

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

FANTASMA GAMES

Lönsam tillväxt och starkt momentum

2022-09-19

Analytiker: Adam André & Arvid Johansson



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

FANTASMA GAMES

LÖNSAM TILLVÄXT OCH STARKT MOMENTUM



Fantasma Games AB ("Fantasma" eller "Bolaget") utvecklar och producerar spel till den globala casinomarknaden online. Bolaget levererade under andra kvartalet lönsamhet på EBITDA-nivå om 14,4 % och där spelintäkterna för kvartalet uppgick till 6,3 (1,5) MSEK, motsvarande en ökning om 314 %. Givet den fortsatt starka tillväxten som väntas vara uthållig till följd av en framförallt stark position i USA och en *long tail* på tidigare spel på historiskt starka marknader i Europa, estimerar Analyst Group ett EBITDA-resultat om 13,8 MSEK år 2024. Med en applicerad *forward*-multipel om 10x EV/EBITDA ger det ett potentiellt nuvärde om 41 SEK per aktie.

▪ Lönsam tillväxt

Fantasma Games levererade under Q2-22 återigen rekordsiffror då spelomsättningen växte till 1 439 MSEK, en ökning om 120 % mot jämförande kvartal år 2021, med en total spelbehållning om 84 MSEK (23). Den höga spelbehållningen kommer som en följd av en högre spelmarginal, vilken under kvartalet nådde 5,9 % (3,5). Resultatet innebär att Fantasma för första gången rapporterade lönsamhet på EBITDA-nivå om 14,4 %, något som Analyst Group ser som ytterligare ett bevis på styrkan i Bolagets affärsmodell.

▪ Nya avtal med operatörer och distributörer

Bolagets ledning har utvecklat flertalet nära relationer med världsledande distributörer och operatörer såsom Light & Wonder, BetMGM, Kindred och Relax Gaming. Genom den breda räckvidden har Bolaget en solid plattform för fortsatt expansion på nya och befintliga marknader. Dessa operatörer är en bidragande faktor till intäktsrekordet under Q2-22 och förväntas fortsatt bidra till Fantasma omsättning. Vidare ser Analyst Group stor potential på nya och befintliga geografiska områden samt genom avtal med nya operatörer. Expansionen i USA förväntas fortsatt påverka Fantasma positivt och med Bolagets unika position och samarbeten med ledande aktörer estimerar Analyst Group fortsatta spellanseringar och nya samarbeten för att ytterligare stärka Bolagets räckvidd.

▪ Motiverat värde om 41 SEK per aktie

Den nyligen presenterade Q2-rapporten ligger i linje med Analyst Groups tidigare estimat och efter mindre justeringar estimeras ett EBITDA-resultat om 13,8 MSEK år 2024. En EV/EBITDA målmultipel om 10x är härledd från en *precedent transaction*-värdering, viktad 75/25 mot en *peer*-värdering, vilket motiverar ett nuvärde om 41 SEK per aktie. I termer av bolagsvärde (EV) motsvarar det ~146 MSEK, att jämföra med vår tidigare värdering om ~134 MSEK. Justering i termer av värde per aktie beror bl.a. på ca 0,5 miljoner tillkommande aktier hänförliga till inlösen av TO1.

AKTIEKURS 27 kr

VÄRDERINGSINTERVALL				
BEAR 23 kr		BASE 41 kr		BULL 50 kr
FANTASMA GAMES AB				
Senast betalt (2022-09-16)				27,0
Antal Aktier (st.)				3 556 535
Market Cap (MSEK)				103,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)				-11,8
Enterprise Value (MSEK)				91,3
V.52 prisintervall (SEK)				15,9-44,5
Lista		Nasdaq First North Growth Market		
UTVECKLING				
1 månad				-13,7 %
3 månader				37,8 %
1 år				-28,0 %
YTD				-9,6 %
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BLOOMBERG PER 2022-09-16)				
Fredrik Johansson				13,9 %
Karl Lindstedt				6,2 %
Christina Andersson				5,7 %
Oliver Jonsson				5,3 %
Martin Fagerlund				4,7 %
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör				Fredrik Johansson
Styrelseordförande				Eric Holmberg
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q3 2022				2022-11-09
PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	7,8	25,5	35,0	43,5
Totala intäkter	14,0	32,2	42,3	51,3
Bruttoresultat	12,3	28,0	36,8	44,5
Bruttomarginal	88,0 %	86,9 %	87,0 %	86,8 %
Rörelsekostnader	-17,0	-26,8	-27,9	-30,7
EBITDA	-4,7	1,2	8,9	13,8
EBITDA-marginal	Neg.	3,8 %	21,0 %	27,0 %
Av- och nedskrivningar	-2,6	-4,4	-5,8	-6,4
Nettoresultat	-7,4	-3,1	2,4	5,8
Nettomarginal	Neg.	Neg.	5,7 %	11,3 %
EV/S	6,4x	2,8x	2,2x	1,8x
EV/EBITDA	Neg.	75,2x	10,3x	6,6x
P/E	Neg.	Neg.	42,6x	17,8x

