mellan år 2021 och 2025. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om 124,1 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således större bolagsstorleken ger Bolaget fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 51,8 % år 2025.

5,5 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario blir LL Lucky Games, likt i ett Base scenario, uppköpta. Med en målmultipel om 3,8x försäljning på 2024 års estimerade nettoomsättning om 87,6 MSEK ger det ett bolagsvärde om 328 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 240 MSEK, motsvarande 5,5 kr per aktie i ett Bull scenario.

Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt

Prognostiserad nettoomsättning och bruttomarginal, Bull scenario



Analyst Groups prognoser

Värdering: Bear scenario

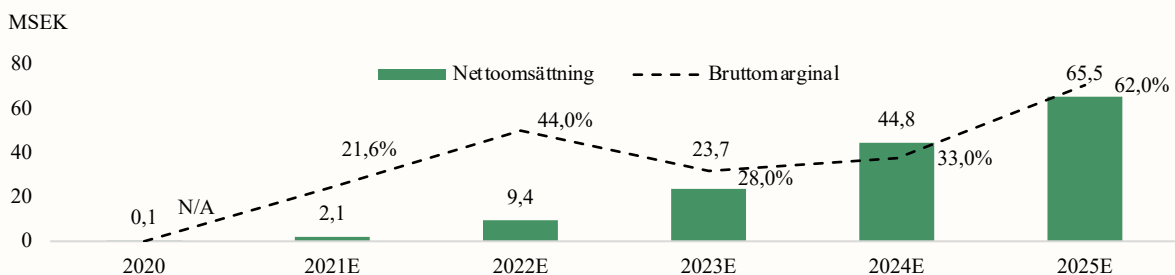
I ett Bear scenario väntas Bolaget misslyckas med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar i en nettoomsättning om 65,5 MSEK år 2025, med en EBITDA-marginal om 16,5 %. Till följd av detta tvingas Bolaget finansiera den kassaflödesnegativa verksamheten genom ytterligare nyemissioner, vilket leder till utspädning av ägandet.

I ett Bear scenario antas ingen företagsförsäljning till en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre omsättningstillväxt och utdragna negativa kassaflöden. Utifrån tillämplig målmultipel om P/S 2,8x för 2024 års nettoomsättning om 44,8 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 2,0 kr i ett Bear scenario.

2,0 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt och marginaler

Prognostiserad nettoomsättning och bruttomarginal, Bear scenario



Analyst Groups prognoser

LEDNING & STYRELSE

Mads Jørgensen, Co-founder, CEO



Innehav: Mads Verner Jørgensen har varit verksam inom mobilspelindustrin i över 20 år. Som entreprenör bakom ett flertal välkända bolag och nätverk. Exempelvis Zellsoft med TDC, vilket senare blev Atchik Realtime. Rezet.net som förvärvade rättigheterna för mobilinnehåll från Disney och Daydream Software, den första börsnoterade speloperatören på den svenska börsen. Mads Verner Jørgensen främsta områden är entreprenörskap, spel och finansiering. Mads Verner Jørgensen är VD för bland annat Sports Equipment Scandinavia AB (publ), BHI FondI ApS och The Wine Cellar ApS samt styrelseledamot i Capitalor Financial Services AB, Queensland ApS och Employment Care A/S. Mads har tidigare varit styrelseledamot och VD för Norventures AB och Citilio Holding ApS samt VD för Odinn ApS. Tidigare styrelseledamot i Amgo Igaming Danmark A/S, Equitec Holding A/S och MR Invest ApS.

Innehav: 9 323 419 aktier.

Per Eriksson, Chairman of the board



Per Eriksson har varit verksam i IT- och spelbranschen under en längre tid och kommer närmast från NetEnt där han arbetade som VD. Med särskild inriktning inom management och affärsutveckling. Per Eriksson är styrelse-ordförande för Accedo.tv chef och tidigare VD för NetEnt, koncernchef för Dustin Group, chef för Dell EMC i Europa, Mellanöstern och Afrika samt VD för Dell i Norden.

Innehav: 0 aktier.

Claes Kalborg, Board Member



Claes Kalborg har över 20 års erfarenhet från rättighets- och varumärkeslicensiering inom film, tv och spel. Med bakgrund inom Rovio kring Angry Birds globala licens-verksamhet och inom King kring varumärkes-licensiering av Candy Crush. Claes Karlborg är aktiv som investerare och styrelsemedlem. Claes Kalborg är styrelseledamot och VD för Barn Storm Media AB, Bodiam AB och Every Sense Entertainment AB samt styrelse-ledamot och vice VD för Sentinella Aktiebolag. Vidare är Claes Kalborg styrelseledamot i FunRock AB, FunRock Development AB, Non Violence Licensing AB, Adventure Box Technology AB (publ) och CF Entertainment AB.

Innehav: 0 aktier.

