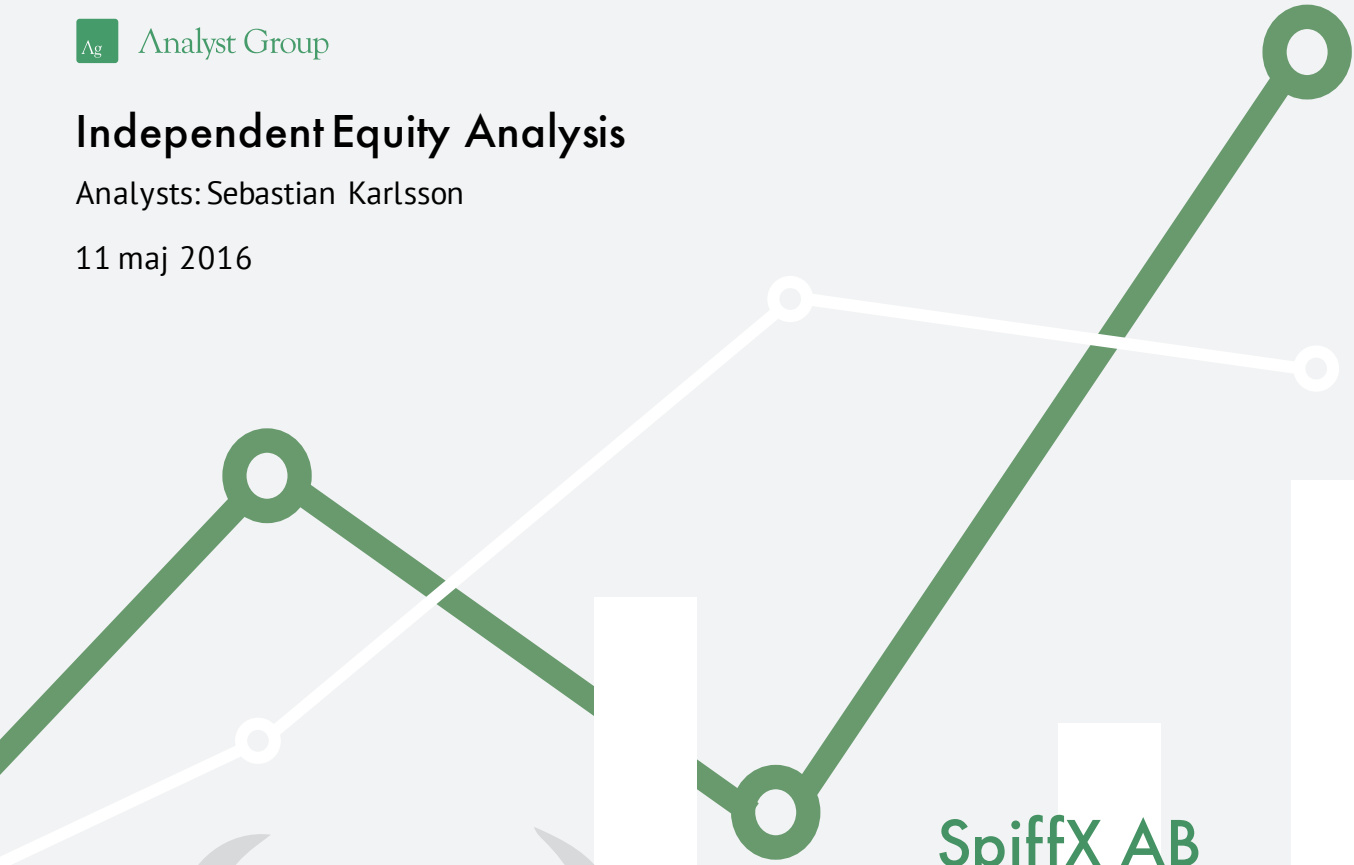


Independent Equity Analysis

Analysts: Sebastian Karlsson

11 maj 2016



SpiffX AB

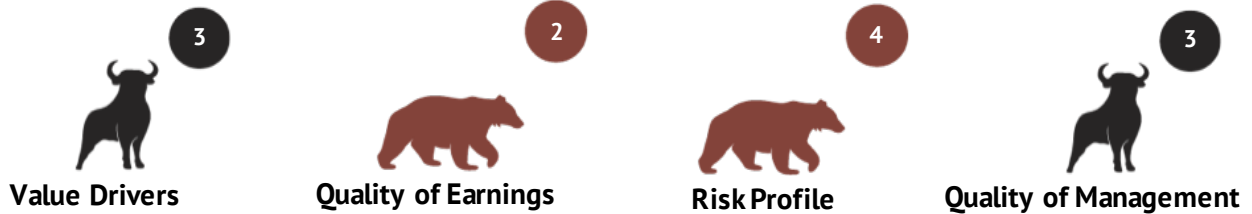
BULL OR BEAR ANALYSIS



Spiff X

Introduction



Analyst Group
» **Estimeras omsätta 65 MSEK år 2018**

Helåret 2016 växte omsättningen med 300 % jämfört med föregående år. 2015 omsatte SpiffX ca 1 MSEK och i ett bull-scenario estimeras omsättningen uppgå till 65 MSEK 2018. Omsättningen drivs främst av kommande mästerskap samt kommersialiseringen av affärsområdet SpiffX Games.

» **Kundpotential på 2 200 %**

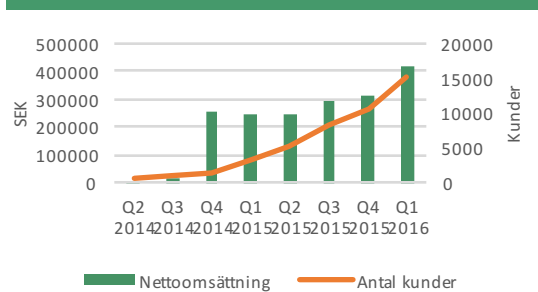
Under Q1 2016 öka de antalet kunder med 45 % jämfört med utgången av Q4 2015. SpiffX vänder sig till Betfairs kundsegment *Heartland Customers* vilket medför ett estimat om en kundpotential på 2 200 % från rådande nivåer.

» **Nya avtal inom SpiffX Games förväntas**

SpiffX är endast i början av kommersialiseringen av SpiffX Games där fler samarbeten förväntas under kommande tiden. Dessa väntas bidra till ökade volymer och intäkter.

» **Unik affärsidé skapar inträdesbarriärer**

I dagsläget är SpiffX ensam på marknaden för handel med derivatodds. Bolaget uppskattar att det skulle ta ett par år för en konkurrent att etablera sig på marknaden.