INVESTERINGSIDÉ

Bevisad affärsmodell med brett nätverk genererar stabila intäkter

Fantasma Games har sedan år 2021 skapat en stabil grund genom nya distributionsavtal och spellanseringar, samt lansering av vidareutvecklade tidigare släppta spel, vilka estimeras driva fortsatt tillväxt. Avtal har ingåtts med bland annat Light & Wonder som är en världsledande USA-baserad distributör med verksamhet i de delstater som genomgått legalisering av iGaming och där iGamingen är som mest etablerad. Räckvidden är även stor i Europa, i bland annat Storbritannien och Nederländerna, genom avtal med operatörer som Kindred. Den höga efterfrågan på Fantasma's spelkatalog styrks av att några av Storbritanniens och USA:s största aktörer, Flutter Entertainment, Gamesys samt BetMGM, ingått avtal med Bolaget under H1-22, vilket resulterat i en spelomsättningsökning YoY om 91 % under H1-22. Analyst Group ser spellanseringar i den svåråtkomliga delstaten Pennsylvania i USA som ett styrketecken på att de samarbeten som finns är med ledande aktörer och att de fortsatta expansionsmöjligheterna är starka. Till följd av en stadigt växande mängd operatör- och distributionsavtal slog Fantasma rekord i spelintäkter under andra kvartalet år 2022 och inbringade spelintäkter om 6,3 MSEK, motsvarande en ökning med 314 % jämfört med samma period föregående år. Genom fortsatt expansion på nya och befintliga marknader med Bolagets spel av högsta klass förväntas ett fortsatt starkt momentum leda till en omsättningstillväxt om 77 % CAGR åren 2021-2024. Bolaget har slutit avtal med över 200 operatörer och förväntas uppnå målet om 250 kvalitativa operatörer innan utgången av år 2023, och fler väntas ansluta i samband med att fler stater i USA legaliserar iGaming, samtidigt som den Europeiska marknaden växer.

God potential för fortsatta förvärv, men Bolaget är även en attraktiv uppköpskandidat

Fantasma Games står idag skuldfritt med en nettokassa om 11,8 MSEK, varför Analyst Group anser det troligt med åtminstone ett förvärv innan utgången av år 2023. Förvärv ska dock ses som en option och är inget Analyst Group inkluderat i sina prognoser. Vidare ser Analyst Group på Fantasma som en potentiell uppköpskandidat med bakgrund till Bolagets attraktiva erbjudande och potentiella synergier med andra bolag. Uppköpspotentialen stärks av att Bolagets värderas till en rabatt om ~35 % mot branschens historiska uppköpsmultipl (median) om 16,0x EV/EBITDA.

Starkt nätverk och ett gediget *Track Record* ger *First Mover Advantage*

Fantasma's grundare, VD och största ägare (16,3 %) Fredrik Johansson har mångårig erfarenhet av casinomarknaden från bl.a. ComeOn! och LeoVegas. Andra stora ägare inom Bolagets är Tianzhi Zhou (3,7 %), ledande spelutvecklare, samt styrelseledamot Eric Holmberg (2,8 %). Totalt uppgår insynsägandet till ~40 %, vilket Analyst Group anser tillför förtroende för ledningens incitament att öka aktieägarvärdet framgent. Andra nämnvärda ägare är Betssons VD Pontus Lindwall (3,2 %) och Knutsson & Lundström, aktiva i bl.a. Betsson och Cherry Casino. Fantasma's stora erfarenheten från spelmarknaden samt Bolagets nätverk ger enligt Analyst Group, Fantasma ett *First Mover Advantage* vid lanseringar på nya marknader.

Viktigt att ta höjd för regulatoriska risker

En överhängande risk på den snabbväxande iGaming-marknaden är nya regleringar och lagar. Ett exempel i närtid är den nederländska regeringens lagstiftning som infördes under år 2021 och som begränsar antalet aktörer på marknaden. För marknaden som helhet innefattar detta inte nödvändigtvis att spelandet minskar, utan enbart att det blir färre och "stabilar" operatörer som distribuerar spelen till slutkonsumenterna. Detta innebär även att den regulatoriska risken minimeras för bolag likt Fantasma Games som ej har egen direktkontakt med slutkonsumenter.

ÖVER 200
ANSLUTNA
OPERATÖRER

STARKT
INSYNSÄGANDE

REGULATORISKA
RISKER

HIGHLIGHTS

1

Accelererad
produktionstakt,
6-8 spellanseringar
per år

2

Samarbeten med
ledande aktörer både i
Europa och
Nordamerika

3

Återlansering av spel
innebär en kortsiktig
boost av spelintäkter

4

Högt insynsägande

5

Regulatoriska risker
motverkas genom
stort nätverk av
operatörer

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING

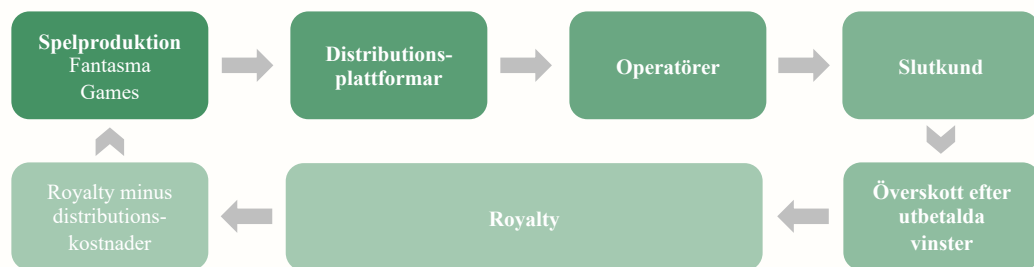
Fantasma Games grundades år 2016 av nuvarande VD Fredrik Johansson, Bolaget utmärker sig från dess konkurrenter med ett riktat fokus och en ambition att utveckla spel enligt devisen "Slots beyond gambling". Den uttalade devisen präglar hela organisationen som med nytänk, innovation och kreativitet, anknyter tydliga influenser från dataspelsvärlden till sina slotsspel, allt för att kunna erbjuda den bästa möjliga spelupplevelsen för slutkunderna. Bolaget består utav en liten och fokuserad organisation med en djup spelförståelse, där 75 % av kostnaderna härleds direkt till utvecklingen av spel. Fantasma kapitaliserar på en välutvecklad infrastruktur, där Bolaget med en nära relation till ett flertal ledande distributörer når ut till slutkonsumenter via över 200 operatörer.

URVAL AV OPERATÖRER



Nära relation till distributörer möjliggör en lönsam intäktsmodell.

