

Lucky Games



Har lagt grunden för nästa år

Utifrån nuvarande estimat samt tillämpade värderings-antaganden i denna analysuppdatering upprepar vi vårt motiverade bolagsvärde om 199 MSEK (199) i ett Base scenario. Med hänsyn till den kapitalstruktur som kommer att gälla efter att förvärvet av CYG Pte. Ltd. avklarats, översätts detta till ett motiverat värde per aktie om 1,25 kr. Detta är i termer av värde per aktie lägre än i vår analys från i augusti, vilket är en teknisk justering till följd av ett ökat antal aktier för betalning av köpeskillingen, då vi som nämnt behåller vårt tidigare motiverade bolagsvärde i absoluta tal om 199 MSEK för Lucky Games.

▪ Fortsatt hög omsättning

Under Q3-23 uppgick nettoomsättningen till 8,0 MSEK (1,1), motsvarande en ökning om hela 648 % Y/Y. Utfallet kan jämföras med vårt eget estimat för Q3-23 om 7 MSEK, vilket Lucky Games därmed överträffade. I rapporten skriver Lucky Games att den kraftiga ökningen beror på att de nya spelsläppen överträffade förväntningarna, vilket utvidgade Bolagets kundbas och intäktsströmmar på den globala spelmarknaden.

▪ Resultatet belastas av engångskostnader

Sett till bruttomarginalen uppgick denna till 98 % (66), att jämföra med vårt estimat om 91 %. Den höga marginalen ser vi som ett tydligt tecken på den skalbarhet som Lucky Games affärsmodell ger upphov till vid en stigande försäljning. Inför rapporten hade vi estimerat ett EBITDA-resultat om -4,5 MSEK, att jämföra med det faktiska utfallet om -21,1 MSEK. Den huvudsakliga förklaringen till diskrepansen är att Lucky Games personalkostnader uppgick till ca 22 MSEK under Q3-23, att jämföra med vårt estimat om ca 7 MSEK. Förklaringen till de ökade personalkostnaderna ser vi dock som följande; engångsutbetalningar och kvittning av tidigare VD:s fordran på en bonus om ca 13 MSEK, vilket kvittades genom en riktad emission av aktier, samt investeringar i ett utökat humankapital, t.ex. relaterat till utvecklingscentret i Taiwan. Med hänsyn till detta kan det tänkas att Lucky Games justerade EBITDA-resultat uppgick till ca -8 MSEK under Q3-23, vilket därmed hade varit närmare vårt eget estimat såväl som att det hade varit i linje med jämförbart kvartal 2022.

▪ Har förvärvat andel av mjukvarubolag

Lucky Games förvärvade under november 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. CYG Pte. Ltd positionerar sig som en ledande plattformsleverantör på reglerade marknader, inklusive Filippinerna. Företaget samarbetar med varumärken som InPlay, det första reglerade onlinekasinot i Filippinerna. Med en estimerad omsättning om ca 50 MSEK under 2023 har företaget sitt huvudkontor i Singapore och ett ytterligare kontor i Manila. Organisationen sysselsätter över 40 IT-specialister och har utvecklat en distributionsplattform som kan hantera över 500 miljoner transaktioner dagligen.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,60 kr

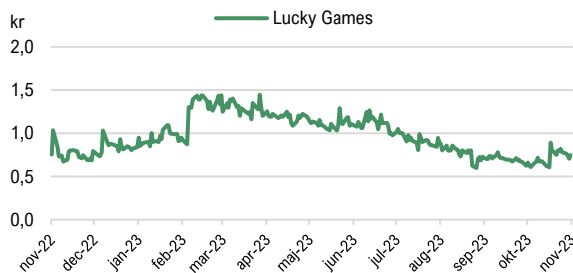
Base
1,25 kr

Bull
1,75 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-23)	0,74
Antal Aktier (st.)	158 290 057 ¹
Market Cap (MSEK)	117,1 ¹
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	24,9 ²
Enterprise Value (MSEK)	142,0 ¹
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 4 2023	2024-02-23

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)