Nettoomsättning och antal kunder**Value Drivers****ANALYTIKER**

Sebastian Karlsson	sebastian.karlsson@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Skeppargatan 41 114 52 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se

BOLAGETS NAMN

Aktiekurs	5,60kr
v. 52 högsta / lägsta	10,85kr / 2,12kr
Antal aktier	7 852 453st
Börsvärde (MSEK)	46,7 MSEK
Nettoskuld (MSEK)	2,8 MSEK
EV (MSEK)	43,9 MSEK
Sektor	Dagligvaror
Lista / kortnamn	Frist North / SPIFFX
Nästa rapport	23 augusti 2016

UTVECKLING

1 månad	6,7 %
3 månader	-26,8 %
1 år	64,7 %
YTD	34,9 %

HUVUDÄGARE

Dashi Capital AB	20,3 %
Medge AB	19,6 %
Danester AB	10,9 %
Mafic AB	10,9 %
LMK Ventures AB	2,6 %

LEDNING

CEO	Tobias Fagerlund
Styrelseordförande	Rickard Wilton

INSYNSHANDEL	NAMN	FÖRÄNDRING	TOTALT
28/08/15	Tobias Fagerlund	15 500	60 000

Investment Thesis

Omsättningstillväxt på 300 %

SpiffX omsättning för 2015 uppgick till cirka 1 MSEK jämfört med omsättningen för 2014 som uppgick till 0,275 MSEK, vilket innebär en tillväxt på 300 %. 2016 inleddes starkt där omsättningen under Q1 ökade med 35 % jämfört med det utgående kvartalet 2015.