Grafik över Bolagets intäktsmodell



Källa: Bolaget

Förvärvet av Wiener Games stärker Fantasma's produktionskapacitet

Fantasma Games slutförde förvärvet av den bulgariska spelutvecklaren Wiener Games OOD i november år 2021 mot en köpeskilling bestående av kontanter samt aktier i Fantasma, motsvarande totalt ca 7 MSEK, i samband med förvärvet. Kopplat till förvärvet gick Svea Ekonomi in som ägare i Fantasma via en riktad nyemission. Wiener Games är en väletablerad utvecklare av casinospel och producerar 20-25 spel per år åt tredje part och omsatte år 2021 ca 6,5 MSEK, förvärvet är således en viktig del för att kunna möta det ökande intresset för Fantasma Games spelkatalog. Vad gäller finansiering så genomfördes framgångsrikt inlösen av TO1 under H1 år 2022, som tillförde Bolaget 7,2 MSEK. Med bakgrund till Bolagets starka finansiella ställning förväntar sig Analyst Group att Fantasma kommer att genomföra fler förvärv.

URVAL AV SPEL

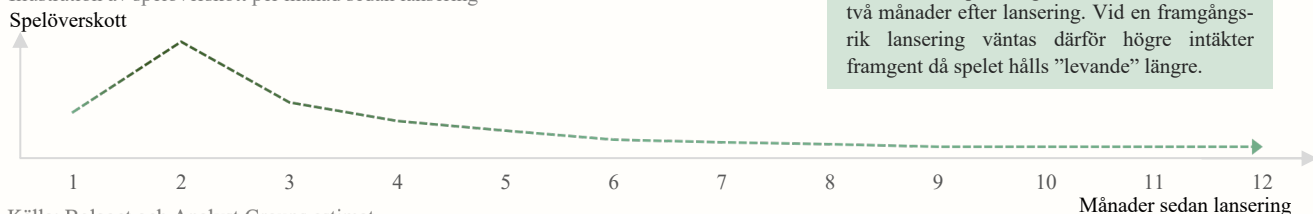


Konkurrenskraftiga spel med inspiration från dataspelsvärlden

För att attrahera slutkonsumenter, och urskilja sig från konkurrenter, tillhandahåller Fantasma kreativa och nytänkande spel med inspiration från dataspelsvärlden. Dessa spel tillhandahålls därefter till distributörer som i sin tur kan erbjuda slutkonsumenter spelen via operatör-plattformar. Detta möjliggör en skalbar intäktsmodell för Fantasma utan kostnader efter spelutvecklingen, i kombination med "long tails", vilket innebär spel som efter 6 månader fortsatt bringar intäkter, medför detta stabila kassaflöden flera år efter produktionen av spelen, utan någon kostnad vilket visar på affärsmodellens skalbarhet. Bolaget har idag över 20 aktiva spel på den globala marknaden med välkända titlar såsom Heroes Hunt, Medallion Megaways och Wins of Nautilus.

Intäkter från spel når generellt sin topp två månader efter lansering.

Illustration av spelöverskott per månad sedan lansering



Källa: Bolaget och Analyst Groups estimat

MARKNADSANALYS

**STARK
UNDERLIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT**

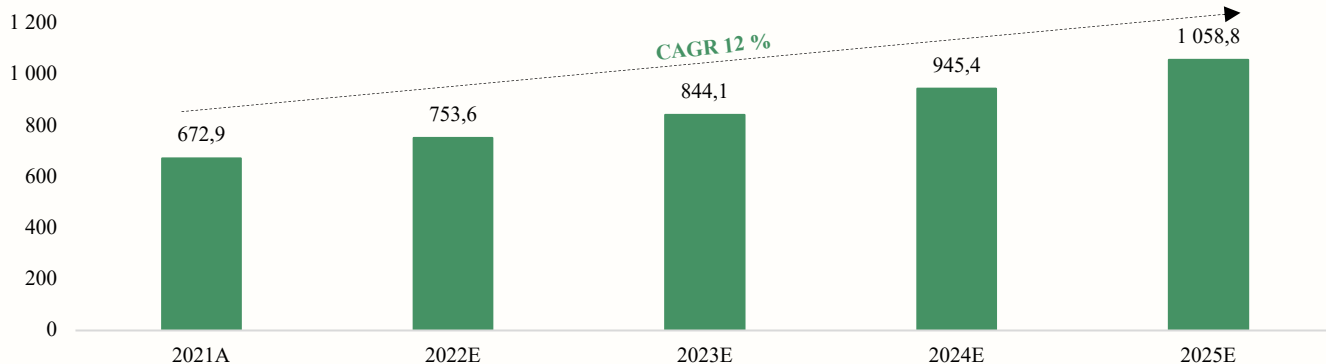
En marknad som genomgår en industriell förändring

Fantasma Games är aktiva inom den globala marknaden för iGaming, en marknad som just nu genomgår en stor industriell förändring, drivet av en förflyttning från fysiska casinon till nätbaserade. En ökad användning av smartphones har medfört att casinospelande blivit betydligt mer tillgängligt för slutkonsumenter, och i de delar av världen med ett högt internetanvändande, syns ofta en stark korrelation till en hög andel nätbaserat spelande. Utvecklingen har kommit långt i Fantasma's ursprungsmarknad, Sverige, där över 50 % av det totala casinospelandet estimeras att ske online, på en global nivå estimeras samma siffra uppgå till 12 %. Driven utav digitaliseringen, och påskyndat av den globala pandemin vilket resulterat i ett utökat "hemmasittande", förväntas den globala marknaden för iGaming växa framgent med en CAGR om 12 % för att då nå ett marknadsvärde om ca 1 000 mdSEK år 2025.

Underliggande marknad växer med en CAGR om 12 % per år.

Prognostiserat marknadsvärde för iGaming

mdSEK



Källa: ResearchAndMarkets

Stor potential på den amerikanska marknaden

**ENDAST
7 % AV DET
AMERIKANSKA
CASINO-
SPELANDET
SKER ONLINE**

Den amerikanska casinomarknaden är en av världens största marknader och omsatte 496 mdSEK under år 2021, där enbart 7 % av den totala omsättningen var hänförlig till det nätbaserade spelandet, i relation sker 50 % av det totala casinospelandet i Sverige online. Anledningen till att den låga andelen av spelandet sker online, är bland annat på grund av olika regleringar i olika stater. Först efter år 2018 legaliserades nätbaserat casinospelande i vissa delstater i USA. Det var i och med en omröstning i kongressen som beslut att varje enskild stat själva ska reglera det nätbaserade spelandet. I nuläget är det enbart sju delstater som har legaliserat onlinecasino, emellertid har utvecklingen mot legalisering tagit fart till följd av Coronapandemin, där digitaliseringen accelererats. Den tydliga utvecklingen mot digitalt spelande har gått ännu fortare sett till onlinebaserad sportbetting, där 31 stater i nuläget tillåter online sportsbetting, och ytterligare en förväntas legalisera spelande inom närtid. Marknaden för iGaming förväntas följa i samma fotspår som sportbetting, vilket väntas resultera i en betydande skillnad i marknadsandelar för nätbaserade bolag kontra fysiska casinon framgent.