Blue Horizon Investment	21,2 %
Fist of Doom Invest	16,8 %
Dionysus Properties Ltd.	10,1 %
EveryMatrik Ltd.	9,3 %
Övriga	42,7 %

PROGNOSE (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	1,9	5,0	27,3	49,8	81,2
Bruttoresultat	0,9	7,7	32,0	51,0	79,8
Bruttomarginal ³	23%	79%	95%	91%	91%
EBITDA	-18,9	-29,8	-35,5	1,9	21,3
EBITDA-marginal ³	neg.	neg.	neg.	3%	24%
Nettoresultat	-21,4	-37,7	-43,3	-5,1	14,9
Nettomarginal ³	neg.	neg.	neg.	neg.	17%
P/S	N/M	23,3	4,3	2,4	1,4
EV/S	N/M	28,3	5,2	2,9	1,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	73,8	6,7

¹Med hänsyn till tillkommande aktier för betalning av CYG Pte. Ltd.

²Beräknat utifrån utgående kassa den 30 september 2023, såväl som övriga skulder vilka till merparten antas utgöras av räntebärande lån.

³Inkl. övriga rörelseintäkter

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4
Marknadsanalys	5
Finansiell prognos	6
Värdering	7
Bull & Bear	8
Ledning & Styrelse	9-10
Appendix	11-13
Disclaimer	14

OM BOLAGET

LL Lucky Games AB (publ) ("Lucky Games" eller "Bolaget") designar, utvecklar och marknadsför digitala spelautomater till speloperatörer. Bolaget grundades i Stockholm 2019 av veteraner inom spelutveckling, med fokus på spelupplevelser och design. Med kombinationen av kreativa krafter, tekniska kunskaper och affärskunskap har Bolaget utvecklat en bred spelportfölj. Bolaget är listat på Nasdaq First North Growth Market.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Calvin Lim Eng Kiat

Styrelseordförande Per Eriksson

ANALYTIKER

Namn Patrik Brimedahl

Telefon +46 70 799 26 12

E-mail patrik.brimedahl@analystgroup.se

~9 %
UNDERLIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT
(CAGR)

Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

Den globala spelmarknaden för kasino uppskattades enligt H2GC år 2019 vara värd ca 400 mdEUR, varav onlinekasino stod för 12 %. Andelen estimeras växa till +14 % år 2023, samtidigt som onlinekasinosegmentet beräknas växa med en CAGR om ca 9 %. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrens hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

Uttalad förvävsstrategi kan accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i Lucky Games tillväxtstrategi, vilket således är i linje med den pågående konsolideringstrenden inom iGaming-marknaden. Genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position vari de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion och vinna ytterligare marknadsandelar. Bolaget letar kontinuerligt efter potentiella förvävsobjekt med stark omsättningstillväxt, positivt kassaflöde och populära spel, där förvärvet av danska Spigo under 2021 är ett tydligt bevis på just den strategin. Under maj 2022 slutfördes dessutom förvärvet av ReelNRG, där förvärvet innebär att hela 46 nya spel, samt viktiga licenser i både Storbritannien och Malta, adderas. Under hösten 2023 meddelade Lucky Games att de förvärvade 20 % av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. Fler förvärv kan ske i framtiden, men är dock inget som vi inkluderar i våra egna estimat.

Har stärkt sin finansiella position

Under november 2022 beslutade Lucky Games att sälja sin *Casual Casino* spelportfölj för en kontant ersättning om 10,9 MSEK. Detta, i kombination med den riktade emissionen till en strategisk investerare under september stärkte Bolagets finansiella position. Under inledningen av 2023 genomförde Lucky Games ytterligare en riktad emission vilket tillförde Bolaget ca 31 MSEK före emissionskostnader och under augusti 2023 godkände stämman upptagandet av ett lån om 3,9 MUSD, motsvarande ca 43 MSEK, från huvudägaren NCTK Holdings International. Lucky Games har sedan tidigare gått över till spelplattformen från ReelNRG, vilket enligt tidigare kommunikation kommer innebära en kostnadsoptimering på minst 8,5 MSEK per år. Detta förväntas få en positiv effekt på kassaflödet och bidra till att Lucky Games kan närma sig lönsamhet. Detta är dessutom något Bolaget har kunnat bevisa, då Lucky Games under april 2023 levererade en total omsättning om 5 MSEK och därmed visade lönsamhet på sista raden, och under hela andra kvartalet uppgick omsättningen till 12,1 MSEK med ett EBITDA-resultat som motsvarade *break even*.

