

## ÖVERSIKT

### 1

Kambi är ett bolag som verkar inom branschen online gambling. Marknaden karaktäriseras idag av osäkerheter när det kommer till spelregleringar samtidigt som Bolagets få kunder pressar arvodet som betalas ut till Kambi. Det som förväntas gynna Kambi är deras skalbara affärsmodell och fotbolls-VM 2018. Bolaget handlas idag till en EV/EBITDA om 15,4x, vilket med en target-multipel om 11,9 implicerar en potentiell nedsida om -17,4 %.

**Kambi Group ("Kambi" eller "Bolaget")** tillhandahåller sportsbetting-tjänster (B2B) till operatörer (B2C) inom online gambling. Bolaget erbjuder bland annat oddssammanställning och risk management åt 16 olika operatörer, däribland Kindred. Bolaget utvecklar sportsbetting-tjänsterna in house och tar sedan betalt av operatörer (kunder) via månatliga avgifter samt en andel av omsättningen som operatörerna genererar.

**Bolagets framtidsutsikter är i dagsläget osäkra, på gott och ont.** Online gambling-marknaden visar tendenser på att bli mer konsoliderad. Vid en mer konsoliderad marknad, där färre aktörer utgör en större del av branschen, kan Kambi gynnas om de lyckas ingå avtal med aktörer som har en stark marknadsposition, alternativt behålla de storkunder som det finns befintliga avtal med. En marknadskonsolidering kan också vara till bolagets nackdel då det kan vara mer lönsamt för större aktörer att utveckla dessa sportsbetting-tjänster själva, istället för att anställa Kambi. Denna trend syns redan då flertalet aktörer har spelutveckling och sportbetting inom den egna koncernen, exempelvis Aspire Global och Cherry.

Den föreslagna spelregleringen, som väntas träda i kraft under 2019, kommer direkt missgynna Bolaget då en spelskatt om 18 % införs.<sup>1</sup> Avregleringar av den amerikanska marknaden kan gynna Kambi i framtiden då fler marknader öppnas upp, samtidigt som detta förutsätter att Kambi lyckas kapitalisera på denna möjlighet.

**Prispress från kunder väntas minska Bolagets omsättning under 2019E.** Under 2017 förhandlade 888 Casino ned arvodet de betalar Kambi, vilket minskade Bolagets resultat då operatören utgjorde större delen av omsättningen. Under 2018 ska avtalet med Kindred omförhandlas vilket förväntas sänka Bolagets intäkter från Kindred (som utgör ca 60 % av omsättningen) med ca 3% under 2019E. Kambis *pricing power* är relativt svagt vilket bevisas av historisk prispress och om denna trend fortsätter kommer skalbarheten i Bolagets affärsmodell begränsas. Om detta uppmärksammas av fler kunder kan en kedjereaktion utlösas, vilket leder till att fler kunder kan vilja förhandla om arvodet.

**Lågt antal kunder och ett fåtal storkunder exponerar Bolaget mot risker.** Kambi har idag 16 stycken operatörer som kunder. Detta är ett relativt lågt antal, jämfört med konkurrenter, samtidigt utgör Kindred uppskattningsvis cirka 60 % av Bolagets omsättning. Detta exponerar Kambi mot en hög risk då en förlorad kund eller minskat arvode kan ha stor effekt på omsättningen. Det som minskar denna risk är att kunderna ofta är uppbundna i avtal under ett eller flera år.

**Fotbolls-VM väntas driva omsättning under 2018 och bidra med fler spelare på längre sikt.** Fotbolls-VM, som inträffar under Q2 och Q3 2018, kommer vara en viktig händelse för Kambi.

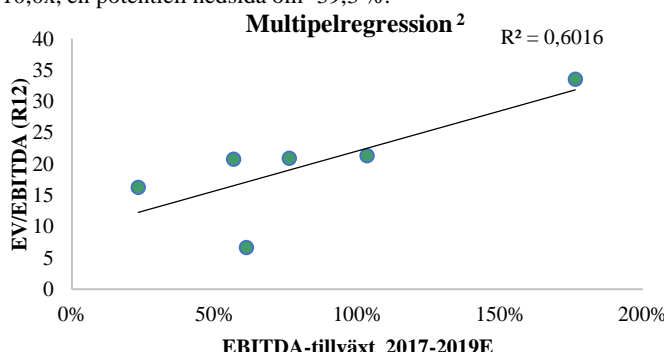


Detta event väntas öka omsättningen från 1,09 MEUR per operatör under Q1 till 1,14 MEUR under Q2 och Q3 och skulle kunna leda till fler långsiktiga kunder. I och med att Bolaget har höga fasta kostnader är affärsmodellen skalbar då Kambi kan öka intäkterna utan att kostnaderna ökar parallellt. Detta väntas öka EBITDA-marginalen från 24,1 % till 26,5 % 2019E.

**I ett Base scenario impliceras en potentiell nedsida om -17,4 %.** Under 2018E väntas Bolagets omsättning öka med 11,8 %. Detta är baserat på att Kambis nya kund Casumo har integrerat Bolagets sportsbetting-tjänst. Fotbolls-VM estimeras även vara en bidragande faktor till omsättningstillväxten då omsättning per operatör antas öka från 1,09 MEUR Q1-18 till 1,14 MEUR Q2 och Q3. Under 2019E estimeras en omsättningstillväxt om 4,4 % baserat på att den svenska spelregleringen träder i kraft i början av 2019, vilket kommer minska Bolagets nettoomsättning med ca 3 %. Omförhandling av avtal med Kindred antas även minska omsättningen från kunden med 2 %. EBITDA-marginalen estimeras öka från 24,1 % Q1-18 till 26,5 % fram till 2019E härrörande från att Bolaget har stora delar fasta kostnader, vilket leder till skalfördelar. Sammantaget motiveras en EBITDA-tillväxt om 18,0 % fram till 2019E vilket resulterar i en target-multipel om 11,9x (vid en multipelregression) och därmed en nedsida om -17,4 %.

**I ett Bull scenario impliceras en potentiell uppsida om 12,8 %.** I ett Bull scenario väntas Kambi påverkas mindre av prispressningar och den föreslagna svenska spelregleringen. Samtidigt väntas Fotbolls-VM generera mer intäkter än väntat. Detta resulterar i en omsättning om 78,5 MEUR 2019E vilket med en EBITDA-marginal om 27,5 % leder till en EBITDA-tillväxt om 34,5 % mellan 2017 och 2019E. Sammantaget motiveras en potentiell uppsida om 12,8 %.

**I ett Bear scenario impliceras en potentiell nedsida om -39,3 %.** I ett Bear scenario väntas prispressningar påverka Kambi mer än väntat. Bolaget antas även få det svårt att ingå nya avtal vilket leder till en omsättning om 67,2 MEUR 2019. Detta med en EBITDA-marginal om 25 % motiveras, med target-multipel om EV/EBITDA 10,0x, en potentiell nedsida om -39,3 %.



# 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.

## 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 positiv 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 inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Nordic Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

**Wilhelm Sondén äger aktier i:** Aspire Global, TalkPool, Nordic Leisure, Drillcon och Nordic Waterproofing.

**Patrik Nilsson äger aktier i:** Aspire Global

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

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.