Den amerikanska spelmarknaden är på grund av dess varierande regleringar sedd som trögen gentemot nya aktörer. Detta skapar en hög inträdesbarriär på marknaden, där den amerikanska spelpubliken vänder sig till stora välkända distributörer och operatörer. För att lyckas på den snabbt växande marknaden är det således av stor vikt för nya aktörer att etablera distributionsavtal med ledande aktörer, vilket Fantasma lyckats med. Inom detta område ligger Fantasma i framkant, med redan slutna avtal med bl.a. Light & Wonder, som är aktiva inom samtliga stater som legaliserat iGaming, samt BetMGM, för vilka Fantasma exklusivt lanserat tre spel på den Nordamerikanska marknaden. Dessa samarbeten med ledande aktörer förväntas bidra till ett starkt varumärke på den Nordamerikanska marknaden framgent och öppna upp marknaden än mer.

**STARK
TILLVÄXT I
NORDAMERIKA**

FINANSIELL PROGNOSE

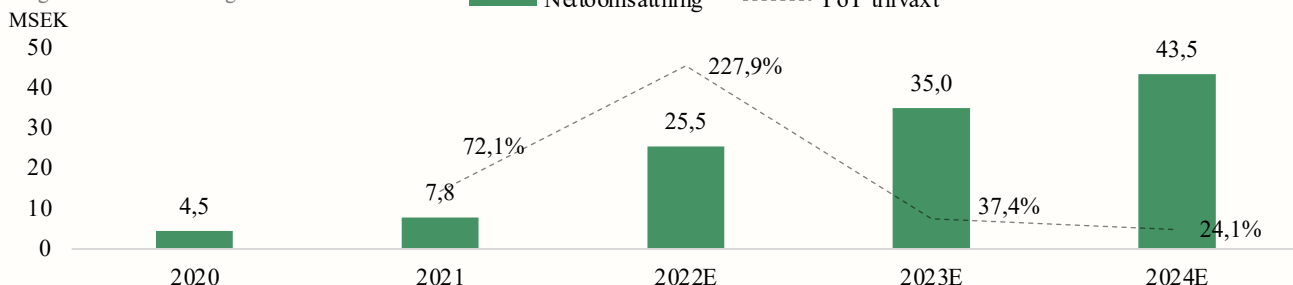
Stark omsättningstillväxt till följd av en utökad spelkatalog och bred räckvidd

Fantasma har i dagsläget över 20 aktiva spel, som inbringar en kontinuerlig och stabil ström av intäkter, med en bruttomarginal om 91,3 % R12. Efter flertalet viktiga investeringar i produktion, samt genom ingångna distributionsavtal under år 2021 och första halvåret 2022, förväntas spelkatalogen fortsätta utökas och framgent estimeras Fantasma lansera 6-8 spel per år. Bolaget har samtidigt en uttalad strategi att ytterligare öka räckvidden och nå ut till 250 operatörer år 2023, något som Analyst Group estimerar kommer infrias. Dessutom förväntas den prognostiserade omsättningstillväxten drivas av det genomförda förvärvet av Wiener Games, vilket slutfördes under november år 2021. Under helåret 2021 omsatte Wiener Games totalt 6,5 MSEK, i redovisade siffror för år 2021 erhöles däremot enbart intäkter från perioden efter förvärvet i november om 0,7 MSEK. Synergieffekter genom Wiener Games produktionskapacitet, i kombination med Fantasmas distributionsnätverk, förväntas möjliggöra ytterligare omsättningstillväxt inom koncernen framgent. Med en skalbar och beprövad affärsmodell, förväntas den prognostiserade spelutvecklingen, i kombination med förväntad utökad räckvidd, leda till en estimerad omsättningstillväxt om 76 % CAGR mellan åren 2020-2024 och nå 43,5 MSEK i nettoomsättning, i ett Base scenario.

~76 % CAGR
2020-2024

Omsättningstillväxt om 76 % CAGR mellan åren 2020-2024 till följd av en accelererad spelutveckling och utökad räckvidd.

Prognostiserad omsättningstillväxt 2020-2024



Källa: Analyst Groups estimat

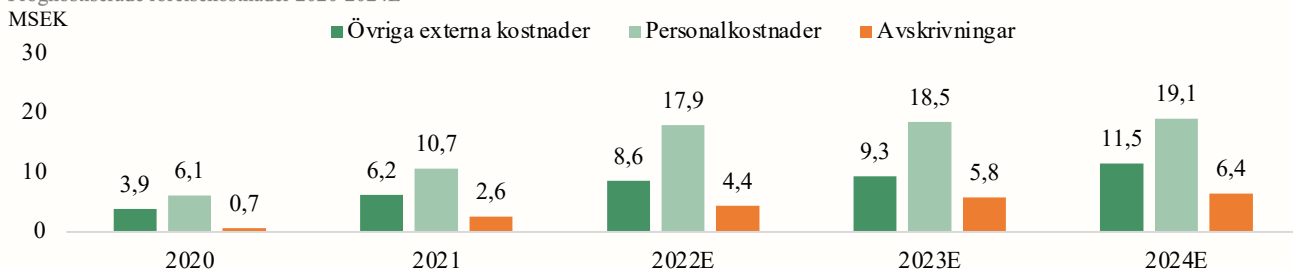
Investeringar genomförda under år 2021 borgar för tillväxt