Hög produktionstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög "produktionstakt" av nya spel. Eftersom konsumenter ständigt efterfrågar nya spel ämnar Lucky Games producera ett nytt spel i månaden, en takt vilken Bolaget dessutom avser öka framöver. En hög produktionstakt möjliggör för Bolaget att stärka sin position i marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. Lucky Games har avtal med ett tiotal aggregatörer och har sina spel i drift hos ett trettiotal operatörer på global nivå, vilket ger tillgång till hundratals kasinosajter. Det inledda samarbetet med King Features Syndicate, vilket innebär att Lucky Games kommer lansera spel baserade på ikoniska karaktärer som Flash Gordon, väntas öka räckvidden gentemot kunder och spelare i Europa och Asien ytterligare. Under våren 2023 lanserade Lucky Games spelet Popeye, vilket är ett resultat av samarbetet med King Features Syndicate. Bolagets breda spelportfölj medför en diversifierad kundbas och innebär således mer stabila intäktsflöden.

Tillgång till kapital är fortsatt viktigt för att kunna exekvera på tillväxtstrategin

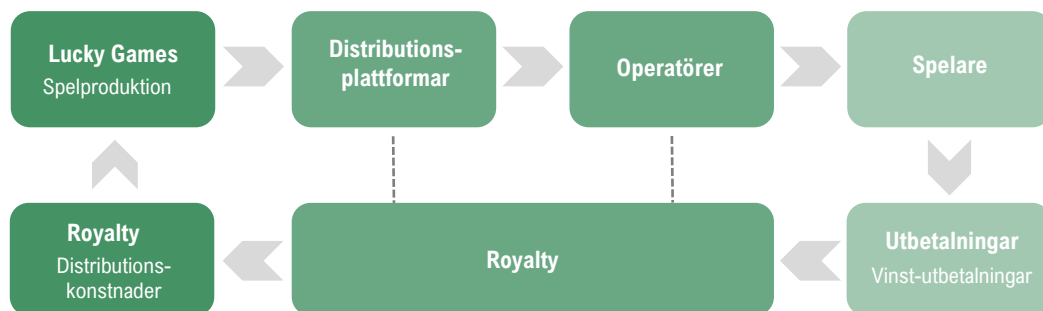
Lucky Games verksamhet kräver fortfarande extern finansiering och vid utgången av september 2023 uppgick kassan till 17 MSEK, vilken har stärkts via det nämnda aktieägarlånet om ca 43 MSEK från NCTK Holdings International, där lånet framförallt gör det möjligt för Lucky Games att fortsätta sin utveckling genom att etablera ett plattformsutvecklingscenter i Taiwan. Bolagets expansion till Taiwan kommer att fungera som en länk för vidare utveckling kring kvalificerade teknikplattformar och integrationer. Det nya centret är inte bara en ytterligare förlängning av Lucky Games globala närvaro, utan också ett viktigt steg i den långsiktiga visionen att stärka Bolagets position som en ledande aktör i spelindustrin.

ERFARNA
PERSONER STYR
BOLAGET
FRAMÅT

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

Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward*.