MSEK	2014	2015
Nettoomsättning	0,275	1,02
Tillväxt %	-	300 %

Enligt analys- och undersökningsföretaget H2 Gambling, förväntas spelmarknaden i snitt växa med 12,9 % per år till 2018, vilket visar att SpiffX opererar på en marknad med god underliggande marknadstillväxt. SpiffX har endast varit verksamt i ett par år och tillväxten väntas därför vara betydligt högre än underliggande marknadstillväxten. SpiffX största konkurrent, Betfair, startade sin oddsbörs år 2000 och hade år 2015 en tillväxt på 17 % inom segmentet sportodds. Detta illustrerar att det finns utrymmet för SpiffX att växa mer än vad den underliggande marknaden gör de kommande åren. Det mobila segmentet online-spel växer kraftigt, segmentet var nästan obefintligt 2007 och 2014 omsattes 2 mdeUR, vilket är 40 % av totala antalet spelade sportodds. H2 Gambling estimerar att 60 % av sportoddsen kommer utgöras av det mobila segmentet 2018. SpiffX utvecklar i dagsläget konsumentapplikationer inom affärsområdet SpiffX Games, vilka är avsedda för mobil användning.

Mer än en fördubbling av antalet spelobjekt

I augusti utökade SpiffX utbudet på sin marknadsplats genom att lägga till spanska, italienska och tyska förstadivisionerna utöver det tidigare utbudet som var Premier League, Champions League och EM-kvalet 2016. Detta innebär att antalet spelobjekt mer än fördubblades på SpiffX plattform. SpiffX utökade även erbjudandet i april då man la till fler marknader, bland annat Asian Handicap som är mycket populärt på den asiatiska spelmarknaden. Det ökade antalet spelobjekt estimeras bidra till betydande ökning av omsättning per kund.

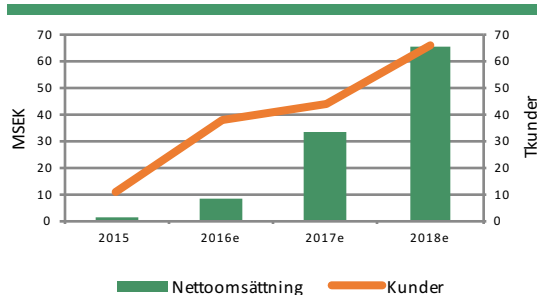
Potentiell kundökning med 2 200 %

Vid utgången av det Q4 2015 uppgick antalet kunder till ca 10 500 st, jämfört med föregående år, detta innebär en ökning med 750 %, trots den relativt försiktiga marknadsföringen som skett under året. SpiffX uppskattar att antalet kunder kommer uppgå till ca 64 300 st. 2018. Detta motsvarar en ökning på 430 % från nuvarande nivå. Konkurrenten Betfair kategoriserar sina kunder i tre segment; *Heartland Customers*, *nöjeskunder* och *tillfälliga spelare*. SpiffX riktar sig mot segmentet *Heartland Customers* som utgör ungefär 20 % av Betfairs kunder. 2015 hade Betfair 1,7 miljoner kunder och 20 % av dessa innebär en målgrupp på 340 000 st. kunder. Detta ger utrymme för en kundökning med 2 200 % från dagens nivåer. Till höger visas en graf över den estimerade kundtillströmningen i ett bull-scenariot. Kundtillväxten i scenariot drivs främst av kommande mästerskap och det ökade antalet spelobjekt på marknaden (se nästa sida).

Business Summary

SpiffX driver världens första optionsmarknad och Darkpool för sportodds. Bolagets kunderbudanden består i att ge storspelare och spelbolag möjlighet att ingå hävstångspositioner, affärsidén kallas SpiffIndex. Spelbolag erbjuds även attraktiva konsumentapplikationer (SpiffX Games) med höga vinstchanser riktade till spelbolagets kunder. Konsumentapplikationerna bygger på en förenkling av derivattekniken. Bolaget noterades på Stockholmsbörsens First North Lista i april 2015.