Under år 2021 genomgick Fantasma en expansiv fas där stora investeringar genomfördes för att utöka organisationens produktionskapacitet. Fantasmas organisation växte från 8 personer år 2020 till 15 personer vid utgången av år 2021. Investeringarna i organisationen innebär att Fantasma står på en stabil bas för att möta efterfrågan på spel till den globala casinomarknaden online, framgent har Bolaget som målsättning att bibehålla en relativt liten och fokuserad arbetsgrupp för att effektivisera spelutvecklingen. Övriga kostnadsdrivare härleds till utökade CapEx-investeringar i verksamheten, kopplade till effektivisering av spelproduktionen. Dessa investeringar i verksamheten förväntas leda till totala avskrivningar om 6,4 MSEK år 2024. Med bakgrund till detta, förväntas totala OPEX växa från 16,9 MSEK (120 % av totala intäkter) år 2021, till 30,6 MSEK (60 % av totala intäkter) år 2024.

PERSONAL-
OCH CAPEX-
INVESTERINGAR
ÄR FRÄMSTA
KOSTNADS-
DRIVARNA

Investeringar för att utöka, samt effektivisera, spelutvecklingen är nödvändig för framtida tillväxt.

Prognostiserade rörelsekostnader 2020-2024E



Källa: Analyst Groups estimat

FINANSIELL PROGNOSE

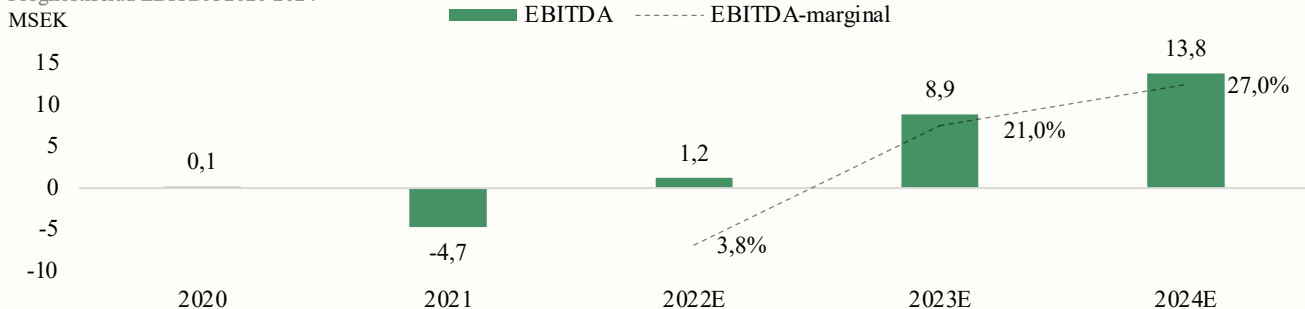
Investeringar i verksamheten förväntas bära frukt

Med bakgrund till estimerade intäkter och kostnader som presenterats, förväntas Bolagets investeringar i organisation och produktion bära frukt under helåret 2022, där Analyst Group estimerar en EBITDA-marginal om 3,8 %. Med en rapporterad EBITDA-marginal om 14,4 % för andra kvartalet år 2022 bevisar Bolaget att helårsprognosen fortsatt kan antas vara intakt, men som kan behövas revideras upp givet Bolagets starka momentum. Under det andra kvartalet presenterade Bolaget rekordsiffror sett till såväl totala intäkter som spelbehållning, vilket kan ses som ett kvitto på att Fantasma fortsätter sin exponering på nya marknader, samt historiska, vilket är möjliggjort av framgångsrika spel och ett starkt nätverk. Vidare förväntar sig Analyst Group att den tydliga kostnadsökningen som skedde mellan åren 2020-2021 bidragit till att Bolaget nu står på en stabil grund, med en koncentrerad och agil organisation, redo att möta den förväntade efterfrågan på Bolagets spel, där kostnadsbasen hålls mer stabil framgent. Analyst Group estimerar att de operativa kostnaderna i förhållande till nettoomsättningen ska falla från 120 % år 2021 till 60 % till år 2024. Detta förväntas vidare resultera i att EBITDA-marginalen stiger, till följd av en noterbar skalbarhet kopplad till en *long tail*-effekt med låga kostnader efter produktion. Som en effekt av föregående estimeras EBITDA uppgå till 13,8 MSEK år 2024, motsvarande en EBITDA-marginal om 27 %, i ett Base scenario.

ESTIMERAD
EBITDA-
MARGINAL OM
~27 % ÅR 2024

Investeringar i organisation och spelproduktion förväntas leda till en positiv EBITDA-marginal år 2022.

Prognostiserad EBITDA 2020-2024



Analyst Groups prognoser

Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	25,5	35,0	43,5
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,7	7,3	7,8
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	32,2	42,3	51,3
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,2	-5,5	-6,8
Bruttoresultat	10,2	12,3	28,0	36,8	44,5
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	86,9%	87,0%	86,8%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,6	-9,3	-11,5
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-17,9	-18,5	-19,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
EBITDA	0,1	-4,7	1,2	8,9	13,8
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	3,8%	21,0%	27,0%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-4,4	-5,8	-6,4
EBIT	-0,5	-7,2	-3,1	3,1	7,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	14,5%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	-3,1	3,1	7,4
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-1,6
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-3,1	2,4	5,8
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	11,3%

Källa: Analyst Groups estimat

VÄRDERING

Base scenario

Analyst Group har valt att härleda värderingen utifrån 2024 års prognos eftersom Fantasma Games då förväntas befinna sig i ett ”mognare” stadie. Analyst Group understryker däremot att vi ser stor potential i Bolagets momentum på nya marknader, vilket öppnar för uppjustering av värderingsintervallet om Fantasma kan visa på ihärdiga konkurrensfördelar. Nedan har Fantasmas rörelsemarginal och intäktstillväxt satts i relation till liknande aktörer på marknaden. De *peers* som används är bolag inom onlinegambling med en kärnverksamhet likt Fantasma. Utmärkande för Fantasma är både intäktstillväxt och EBITDA-marginal där Analyst Group anser att Fantasma bör handlas till en premie gentemot genomsnittet i tabellen nedan, till följd av följande faktorer:

- Enligt Analyst Groups estimat bedöms Fantasmas beprövade och lönsamma affärsmodell resultera i en omsättningstillväxt om 54 %, med en EBITDA-marginal om 27 % år 2024. En högre omsättningstillväxt och EBITDA-marginal än de jämförbara bolagen innebär en kraftigt ökad EBITDA.
- Fantasma estimeras växa med en total intäktstillväxt om 54 % CAGR mellan åren 2021-2024. Samma jämförelsetal i ovan tabell visar ett medianvärde om 8 %.