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: Lucky Games



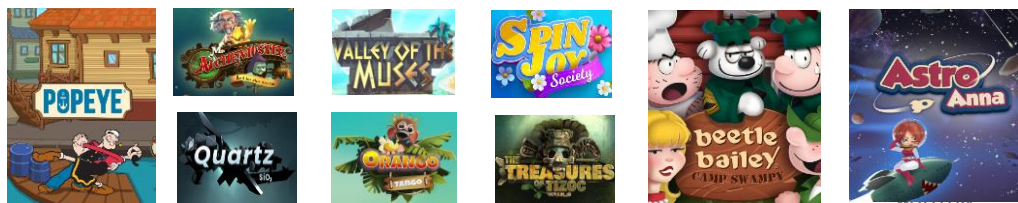
Lady Luck

Lucky Games tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden. När ett samarbete inleds så kommer Lucky Games tillsammans med operatör överens om vilka spel som ska erbjudas, varpå spelen sedan kan integreras direkt hos kunder, alternativt kopplas en aggregator in som teknisk mellanhand. Bolaget ingår även samarbeten med aggregatörer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser, där spelen bygger på en slumpalgsgenerator som avgör utfallet och därmed distributionen av vinsten till spelare. Bolagets spel karaktäriseras av en hög riskprofil, med möjlighet till stora vinster – *high risk, high reward*.



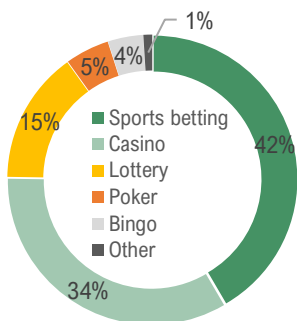
ReelNRG är en London-baserad spelstudiogrupp som har utvecklat och byggt sin egen teknologi och etablerat en stark distribution i Storbritannien samt andra reglerade marknader under UKGC, MGA och Gibraltar-licenser.

Ett urval av Lucky Games spel.



Källa: Lucky Games

Den 22 november 2023 meddelade Lucky Games att de **förvärvade 20 %** av CYG Pte. Ltd., vilket är ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. CYG Pte. Ltd positionerar sig som en ledande plattformslieferantör på reglerade marknader, inklusive Filippinerna. Företaget samarbetar med varumärken som InPlay. Med en estimerad omsättning om ca 50 MSEK under 2023 har företaget sitt huvudkontor i Singapore och ett ytterligare kontor i Manila. Organisationen sysselsätter över 40 IT-specialister och har utvecklat en distributionsplattform som kan hantera över 500 miljoner transaktioner per dag.



En marknad med flera segment

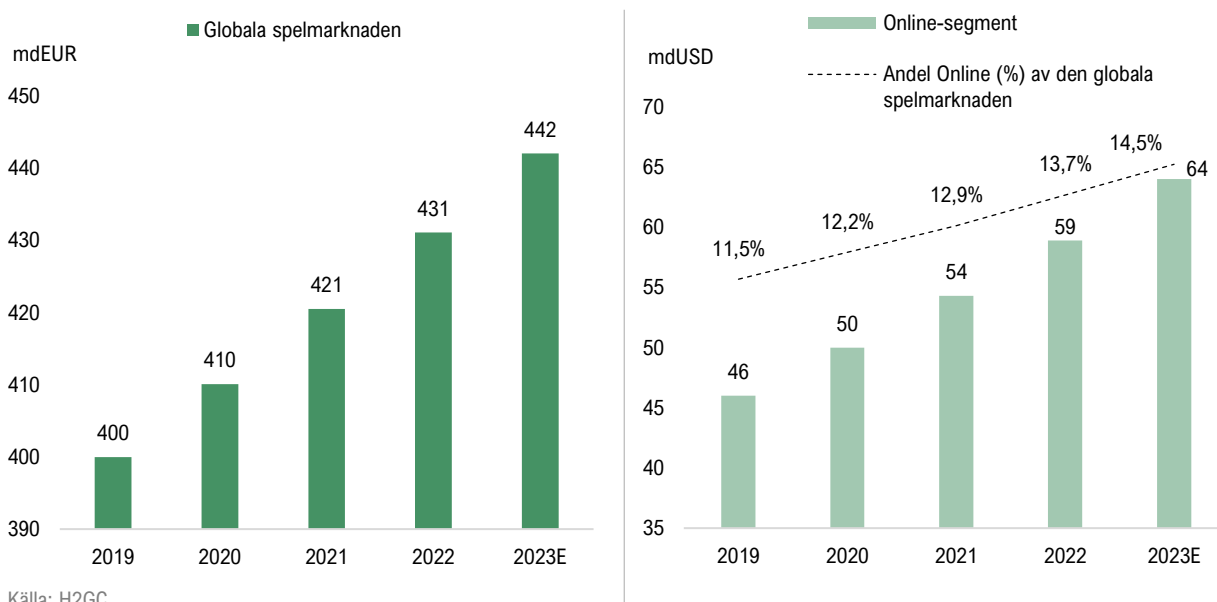
Lucky Games är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

Digitaliseringen öppnar upp för nya möjligheter på spelmarknaden

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

Starka underliggande trender för digitaliseringen av spelmarknaden för kasino.