Nettoomsättning och antal kunder



Unik affärsidé skapar inträdesbarriärer

SpiffX är i dagsläget ensam på marknaden för handel med derivatodds och utvecklingen av konsumentapplikationer till spelbolag. Bolaget uppskattar att det skulle ta ett par år för en konkurrent att etablera sig på marknaden, på grund av nödvändiga licenser och utvecklingen av derivatinstrument. Detta ger SpiffX en unik nisch på en snabbt växande marknad. 2015 var SpiffX första år som noterat bolag och redan under 2015 tecknades avtal med Betting Promotion, en ledande aktör inom oddstrading. Betting Promotion förvärvades förra året av Nordic Leisure. Samarbetet möjliggör ett ökat antal spelobjekt och effektiviserad transaktionshantering med potential för marginalförbättring. Liknande avtal träffades även med Volmax Ltd (Malta) där syftet var att inbringa likviditet till oddsbörsen. SpiffX lanserade även under 2016 en världsunik tjänst kallad Multi Exposure som tillåter automatisk kvittning mellan olika utfall som inte kan inträffa samtidigt.

Bred kompetens i ledningen

SpiffX har ett team med bred erfarenhet från bland annat högre frekvenshandel, oddshandel, finansbranschen och online-spel. SpiffX grundare har själv varit professionella spelare på marknaden och såg behovet av denna typ av tjänst. Detta ger ledningen en bred och nödvändig kompetens inom branschen.

Samarbeten med Bonnier Gaming och Leander Games

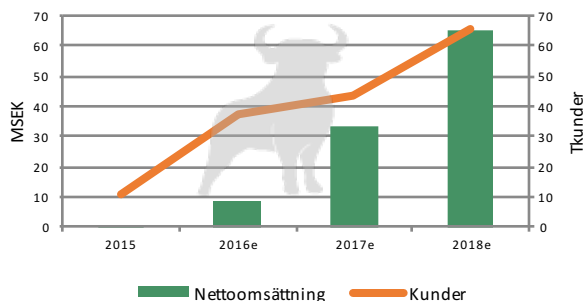
SpiffX är bara i början av kommersialiseringen av konsumentapplikationer inom affärsområdet SpiffX Games. I januari inleddes ett samarbete med Bonnier Gamings spelbolag, Evoke Gaming som har kända varumärken som Redbet, Vinnarrum och MamaMia Bingo. Evoke Gaming kommer kunna erbjuda sina kunder spel på SpiffXs optionsmarknad genom realtidsspel på olika sportevent. I april tecknades även ett avtal med Leander Games om distribution av den första konsumentapplikationen Take5 som riktar sig till det mobila segmentet.

Avtalet väntas bidra till en ökad exponering för applikationen Take5 mot nya potentiella kunder. Take5 väntas få ett stort intresse under EM 2016 då koncentrationen på varje spelobjekt är högre än vanligt. SpiffX räknar med att träffa fler avtal gällande konsumentapplikationer under den kommande tiden. Bolaget räknar med att varje samarbete som driftsätts påtagligt kommer bidra till volym, intäkt och tillväxt. Detta enligt en intervju med SpiffX VD Tobias Fagerlund (se sid 4). SpiffX ser paketerade produkter till konsumenter som mycket tillväxt drivande för deras marknadsplats och målgruppen för SpiffX Games uppskattas till 350 spelbolag.

Valuation

Bull-scenario

Nettoomsättning och antal kunder



I grafen ovan illustreras nettoomsättningen och antalet kunder i ett bull-scenario. SpiffX kommer från låga nivåer och estimeras i detta scenario växa betydligt kraftigare än den underliggande marknadstillväxten på 12,9 %. Scenariot är baserat på målsättningen om 64 300 kunder år 2018. Kundtillväxten drivs främst av mer än en fördubbling av antalet spelobjekt på marknadsplatsen och kommande mästerskap 2016 och 2018. Världsnyheten Multi Exposure väntas ge konkurrensfördelar och locka nya kunder till marknadsplatsen.

Kommersialiseringen av SpiffX Games tar fart under 2016 och nya samarbeten väntas i detta scenario. Konsumentapplikationen Take5 bidrar till en kraftig ökning av omsättning per kund då koncentrationen av antalet spelobjekt är högre än vanligt under mästerskapsperioden. Potentiella samarbeten inom affärsområdet SpiffX Games väntas bidra till ökade volymer och betydande intäktsökningar under perioden.

År (SEK)	Omsättning/kund
2015	105
2016e	295
2017e	768
2018e	1 000

I tabellen ovan visas omsättningen per kund mellan åren 2015 och 2018e. Under 2015 omsatte SpiffX cirka 105 SEK per kund. Det utökade utbudet och SpiffX Games medför att estimaten för 2018 uppgår till 1 000 SEK per kund. Konkurrenten Betfair omsatte 2015 cirka 2 250 SEK per kund.