Relativvärdering (MSEK)	Marknadsvärde		Finansiella värden 2024E		Värderingsmultiplar 2024E		
Jämförbara bolag	Market Cap	Enterprise value	EBITDA-marginal	21-24E Intäkts CAGR	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Angler Gaming	300	290	15,1%	-4,9%	0,7x	4,8x	6,5x
Better Collective	7 912	9 591	36,9%	25,8%	2,5x	6,9x	8,4x
Light & Wonder Inc	46 970	81 304	38,7%	7,5%	2,8x	7,3x	18,8x
Playtech	16 985	22 980	25,3%	-21,5%	1,4x	5,4x	13,9x
LL Lucky Games	54	53	24,5%	223,0%	0,8x	3,4x	4,9x
Median	7 912	9 591	25,3%	7,5%	1,4x	5,4x	8,4x
Medel	14 444	22 844	28,1%	46,0%	1,6x	5,6x	10,5x
Fantasma Games	103	91	27,0%	54,2%	1,8x	6,6x	17,8x

Precedent transaction (MSEK)	Uppköpsvärde	Uppköpsdatum	TV/EBITDA	Bud-premie
Cherry AB	9 754	8/5/2019	12,2x	9,6%
LeoVegas*	5 980	2/5/2022	14,3x	44,2%
NetEnt	20 587	17/12/2020	23,0x	57,3%
William Hill	37 392	23/4/2021	20,6x	26,7%
Stars Group	105 836	2/10/2019	16,0x	29,7%
Nolimit City	2 132	8/9/2022	14,6x	n/a
Red Tiger Gaming	2 385	9/5/2019	14,6x	n/a
Bigtime Gaming	817	6/30/2021	14,3x	n/a
Median	7 867	8/2/2020	14,6x	29,7%
Medel	23 110	44 110	16,2x	33,5%

Källa: Bloomberg & Analyst Groups prognoser

*Bud har ej accepterats av aktieägare vid publiceringsdatum.

Till följd av Fantasmas potential som uppköpskandidat har Analyst Group valt att inkludera värderingsmultiplar som jämförbara bolag blivit uppköpta till. I tabellen ovan framgår det att det accepterade budvärdet i relation till rullande 12-månaders EBITDA för de förvärvade bolagen i genomsnitt uppgått till 16x. De förvärvade bolagen var betydligt större än Fantasma sett till börsvärde, varför Analyst Group applicerat en rabatt om 25 % på multipeln. För att göra uppköpsmultiplerna direkt jämförbara med peermultiplerna har den diskonterats med en diskonteringsränta om 7 % fram till år 2024, vilket implicerar en EV/EBITDA multipel om ~10x för år 2024.

**41 SEK
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO**

Analyst Group anser att lönsamhet bör premieras av marknaden och att Fantasma därmed bör handlas till en premie, vilket även stöttas av uppköpspotentialen och tidigare förvärvsmultiplar. En värdering om 10x EV/EBITDA *forward* på 2024 års prognos innebär ett bolagsvärde (EV) idag, d.v.s. nuvärde, om 134 MSEK. Med hänsyn till aktuell nettokassa motsvarar det ett börsvärde om ~146 MSEK, vilket utifrån ca 3,6 miljoner utestående aktier innebär ett pris per aktie om 41 kr i ett Base scenario.

BULL & BEAR

**50 SEK
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO**

Bull scenario

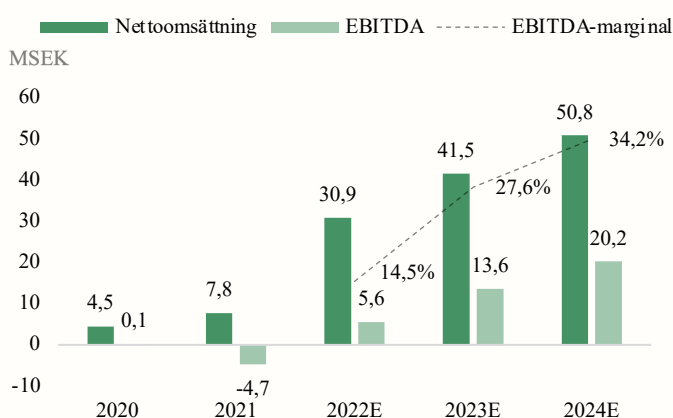
I ett Bull scenario förväntas Fantasma öka sin omsättning i högre takt genom att dels knyta an nya distributionsavtal för att öka räckvidden, dels genom att producera spel i en snabbare takt (8-10 spel-lanseringar per år). Genom en utökad spelproduktion stiger även möjligheten för Bolaget att utveckla en *hit*. Med en hit inom spelbranschen menas en stor spelsuccé som via kunderna har möjlighet att under en period inbringa ett större spelöverskott och generera starkt kassaflöde under lång tid i *long tail*-stadiet där kostnaderna är tagna. I ett Bull scenario, motiveras en *forward*-multipl om 11x EV/EBITDA. Baserat på ett EBITDA-resultat om 20,2 MSEK för 2024 års prognos, resulterar det i ett potentiellt nuvärde om 50 SEK per aktie, motsvarande ett Market Cap om 178 MSEK.

I ett Bull scenario estimeras en utökad produktionstakt samt ökad möjlighet för en "hit".

Estimerad nettoomsättning och EBITDA-resultat, Bull scenario

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	30,9	41,5	50,8
Totala intäkter	10,2	14,0	38,3	49,4	59,1
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,5	-4,8	-5,2
Bruttoresultat	10,2	12,3	33,8	44,5	53,9
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,3%	90,2%	91,2%
EBITDA	0,1	-4,7	5,6	13,6	20,2
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	14,5%	27,6%	34,2%
EBIT	-0,5	-7,2	0,8	7,4	13,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	2,0%	14,9%	22,7%
Nettoresultat	-0,6	-7,4	0,6	5,8	10,5
Nettomarginal	Neg.	Neg.	1,6%	11,7%	17,7%

Källa: Analyst Groups estimat



Bear scenario

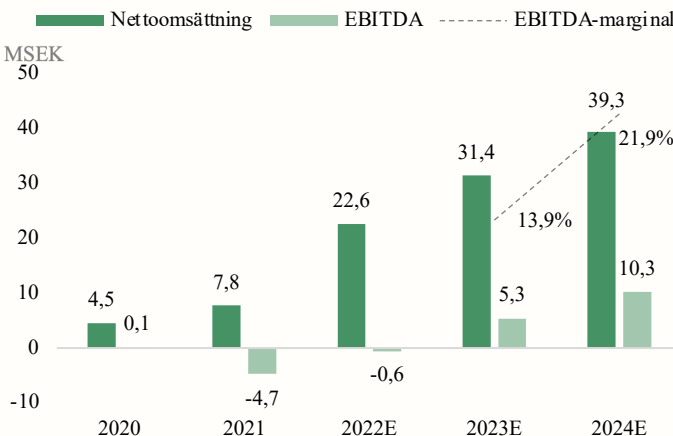
I ett Bear scenario förväntas Fantasma's marginaler öka i en lägre takt till följd av sämre intäktsstillväxt, i kombination med bibehållna rörelsekostnader som tynger resultatet. Då Fantasma ser stora tillväxtmöjligheter på den amerikanska marknaden är det, i ett Bear scenario, tagit i beaktning att avregleringen i flera stater tar längre tid än väntat, vilket på kort sikt sänker tillväxtutsikterna på dessa marknader. I ett Bear scenario, vid en lägre lönsamhet, bör Fantasma handlas till en lägre multipl, varför en målmultipl om 8x EV/EBITDA appliceras i scenariot. Baserat på ett EBITDA-resultat om 10,3 MSEK för 2024 års prognos, resulterar det i ett potentiellt nuvärde om 23 SEK per aktie, motsvarande ett Market Cap om 82 MSEK.

I ett Bear scenario estimeras lägre marginaler till följd av uteblivna synergieffekter samt fördröjda avregleringar på den amerikanska marknaden.

Estimerad nettoomsättning och EBITDA-resultat, Bear scenario

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	22,6	31,4	39,3
Totala intäkter	10,2	14,0	29,0	38,4	46,9
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,3	-5,0	-5,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	24,7	33,4	41,3
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	85,1%	87,0%	88,0%
EBITDA	0,1	-4,7	-0,6	5,3	10,3
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	Neg.	13,9%	21,9%
EBIT	-0,5	-7,2	-4,7	-0,2	4,1
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-4,7	-0,2	4,1
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%

Källa: Analyst Groups estimat



Värderingen är justerat efter inlösen av TO1 som genomfördes i maj 2022

LEDNING & STYRELSE



Fredrik Johansson, VD och Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: BSc i handel och finans vid Griffith University. Fredrik har mer än 10 års erfarenhet inom spelbranschen från roller hos exempelvis ComeOn och LeoVegas. Fredrik är en av medgrundarna till Fantasma och har varit med sen starten år 2016. Fredrik har även grundat bolagen MyChance, Shogun Media och Simple Trade Pty Ltd. Utöver rollen som CEO sitter Fredrik även med i styrelsen i Fantasma.

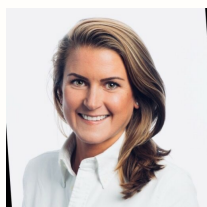
Ägande: 495 166 aktier och 14 902 teckningsoptioner



Eric Holmberg, Styrelseordförande

Övriga uppdrag och tidigare erfarenhet: Eric är medgrundare av Fantasma och har över 12 års erfarenhet inom iGaming. Eric driver en operatörsverksamhet inom iGaming, är VD på Shogun World Ltd och styrelseledamot på iGaming Sweden AB och har tidigare hjälpt bland annat LeoVegas expandera utomlands som Country Manager.

Ägande: 83 821 aktier



Antonia Svensson, Styrelseledamot

Utbildning och tidigare erfarenhet: Kandidatexamen i företagsekonomi, tidigare arbetat på Trustly som Head of Sales och sedan som CFO på Yggdrasil Gaming. Senast på Light & Wonder (tidigare SG Digital) som General Manager Malta.

Ägande: 0 aktier



Martin Fagerlund, Styrelseledamot

Utbildning, övriga uppdrag samt erfarenhet: MSc i företagsekonomi vid Stockholms Universitet. Martin har över 10 års erfarenhet inom juridik och finans, han har tidigare arbetat vid Mannheimer Swartling samt är en av medgrundarna till firman Fagerlund Hallberg. Utöver sin aktiva roll som styrelseledamot i Fantasma är Martin även aktiv som styrelseledamot vid bland annat Vaccinova, Impilo samt Dumbo.

Ägande: 166 716 aktier



Johan Styren, Styrelseledamot

Utbildning och tidigare erfarenhet: Civilingenjör och över 14 års erfarenhet av iGaming som tidigare VD för LeoVegas, tidigare ansvarig för förvärvsutveckling på Kindred och styrelseledamot på Hero Gaming. Johan arbetar som VD på Dilanti Media, ett affiliatebolag inom iGaming.

Ägande: 0 aktier



Johan Köningslehner, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: MSc i datateknik vid Kungliga Tekniska Högskolan. Johan har över 10 års erfarenhet från ledande befattningar inom iGaming industrin som bland annat CEO hos Dumarca Gaming. 2018 grundade Johan bolaget Glitnor Group och är fortfarande aktiv som konsult inom bolaget.