Carl Falkenberg, Board Member



Carl Falkenberg har över 25 års erfarenhet inom retail banking för SEB. Inom ett flertal ledarroller varav de sista åren som CEO för SEB A/S i Köpenhamn. Carl Falkenberg är idag verksam inom bolagstransaktioner och styrelse-arbete samt investeringar. Civilekonom från universiteten i Lund och Stockholm. Carl Falkenberg är styrelseordförande i Linköpings Golf AB och VD för Pir in Sweden AB. Tidigare styrelseledamot för Länsförsäkringar Östgöta.

Innehav: 222 222 aktier.

Rasmus Guldborg-Kjær, Board Member



Rasmus Guldborg-Kjær har betydande erfarenhet och kunskap inom användarupplevelse, design och kreativ spelutveckling, som Art Director inom spelbranschen med ett flertal spelsuccéer. För Rasmus Guldborg-Kjær är passionen att skapa spelkoncept genom de små detaljerna som berättar och ger atmosfär. Rasmus Guldborg-Kjær är grundare och Creative Director på LL Games AB. Tidigare Art Director på Brain Plus, Creative Director på TiTonm, Creative Director på Hapti.co och Creative Director på IO Interactive.

Innehav: 7 359 000 aktier.

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	2,1	13,5	33,9	64,0	100,7
Aktiverat arbete	1,0	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8
Övriga rörelseintäkter	0,1	-	-	-	-	-
Totala intäkter	1,2	4,0	15,6	36,2	66,6	103,6
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>N.A.</i>	<i>2692,0%</i>	<i>540,2%</i>	<i>151,8%</i>	<i>89,0%</i>	<i>57,3%</i>
Råvaror och förnödenheter	0	-3,1	-6,7	-15,4	-26,5	-39,2
Bruttoresultat	1,2	0,9	8,8	20,8	40,1	64,3
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>23,1%</i>	<i>56,8%</i>	<i>57,4%</i>	<i>60,2%</i>	<i>62,1%</i>
Övriga externa kostnader	-4,4	-10,8	-11,8	-13,6	-15,3	-18,6
Personalkostnader	-1,1	-8,1	-11,2	-13,5	-16,2	-20,0
EBITDA	-4,3	-17,9	-14,2	-6,3	8,6	25,7
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>21,4%</i>	<i>39,9%</i>
Av- och nedskrivningar	0,0	-1,1	-2,0	-2,3	-2,7	-3,3
EBIT	-4,3	-19,1	-16,2	-8,6	5,8	22,4
<i>EBIT-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>8,8%</i>	<i>21,7%</i>
Finansnetto	0,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
EBT	-4,3	-20,2	-17,3	-9,7	4,7	21,2
Skatt	0,0	0,0	-	-	-1,0	-4,4
Nettoresultat	-4,3	-20,2	-17,3	-9,7	3,7	16,9
<i>Nettomarginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>5,6%</i>	<i>16,3%</i>
Bull scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	2,3	14,9	37,3	87,6	124,1
Aktiverat arbete	1,0	1,9	2,6	2,5	2,8	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	-	-	-	-	-
Totala intäkter	1,2	4,2	17,5	39,8	90,4	127,0
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>N.A.</i>	<i>255,4%</i>	<i>312,4%</i>	<i>127,8%</i>	<i>127,2%</i>	<i>40,5%</i>
Råvaror och förnödenheter	0,0	-3,0	-6,7	-15,1	-30,9	-39,8
Bruttoresultat	1,2	1,2	10,8	24,7	59,6	87,2
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>28,4%</i>	<i>61,7%</i>	<i>62,0%</i>	<i>65,9%</i>	<i>68,7%</i>
Övriga externa kostnader	-4,4	-10,8	-13,1	-14,3	-17,1	-19,7
Personalkostnader	-1,1	-8,2	-14,5	-15,5	-18,6	-22,3
EBITDA	-4,3	-17,8	-16,8	-5,1	23,8	45,2
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>40,0%</i>	<i>51,8%</i>
Av- och nedskrivningar	0,0	-1,2	-2,4	-2,7	-2,8	-3,4
EBIT	-4,3	-18,9	-19,3	-7,8	21,0	41,8
<i>EBIT-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>23,2%</i>	<i>32,9%</i>
Finansnetto	0,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2
EBT	-4,3	-20,0	-20,4	-8,9	19,8	40,6
Skatt	0,0	0,0	-	-	-4,1	-8,4
Nettoresultat	-4,3	-20,0	-20,4	-8,9	19,8	32,2
<i>Nettomarginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>25,4%</i>