Scenariot ovan medför att omsättningen i ett bull-scenario estimeras till cirka 65 MSEK 2018, beräknat på målsättningen om 64 300 kunder och den estimerade omsättningen per kund på cirka 1 000 sek. Hög kundtillväxt, ökad omsättningen per kund och samarbeten inom SpiffX Games medför att det finns goda möjligheter att vända till positivt kassaflöde inom perioden. Detta ligger även i linje med uttalanden från VD:n att det inte krävs gigantiska volymer för att nå positivt kassaflöde.

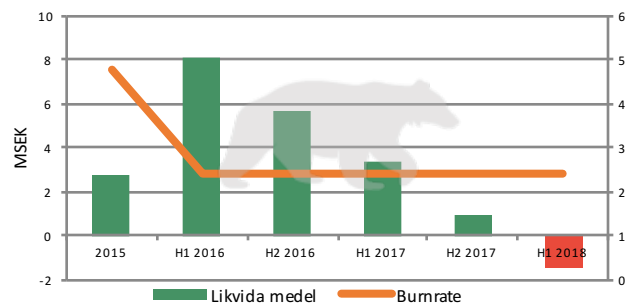
År	P/S-multipel
2015	33
2016e	4,4
2017e	1,2
2018e	0,6

I tabellen ovan visas en värdering av SpiffX sett till P/S-multipeln. I dagsläget värderas SpiffX till en P/S-multipel på 33. Givet estimatet att SpiffX omsätter 65 MSEK 2018 och aktiekursen 5,8 kr värderas SpiffX 2018 till en P/S-multipel på 0,6.

Bear-scenario

I ett bear-scenario är SpiffX affärsidé för nischad och målgruppen är inte lika stor som estimaten, vilket medför att kundtillströmningen avtar och målet om 64 300 kunder uppnås inte. Konsumentprodukterna SpiffX Games uppnår inte den marknads-spridning man hoppats på och intäkterna från segmentet blir låga. Samtidigt ökar kostnaderna för utveckling och framtagning av produkterna. I grafen nedan visas ett scenario där SpiffX inte lyckas uppnå positivt kassaflöde inom den närmsta perioden och hur *burn raten* påverkar de likvida medlen. Grafen redovisas per sexmånadersperiod.

Likvida medel och burn rate



Vid utgången av 2015 uppgick SpiffX likvida medel till 2,8 MSEK. I april fulltecknades nyemissionen och inbringade 9 MSEK till verksamheten. SpiffX estimerar en *burn rate* på 0,4 MSEK per månad, vilket innebär 2,4 MSEK per sexmånadersperiod. Med en kassa på 2,8 MSEK, en nyemission som inbringar 9 MSEK och en *burn rate* på 2,5 MSEK visar våra estimat att SpiffX kan bedriva verksamheten fram till början av 2018 utan att kapitalanskaffning behövs. Risken för detta sänks dock något eftersom att SpiffX estimeras ha genomgått den mest kapitalkrävande fasen.

Risk/reward

SpiffX har en unik nisch på en snabbt växande underliggande marknad. En hög kundpotential och kommande mästerskap medför möjligheten för en betydande kundtillströmning. Det ökade utbudet av matcher samt kommersialiseringen av SpiffX Games estimeras öka omsättningen per kund kraftigt. Uppsidan medför även en stor risk men trots detta framstår ändå *risk/reward* som attraktiv.

CEO-Interview – Tobias Fagerlund

» **Första konsumentprodukten "Take5" lanserades i slutet av förra året. Hur ser ni på tillväxten i det segmentet? Kommer det utgöra en betydande del av er omsättning de kommande åren?**

- Svaret är Ja. Vi förväntar oss att Take5 och området Games kommer att bidra till en betydande del av vår omsättning. Vi ser ett stort intresse för produkten när vi visar den för olika marknadsaktörer. Paketerade produkter till konsumenter ser vi som mycket tillväxtdrivande för vår marknadsplats i stort. Varje bet/tryck på Take5 genererar volymer på de underliggande marknadsplatserna och att bygga volym på dessa är A och O för att uppnå en kraftig tillväxt och i förlängningen intjäning.