Globala spelmarknaden och online-segmentet, 2019-2023



Källa: H2GC

iGaming-marknaden kännetecknas av att vara förvärvsintensiv

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

FRAGMENTERAD
MARKNAD
SKAPAR
MÖJLIGHETER
TILL FÖRVÄRV

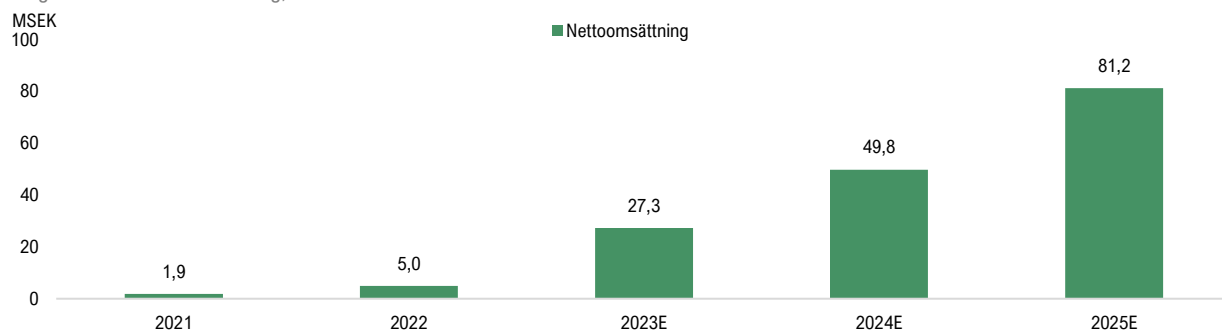
Omsättningsprognos åren 2023-2025

Lucky Games intäkter består huvudsakligen av royaltyintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer. Analyst Group prognostiserar en kraftig omsättningstillväxt om ca 444 % under år 2023, dock från låga nivåer. En av drivarna är tidigare gjorda förvärv, samt att Bolaget har levererat nya spel i en högre takt under 2022/2023 än under exempelvis år 2021. Vidare väntas tillväxttakten fortsatt ligga på en hög nivå under kommande år, givet att Bolaget befinner sig i en stark tillväxtfas, och för år 2025 estimerar Analyst Group att nettoomsättningen kan uppgå till ca 81 MSEK, motsvarande en CAGR om ca 155 % under perioden 2021-2025. Bolaget har förvärv i åtanke med stort fokus på att växa sin *top line*, vilket kan accelerera tillväxten under prognosperioden och öka Bolagets marknadsandelar såväl som produktportfölj. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

~81 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
ÅR 2025

Lucky Games nettoomsättning prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, Base scenario



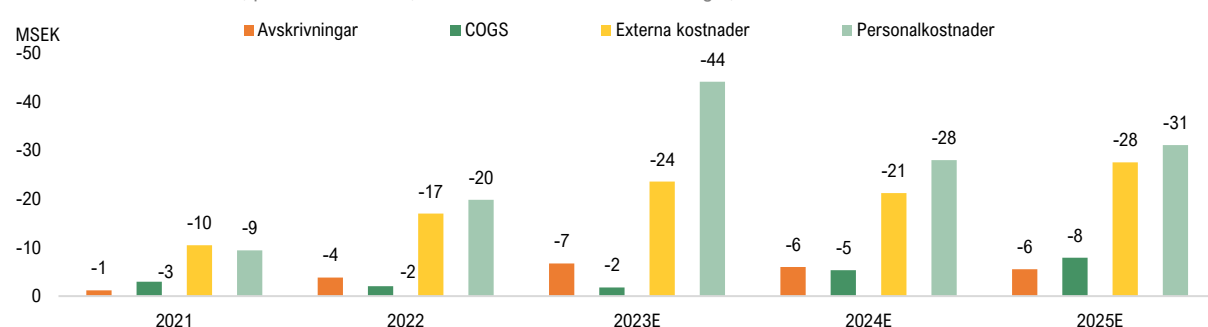
Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader åren 2023-2025

Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga externa kostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och den operativa verksamheten. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel, samt rekrytering av speldesigners, *back-end*-utvecklare och säljare. På längre sikt väntas den största kostnadsposten fortsatt vara externa kostnader och personal, vilket är kopplat till just utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra totalt ca 72 % av nettoomsättningen och således uppgå till ca 59 MSEK år 2025. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget kommer att växa sin "kostym", understött av både organisk tillväxt och tidigare gjorda förvärv. Överlag väntas rörelsekostnaderna i ett Base scenario överstiga omsättningen fram tills mitten av år 2024, därefter estimeras Bolaget vända till positivt EBITDA-resultat.

Externa kostnader, i kombination med personal, väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen på sikt.

Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, externa kostnader och avskrivningar, Base scenario



Analyst Groups prognoser

Jämförbara bolag	MCAP (MSEK)	Omsättningstillväxt LTM	P/S LTM
Playtech	16 936	8 %	0,9
Fantasma Games	164	51 %	4,3
Better Collective	13 392	45 %	3,5
Zeal Network SE (D)	798	21 %	6,0
Medel	7 822	31 %	3,7
Median	7 095	33 %	3,9
Lucky Games	117	307 %	7,8

Källa: Analyst Groups

Jämförbart uppköp	
Köpare	Kindred Group PLC
Säljare	Relax Gaming Ltd
Transaktionsvärde (TV)	807,3 MSEK
TV/LTM omsättning	5,1x
TV/LTM EBITDA	51,1x
EBITDA-marginal	10 %

Källa: Bloomberg

Base scenario

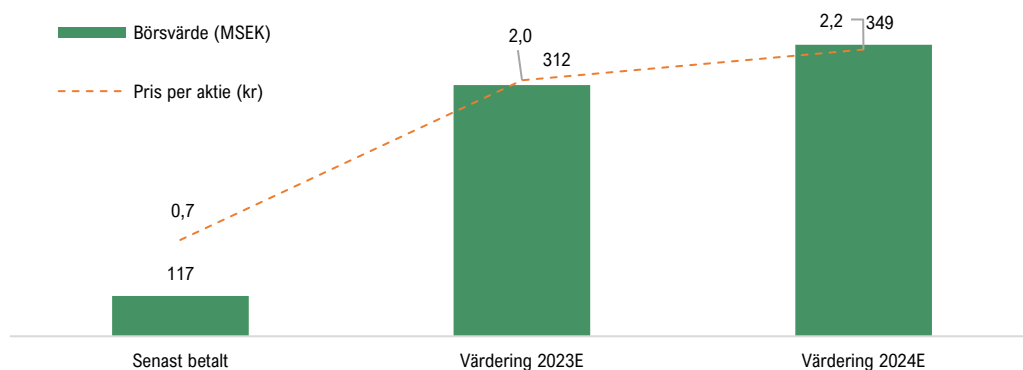
För att härleda en tänkbar värdering av Lucky Games idag utgår vi från 2024 års prognos, då Bolaget förväntas vara i ett verksamhetsmässigt mer "moget" stadiet, med en mer omfattande intäktsbas. Med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att Lucky Games i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipl i detta skede skulle kunna vara, kan Kindred Groups tidigare uppköp av Relax Gaming under 2021 utgöra en bra referenspunkt. Relax Gaming designar och utvecklar onlinekasinospel samt egna poker- och bingo produkter, där uppköpet gjordes till en multipl om 5x försäljningen (LTM).