APPENDIX

Bear scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	2,1	9,4	23,7	44,8	65,5
Aktiverat arbete	1,0	1,9	2,6	2,5	2,8	2,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	-	-	-	-	-
Totala intäkter	1,2	4,0	12,0	26,2	47,6	68,4
<i>Omsättningsstillväxt</i>	<i>N.A.</i>	<i>237,8%</i>	<i>198,2%</i>	<i>118,2%</i>	<i>81,7%</i>	<i>43,6%</i>
Råvaror och förnödenheter	0,0	-3,2	-6,7	-20,2	-34,3	-29,4
Bruttoresultat	1,2	0,9	5,3	6,0	13,3	39,0
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>21,6%</i>	<i>44,0%</i>	<i>28,0%</i>	<i>33,0%</i>	<i>62,0%</i>
Övriga externa kostnader	-4,4	-10,5	-12,6	-13,5	-14,8	-16,3
Personalkostnader	-1,1	-7,9	-12,8	-13,0	-13,6	-16,3
EBITDA	-4,3	-17,5	-20,1	-20,5	-15,0	6,4
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>16,5%</i>
Av- och nedskrivningar	0,0	-1,1	-2,3	-2,5	-2,7	-2,9
EBIT	-8,6	-36,2	-42,5	-43,5	-32,7	9,9
<i>EBIT-marginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>
Finansnetto	0,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
EBT	-8,6	-37,3	-43,5	-44,5	-33,7	9,0
Skatt	0,0	0,0	-	-	-	-1,8
Nettoresultat	-8,6	-37,3	-43,5	-44,5	-33,7	7,1
<i>Nettomarginal</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>10,4%</i>

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **LL Lucky Games AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

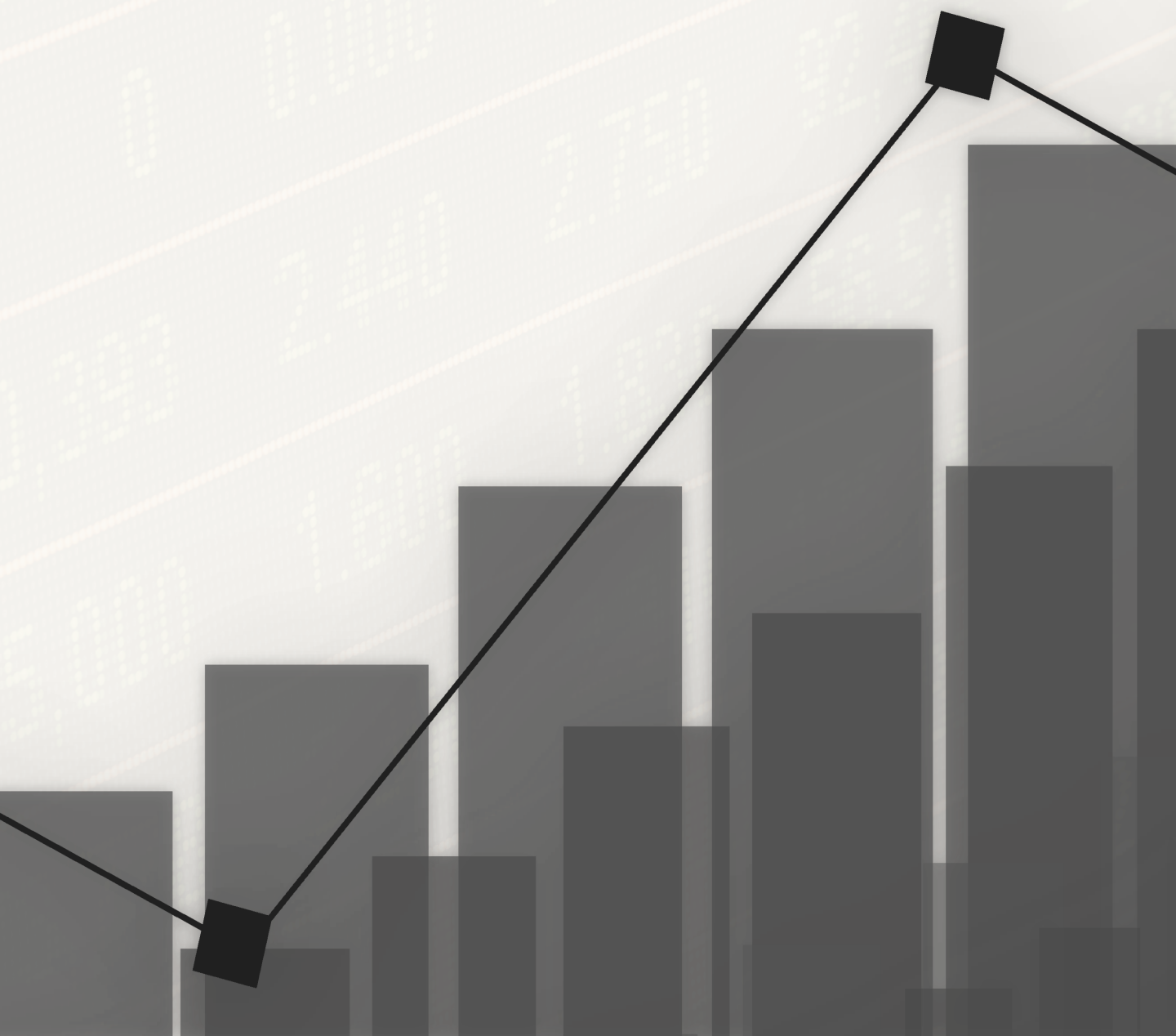
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm