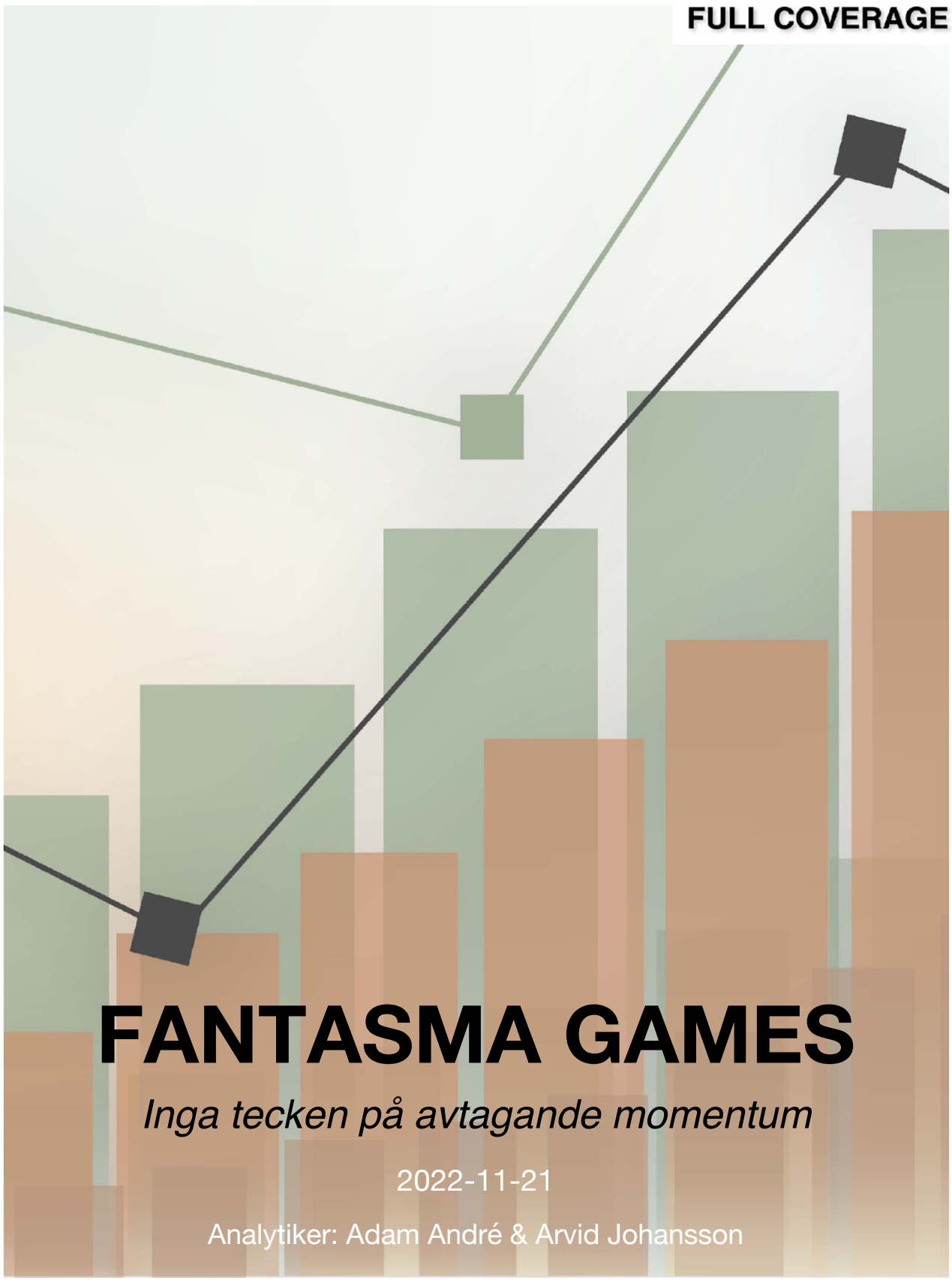


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



FANTASMA GAMES

Inga tecken på avtagande momentum

2022-11-21

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

INGA TECKEN PÅ AVTAGANDE MOMENTUM



Fantasma Games AB ("Fantasma" eller "Bolaget") utvecklar och producerar spel till den globala casinomarknaden online. Bolaget levererade under tredje kvartalet lönsamhet på EBITDA-nivå om 19,1 % och där omsättningen för kvartalet uppgick till 8,7 (1,3) MSEK, motsvarande en ökning om 597 %. 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 ca 24 MSEK år 2024. Med en applicerad *forward*-multipel om 7x EV/EBITDA ger det ett potentiellt nuvärde om 45 SEK per aktie.

■ Inga tecken på avtagande momentum

Fantasma Games levererade under Q3-22 återigen rekordsiffror då spelomsättningen växte till 1 857 MSEK, en ökning om 133 % gentemot jämförande kvartal år 2021, med en total spelbehållning om 88 (23) MSEK som förväntas vara en bidragande faktor till Fantasma's tillväxt. Trots att spelmarginalen försämrades till 4,7 %, mot 5,9 % Q2-22, ökade spelbehållningen i absoluta termer med 4 MSEK till 88 MSEK under Q3-22. Under Q2-22 rapporterade Fantasma för första gången lönsamhet på EBITDA-nivå där marginalen uppgick till 14,4 %, vilken förbättrades under Q3-22 till 19,1 %. Analyst Group ser detta som ett bevis på styrkan i Bolagets affärsmodell.

■ USA – Fantasma's viktigaste tillväxtmarknad

Analyst Group har tidigare sett Fantasma's tillväxtmöjligheter på den amerikanska marknaden som en av de viktigaste faktorerna för tillväxt. Under Q3-22 visade Fantasma återigen styrketecken på den marknaden, även fast Bolaget enbart har tre spel aktiva i dagsläget. VD Fredrik Johansson anger USA som Bolagets viktigaste marknad framgent och indikerar att det fortsatt finns starka tillväxtmöjligheter att kapitalisera på.

■ 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 Q3-22 och framgent. Analyst Group ser fortsatt stor potential för Fantasma på nya och befintliga geografiska områden samt genom avtal med nya operatörer. Expansionen i USA förväntas fortsatt påverka Bolaget positivt och med Fantasma's unika position och samarbeten med ledande aktörer förväntar sig Analyst Group en stark pipeline av spelanseringar och nya samarbeten för att ytterligare stärka Bolagets räckvidd.

AKTIEKURS 30 kr

VÄRDERINGSINTERVALL				
	BEAR 39 kr	BASE 45 kr	BULL 72 kr	
FANTASMA GAMES AB				
Senast betalt (2022-11-18)	30,0			
Antal Aktier (st.)	3 556 535			
Market Cap (MSEK)	106,7			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	7,3			
Enterprise Value (MSEK)	114,0			
V.52 prisintervall (SEK)	16,2 – 33,4			
Lista	Nasdaq First North Growth Market			
UTVECKLING				
1 månad	16,3 %			
3 månader	-1,3 %			
1 år	2,9 %			
YTD	0,5 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)				
Fredrik Johansson	16,3 %			
Karl Lindstedt	7,3 %			
Christina Andersson	6,7 %			
Oliver Jönsson	6,2 %			
Martin Fagerlund	5,5 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Fredrik Johansson			
Styrelseordförande	Eric Holmberg			
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport Q4 2022	2023-03-01			
PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	7,8	30,8	41,8	57,2
Totala intäkter	14,0	37,5	49,2	65,0
Bruttoresultat	12,3	33,3	42,8	56,6
Bruttomarginal	88,0%	88,8%	87,1%	87,0%
Rörelsekostnader	-17,0	-26,4	-28,8	-32,9
EBITDA	-4,7	6,9	14,0	23,7
EBITDA-marginal	Neg.	18,4%	28,4%	36,5%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-9,0	-11,7	-16,3
Nettoresultat	-7,4	-3,1	0,7	4,3
Nettomarginal	Neg.	Neg.	1,5%	6,6%
EV/S	6,4x	3,7x	2,7x	2,0x
EV/EBITDA	Neg.	16,5x	8,1x	4,8x
P/E	Neg.	Neg.	152,4x	24,8x

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 och BetMGM, världsledande USA-baserade distributörer med verksamhet i samtliga delstater som genomgått legalisering av iGaming. Räckvidden är även stor i Europa, i bland annat Storbritannien och Nederländerna, genom avtal med exempelvis Kindred och Relax Gaming. 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 om 106,5 % under Q1-Q3 år 2022 i jämförelse mot samma period år 2021. 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 det tredje kvartalet 2022 och inbringade spelintäkter om 7,5 MSEK, motsvarande en ökning med 476,9 % 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 36,4 % CAGR åren 2022-2024. 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.

**ÖVER 200
ANSLUTNA
OPERATÖRER**

God potential till fortsatta förvärv, men är även en attraktiv uppköpskandidat

Fantasma står idag finansiellt starka med en kassa om 7,7 MSEK, varför Analyst Group anser det troligt med åtminstone ett förvärv innan utgången av år 2023. Förvärv ska däremot ses som en option och är inget Analyst Group inkluderat i sina prognoser. Vidare ser Analyst Group Bolaget som en potentiell uppköpskandidat med bakgrund till Bolagets attraktiva erbjudande och potentiella synergier med andra bolag. Utköpspotentialen stärks av att Bolagets värderas till en rabatt om ~52 % mot branschens historiska uppköpsmultipl (median) om 16x 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 tillföra 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.

**STARKT
INSYNSÄGANDE**

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.

**REGULATORISKA
RISKER**

HIGHLIGHTS

1

Accelererad
produktionstakt,
8-10 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

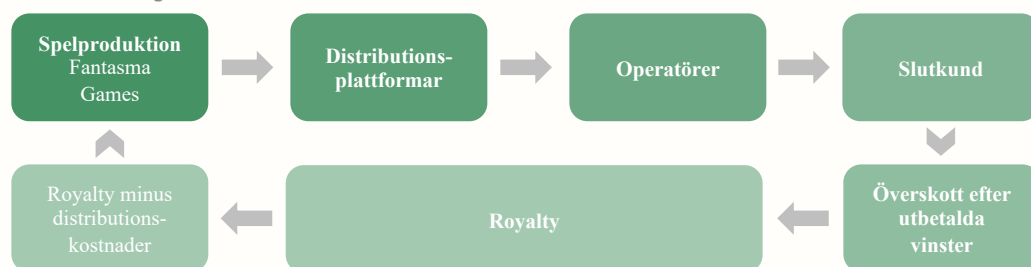
Fantasma Games grundades 2016 av nuvarande VD Fredrik Johansson, Bolaget utmärker sig från dess konkurrenter med ett riktat fokus och en ambition att utveckla spel enligt devisen "Slots beyond gambling". Den uttalade devisen präglar hela organisationen som med nytänk, innovation och kreativitet, anknyter 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 Bolagets 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 2022, som tillförde Bolaget 7,2 MSEK. Med bakgrund till Bolagets starka finansiella ställning förväntar sig Analyst Group att Fantasma kommer genomföra fler förvärv.

URVAL AV SPEL



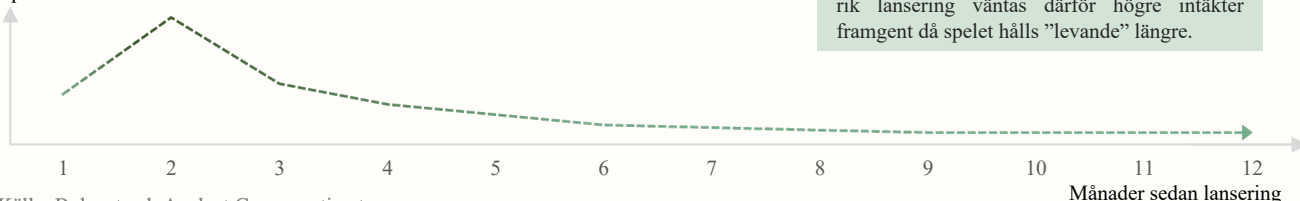
Konkurrenskraftiga spel med inspiration från dataspelsvärlden

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 operatörplattformar. 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

Spelöverskott



Källa: Bolaget och Analyst Groups estimat

Intäkter från spel når generellt sin kulmen cirka två månader efter lansering. Vid en framgångsrik lansering väntas därför högre intäkter framgent då spelet hålls "levande" längre.

MARKNADSANALYS

**STARK
UNDERLIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT**

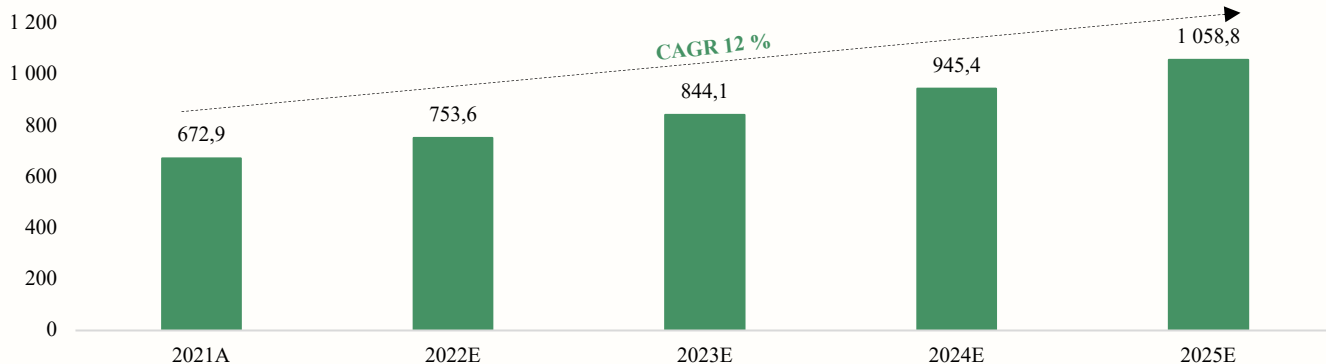
En marknad som genomgår en industriell förändring

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 omsatten 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 aktiv 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

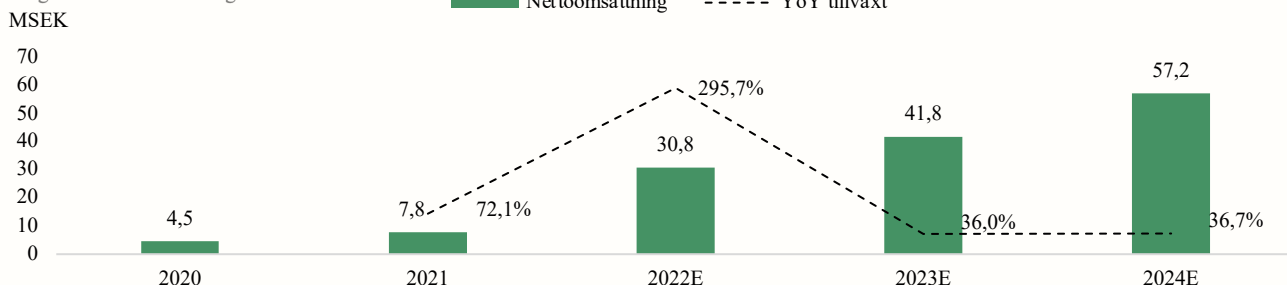
Stark omsättningstillväxt till följd av en utökad spelkatalog och bred räckvidd

Fantasma har i dagsläget över 20 aktiva spel, som inbringar en kontinuerlig och stabil ström av intäkter, med en bruttomarginal om 80,6 % 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 8-10 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 89 % CAGR mellan åren 2020-2024 och nå 57,2 MSEK i nettoomsättning, i ett Base scenario.

~89 % CAGR
2020-2024

Omsättningstillväxt om 89 % CAGR mellan åren 2020-2024 till följd av en accelererad spelutveckling och utökad räckvidd.

Prognostiserad omsättningstillväxt 2022-2024



Källa: Analyst Groups estimat

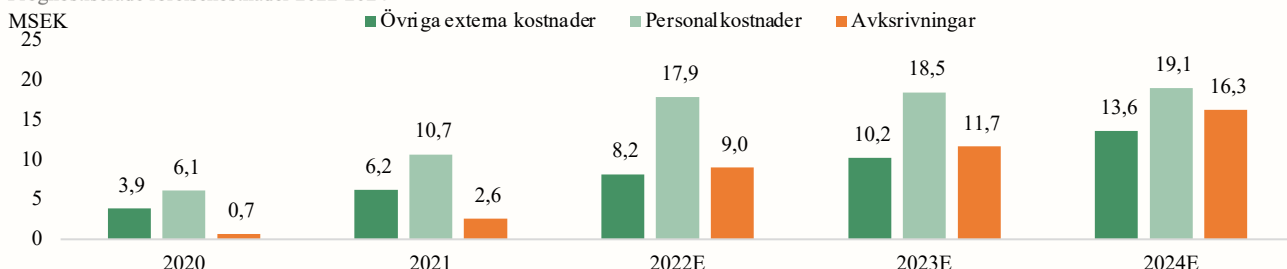
Gjorda investeringar borgar för tillväxt

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 16,3 MSEK år 2024. Med bakgrund till detta, förväntas totala OPEX växa från 19,5 MSEK år 2021, till 49 MSEK år 2024.

PERSONAL-
OCH CAPEX-
INVESTERINGAR
ÄR FRÄMSTA
KOSTNADS-
DRIVARNA

Investeringar i verksamheten nödvändiga för fortsatt expansion.

Prognostiserade rörelsekostnader 2022-2024



Källa: Analyst Groups estimat

FINANSIELL PROGNOSE

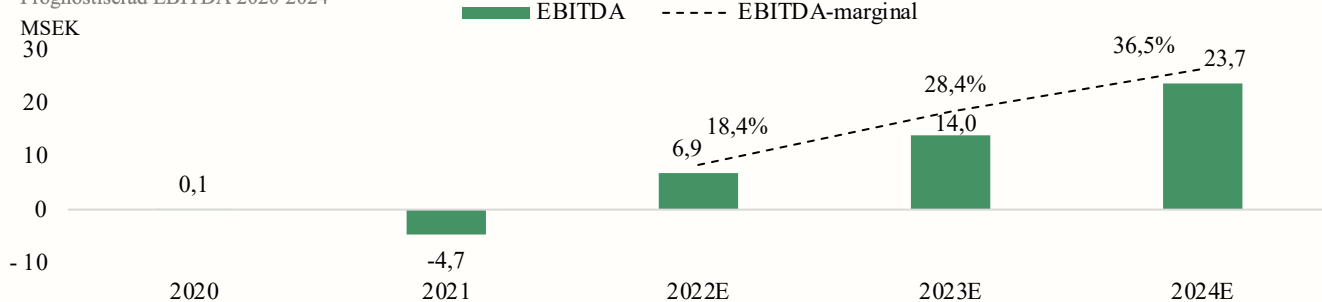
Investeringar i verksamheten förväntas bära frukt

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 positiv EBITDA-marginal om 18,4 %. Med en rapporterad EBITDA-marginal om 19,1 % för tredje kvartalet år 2022 bevisar Bolaget att helårsprognosen fortsatt kan antas vara intakt, eller behöva revideras upp givet Bolagets starka momentum. Under det tredje 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 som 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 250 % år 2021 till 85,7 % till år 2024, vilket 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 förväntas det vara en bidragande faktor till att Analyst Group prognostiserar en EBITDA om 23,7 MSEK år 2024, motsvarande en EBITDA-marginal om 36,5 %, i ett Base scenario.

**ESTIMERAD
EBITDA-
MARGINAL OM
36,5 % ÅR 2024**

Investeringar i organisation och spelproduktion bidrar till en stark EBITDA-marginal under 2022.

Prognostiserad EBITDA 2020-2024



Analyst Groups prognoser

Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	30,8	41,8	57,2
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	37,5	49,2	65,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,2	-6,3	-8,4
Bruttoresultat	10,2	12,3	33,3	42,8	56,6
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,8%	87,1%	87,0%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,2	-10,2	-13,6
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	6,9	14,0	23,7
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	18,4%	28,4%	36,5%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-9,0	-11,7	-16,3
EBIT	-0,5	-7,2	-2,1	2,3	7,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,6%	11,4%
Finansiella poster	0,0	0,0	-1,0	-1,4	-1,9
EBT	-0,6	-7,2	-3,1	0,9	5,5
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-1,2
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-3,1	0,7	4,3
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	6,6%

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 intäktsstillväxt 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 intäktsstillväxt och EBITDA-marginal där Analyst Group anser att Fantasma bör handlas till en premie gentemot genomsnittet i tabellen nedan till följd av följande faktorer:

- Genom en beprövad, och bevisat lönsam, affärsmodell, estimerar Analyst Group att Fantasma kommer att leverera en årlig omsättningstillväxt om 94,3 % mellan åren 2021-2024, samtidigt som medianen bland peers estimeras uppgå till 7,5 %.
- Fantasma estimeras uppnå en EBITDA-marginal om 36,5 % år 2024 samtidigt som peers förväntas uppnå en genomsnittlig marginal om 25,3 %.

Relativvärdering	Marknadsvärde (MSEK)		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	365	355	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	59 306	90 893	38,7%	7,5%	3,2x	8,4x	11,5x
Playtech	16 985	22 980	25,3%	-21,5%	1,4x	5,4x	13,9x
LL Lucky Games	46	45	24,5%	223,0%	0,7x	2,9x	4,1x
Median	7 912	9 591	25,3%	7,5%	1,4x	5,4x	8,4x
Medel	16 923	24 773	28,1%	46,0%	1,7x	5,7x	8,9x
Fantasma Games	107	114	36,5%	94,3%	2,0x	4,8x	24,8x

Precedent transaction	Uppköpsvärde	Uppköpsdatum	TV/EBITDA	Budpremie
Cherry AB	9 754	8/5/2019	12,2x	9,6%
LeoVegas	6 196	3/9/2022	13,3x	54,1%
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%
Median	20 587	8/5/2019	16,0x	29,7%
Medel	35 917	n/a	17,0x	35,5%

Källa: Bloomberg & Analyst Groups prognoser

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 17x. De förvärvade bolagen var betydligt större än Fantasma sett till börsvärde, varför Analyst Group valt en applicerad rabatt om 25 %. För att göra uppköpsmultiplerna direkt jämförbara med peer-multiplerna har den diskonterats med en diskonteringsränta om 7 % fram tills år 2024, vilket implicerar en EV/EBITDA multipel om ~10x för år 2024.

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

Analyst Group anser att lönsamhet bör premieras av marknaden och att Fantasma därmed skall värderas mellan de uppköpta bolagen och valda peers. Det implicerar en målmultipel om 7x EV/EBITDA *forward* på 2024, vilket värderar Fantasma i nära linje med Better Collective och Light & Wonder Inc, vilka är två bolag med god lönsamhet och tillväxt. På 2024 års prognos innebär det ett Enterprise Value (EV) idag, d.v.s. nuvärde, om 166 MSEK. Med hänsyn till aktuell nettoskuld motsvarar det ett börsvärde om ca 159 MSEK, vilket utifrån ca 3,6m utestående aktier innebär ett pris per aktie om 45 kr i ett Base scenario.

BULL & BEAR

Bull scenario

72 SEK
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

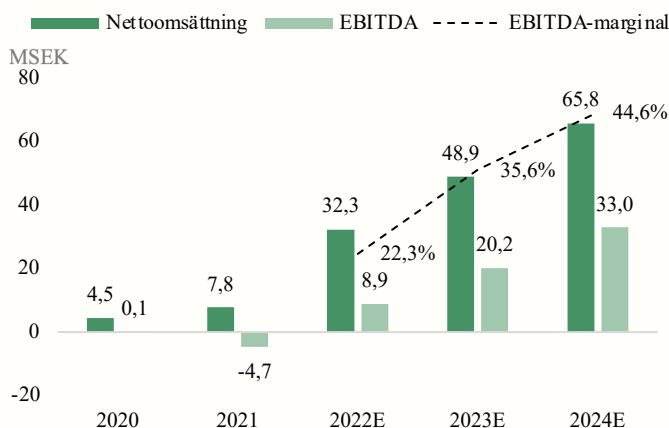
I ett Bull scenario förväntas Fantasma öka Bolagets omsättning i högre takt genom att dels knyta an nya distributionsavtal för att öka räckvidden, dels genom att producera spel i en snabbare takt i det övre intervallet av Base scenariots 8-10 spel-lanseringar per år. Genom en utökad spelproduktion ökar chansen till att Bolaget utvecklar fortsatta *hits*. Med en hit inom spelbranschen menas en stor spelsuccé som via utmärkt uppskattning av kunderna har möjlighet att under en period inbringa ett mycket stort spelöverskott och generera starkt kassaflöde under lång tid i *long tail*-stadiet där kostnaderna är tagna. I ett Bull scenario, motiveras en *forward*-multipel om 8x EV/EBITDA. Baserat på ett EBITDA-resultat om 33 MSEK för 2024 års prognos, resulterar det i ett potentiellt nuvärde om 72 SEK per aktie, motsvarande ett börsvärde om 257 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	32,3	48,9	65,8
Totala intäkter	10,2	14,0	39,8	56,7	74,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,5	-4,8	-5,2
Bruttoresultat	10,2	12,3	35,3	51,9	68,8
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,7%	91,5%	92,9%
EBITDA	0,1	-4,7	8,9	20,2	33,0
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	22,3%	35,6%	44,6%
EBIT	-0,5	-7,2	-1,0	7,7	15,9
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	21,5%
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-1,6	5,0	11,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%	14,8%

Källa: Analyst Groups estimat



Bear scenario

39 SEK
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

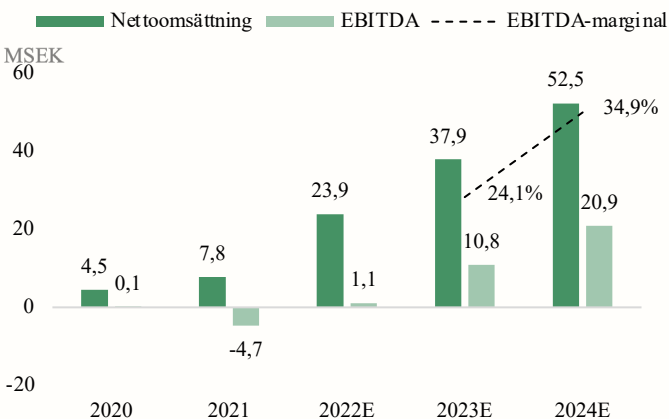
I ett Bear scenario förväntas Fantasma marginaler öka i en långsamare takt till följd av sämre intäkstillväxt, i kombination med bibehållna rörelsekostnader som tynger resultatet. Då Fantasma ser stora tillväxtmöjligheter på den amerikanska marknaden är det även tagit i beaktning i ett Bear scenario 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 sämre lönsamhet, bör Fantasma handlas till en lägre multipel än i Bull scenariot, varför en målmultipel om 7x EV/EBITDA appliceras i scenariot. Baserat på ett EBITDA-resultat om 20,9 MSEK för 2024 års prognos, resulterar det i ett potentiellt nuvärde om 39 SEK per aktie, eller ett börsvärde om 139 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	23,9	37,9	52,5
Totala intäkter	10,2	14,0	30,3	44,9	59,8
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,3	-5,0	-5,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	26,0	39,9	54,2
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	85,7%	88,9%	90,6%
EBITDA	0,1	-4,7	1,1	10,8	20,9
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	3,5%	24,1%	34,9%
EBIT	-0,5	-7,2	-7,5	-0,5	5,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,4%
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-8,5	-2,0	2,4
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,9%

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 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 24 902 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 och 15 000 teckningsoptioner



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 och 10 000 teckningsoptioner



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 och 10 000 teckningsoptioner



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 och 10 000 teckningsoptioner



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 och 10 000 teckningsoptioner

APPENDIX

Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	30,8	41,8	57,2
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	37,5	49,2	65,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,2	-6,3	-8,4
Bruttoresultat	10,2	12,3	33,3	42,8	56,6
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,8%	87,1%	87,0%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,2	-10,2	-13,6
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	6,9	14,0	23,7
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	18,4%	28,4%	36,5%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-9,0	-11,7	-16,3
EBIT	-0,5	-7,2	-2,1	2,3	7,4
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,6%	11,4%
Finansiella poster	0,0	0,0	-1,0	-1,4	-1,9
EBT	-0,6	-7,2	-3,1	0,9	5,5
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-1,2
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-3,1	0,7	4,3
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%	6,6%

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	32,3	48,9	65,8
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	7,4	7,8	8,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	39,8	56,7	74,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,5	-4,8	-5,2
Bruttoresultat	10,2	12,3	35,3	51,9	68,8
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	88,7%	91,5%	92,9%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-8,0	-11,6	-15,3
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-18,4	-20,0	-20,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,1	-4,7	8,9	20,2	33,0
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	22,3%	35,6%	44,6%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-9,9	-12,5	-17,1
EBIT	-0,5	-7,2	-1,0	7,7	15,9
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	21,5%
Finansiella poster	0,0	0,0	-1,0	-1,3	-1,8
EBT	-0,6	-7,2	-2,0	6,4	14,1
Skatt	0,0	-0,2	0,4	-1,4	-3,1
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-1,6	5,0	11,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,7%	14,8%

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	23,9	37,9	52,2
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,4	7,0	7,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	30,3	44,9	59,8
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-4,3	-5,0	-5,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	26,0	39,9	54,2
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	85,7%	88,9%	90,6%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-6,9	-10,5	-14,2
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	1,1	10,8	20,9
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	3,5%	24,1%	34,9%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-8,6	-11,3	-15,9
EBIT	-0,5	-7,2	-7,5	-0,5	5,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,4%
Finansiella poster	0,0	0,0	-1,0	-1,5	-2,1
EBT	-0,6	-7,2	-8,5	-2,0	3,0
Skatt	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,6
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-8,5	-2,0	2,4
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,9%

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.



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