Ägande: 1 019 aktier

APPENDIX

Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	25,5	35,0	43,5
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,7	7,3	7,8
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	32,2	42,3	51,3
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,2	-5,5	-6,8
Bruttoresultat	10,2	12,3	28,0	36,8	44,5
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	86,9%	87,0%	86,8%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,6	-9,3	-11,5
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-17,9	-18,5	-19,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
EBITDA	0,1	-4,7	1,2	8,9	13,8
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	3,8%	21,0%	27,0%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-4,4	-5,8	-6,4
EBIT	-0,5	-7,2	-3,1	3,1	7,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	7,3%	14,5%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	-3,1	3,1	7,4
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,7	-1,6
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-3,1	2,4	5,8
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	11,3%

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	30,9	41,5	50,8
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	7,4	7,8	8,3
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	38,3	49,4	59,1
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,5	-4,8	-5,2
Bruttoresultat	10,2	12,3	33,8	44,5	53,9
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,3%	90,2%	91,2%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,4	-10,7	-13,0
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-19,8	-20,2	-20,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,1	-4,7	5,6	13,6	20,2
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	14,5%	27,6%	34,2%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-4,8	-6,2	-6,8
EBIT	-0,5	-7,2	0,8	7,4	13,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	2,0%	14,9%	22,7%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	0,8	7,4	13,4
Skatt	0,0	-0,2	-0,2	-1,6	-3,0
Nettoresultat	-0,6	-7,4	0,6	5,8	10,5
Nettomarginal	Neg.	Neg.	1,6%	11,7%	17,7%

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	22,6	31,4	39,3
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,4	7,0	7,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	29,0	38,4	46,9
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,3	-5,0	-5,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	24,7	33,4	41,3
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	85,1%	87,0%	88,0%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-7,3	-9,6	-11,9
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-17,9	-18,5	-19,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	0,1	-4,7	-0,6	5,3	10,3
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	Neg.	13,9%	21,9%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-4,1	-5,6	-6,2
EBIT	-0,5	-7,2	-4,7	-0,2	4,1
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	-4,7	-0,2	4,1
Skatt	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-4,7	-0,2	4,1
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%

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 **Fantasma 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.

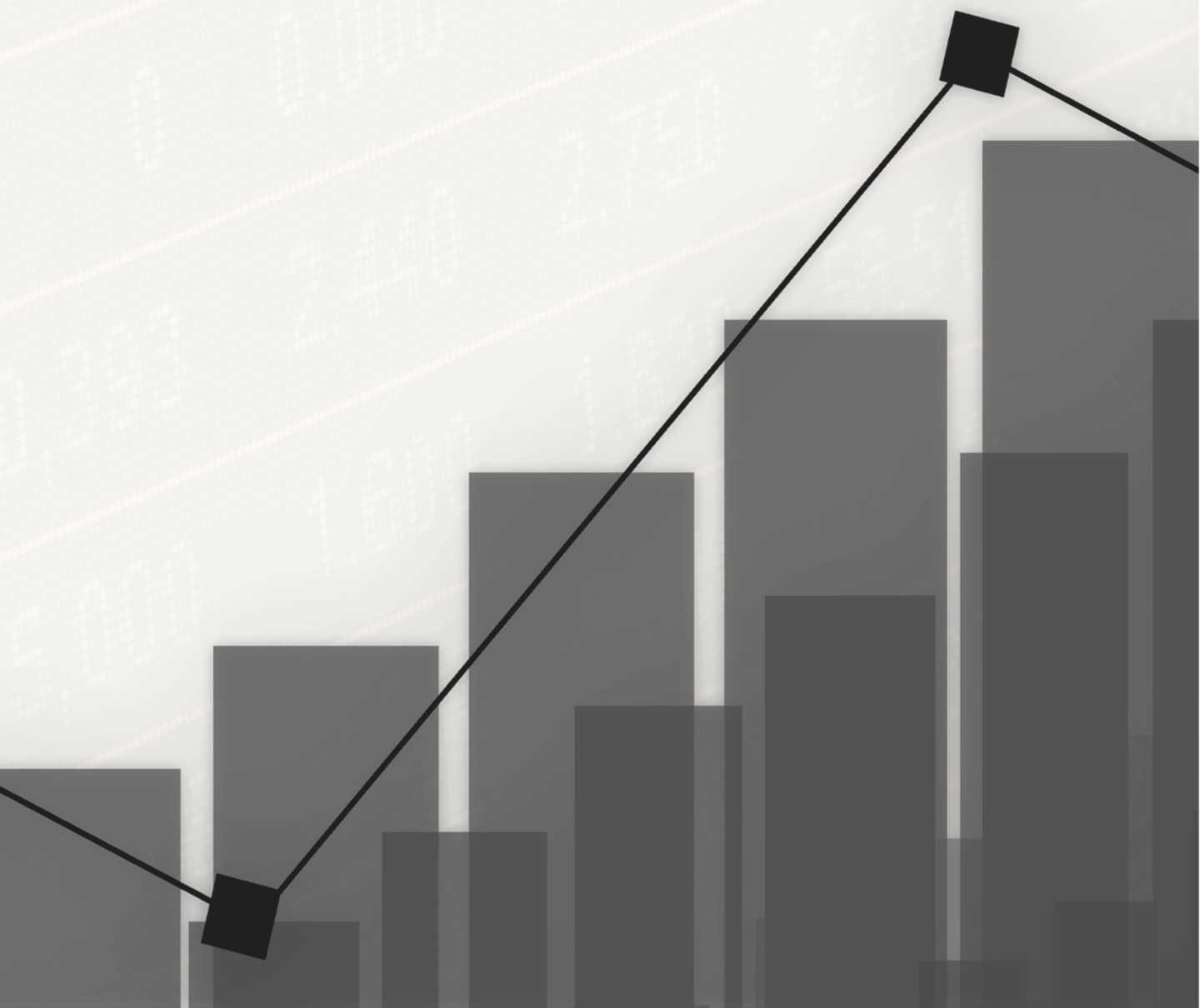
Analysen äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). 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