» **Jag förstod att konsumentapplikationerna väntas generera betydande volymer och intäkter. Givet detta, hur ser ni på möjligheten att nå positivt kassaflöde de närmsta åren?**

- Vi räknar med att få igång några operatörer under året. Självfallet ämnar vi öka tempot och intensiteten i vår marknadsnärvaro vilket kommer medföra en del kostnader men vi räknar med att addera nya operatörer utan större investeringar i system och infrastruktur. Om du med "åren" menar 2016 och 2017 så tror jag att vi har en god möjlighet att vara där under nästa år. Självfallet är det en resa och det är mycket som ska falla på plats men vi ser framtiden an med tillförsikt.

» **Vad väntar ni er för effekter från Multi Exposure? Tjänsten kommer medföra att kunden inte behöver binda samma mängd kapital vid vissa utfall, och kan på så sätt användas för att placera ett nytt bet?**

- Stämmer, en stor konkurrensfördel för de som handlar med odds d.v.s de som är på båda sidor av en utkomst. Vi har inte sett detta användas någon annanstans på det vis vi erbjuder och är övertygade om att det kommer att bli mycket populärt bland stora delar av våra kunder. Det ger en helt ny möjlighet att managera sitt kapital och - om man så vill - använda det på andra positioner. Vi är spända på att följa utvecklingen för Multi Exposure-funktionen. Den gillas skarpt av aktörer som vi pratar mycket med.

» **Vilka är de tre största anledningarna till att man bör investera i SpiffX?**

- Vi räknar med att träffa flera avtal om våra konsumentprodukter under den kommande tiden. Dessa kommer att användas och komma ut på marknaden via olika operatörer och samtidigt generera riktigt intressanta volymer på våra marknadsplatser. Volymer som i sin tur ger intäkter och vi räknar med att varje samarbete som driftsätts påtagligt kommer att bidra till volym och intäkt och tillväxt i marknadsplatsen i övrigt. Likviditet på marknadsplatserna göder sig självt samtidigt som de fungerar som etableringshinder för andra. Vi behöver inte gigantiska volymer för att nå ett positivt kassaflöde.

Tobias Fagerlund, VD SpiffX AB
2016-04-08 och 2016-04-15

SWOT

Strengths

- Unik nisch på marknaden.
- Estimerat försprång på marknaden med ett par år.
- Erfaren ledning med bred kompetens.

Weaknesses

- Kostnaderna överstiger intäkterna.
- Fluktuerande kostnadsposter.
- Behov av nödvändig likviditet på oddsbörsen.






Opportunities

- Kommande mästerskap 2016 och 2018.
- Nya avtal inom SpiffX Games.
- Ökat utbud av spelobjekt.

Threats

- Konjunkturkänsligt.
- Politisk risk inom branschen.
- Begränsad målgrupp.

Rating

 3	Value Drivers	Kommande mästerskap väntas öka kundtillströmningen, det ökade utbudet av spelobjekt och kommersialiseringen av SpiffX Games estimeras öka omsättningen per kund. Detta kombinerat bidrar till en kraftig omsättningstillväxt där SpiffX estimeras omsätta 65 MSEK 2018.
 2	Quality of Earnings	Omsättningen per kund är i dagsläget relativt låg sett till konkurrenter och intäkterna är säsongberoende.
 4	Risk Profile	Kostnaderna överstiger i dagsläget intäkterna vilket medför att ytterligare kapitalanskaffning kan bli nödvändigt. Den unika nischen bidrar till en begränsad målgrupp. SpiffX är även konjunkturkänsligt.
 3	Quality of Management	SpiffX ledningen har en bred kunskap och har erfarenhet från bland annat hög-frekvenshandel, oddshandel, finansbranschen och online-spel. Grundarna har även varit professionella spelare och har djup förståelse för marknaden.
 1	Overall view	Kommersialiseringen av SpiffX Games väntas bidra till intressanta volymer och intäkter den kommande perioden. Två kommande mästerskap ger möjligheten för ökad kundtillströmning och omsättningstillväxt. Risken dämpas något då SpiffX estimeras genomgått den mest kapitalintensiva fasen.

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

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 Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/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

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen. Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.