Givet en målmultipl om 5x försäljningen utifrån då 2024 års omsättningsprognos om 49,8 MSEK, implicerar det ett bolagsvärde om 249 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 199 MSEK idag per 2023-11-24, vilket baserat på ca 158,3m utestående aktier ger ett nuvärde per aktie om 1,25 kr i vårt Base scenario.¹

Då ovan värdering utgår från ett diskonterat bolagsvärde år 2024 kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över hela tidshorisonten 2023-2024. Gjord värdering tar utgångspunkt i en organisk tillväxt och inkluderar ej förvärv, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, när det kan tänkas ske, vilket finansieringsupplägg som blir aktuellt m.m. Samtidigt kan Lucky Games komma att genomföra fler förvärv, vilket i sig kommer att innebära justerade prognoser och värderingsscenarion, vilket således får ses som en option i värderingen. Dessutom utgår nuvarande värdering från en konstant kapitalstruktur vilket således kan komma att förändras givet att t.ex. Lucky Games väljer att resa externt kapital för att öka expansionstakten ytterligare. Nedan framgår en illustrativ värdeutveckling givet de faktorer som är kända idag, och kan inkluderas i värderingsmodellen.

Illustrativ graf av potentiell värdeutveckling.

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



Analyst Groups prognos

¹Antalet aktier är efter förvärvet av Lucky Games andel i CYG Pte. LTD.

Bull scenario

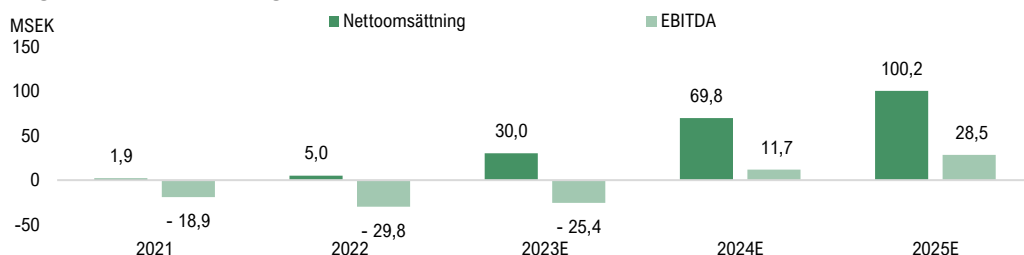
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 169 % mellan år 2021 och 2025. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om 100 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger Lucky Games fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 27 % år 2025, ej justerat aktiverat arbete.

I ett Bull scenario antas Lucky Games, likt i ett Base scenario, kunna bli uppköpta. Med en målmultipel om 5x försäljning på 2024 års estimerade nettoomsättning om 69,8 MSEK ger det ett bolagsvärde om 349 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 278 MSEK, motsvarande 1,75 kr per aktie i ett Bull scenario.¹

1,75 KR
PER AKTIE I ETT
BULL SCENARIO

Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bull scenario



Analyst Groups prognoser

Bear scenario

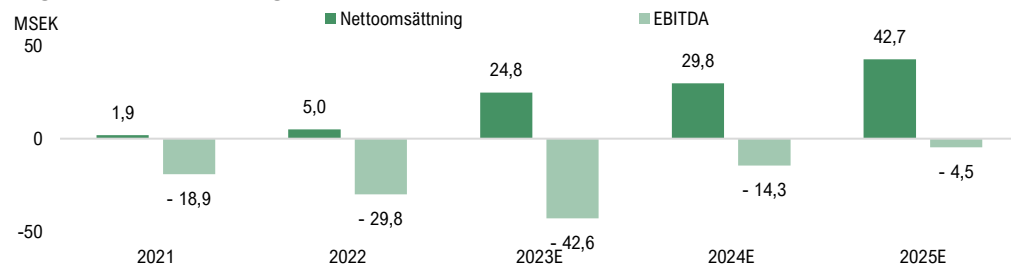
I ett Bear scenario misslyckas Bolaget med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar likväl i en nettoomsättning om 42,7 MSEK år 2025, men med en negativ EBITDA-marginal. Till följd av detta tvingas Bolaget finansiera den kassaflödesnegativa verksamheten genom ytterligare nyemissioner, vilket leder till utspädning av ägandet.

I ett Bear scenario antas ingen företagsförsäljning till en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre omsättningstillväxt och utdragna negativa kassaflöden. Utifrån tillämpad målmultipel om P/S 4x för 2024 års nettoomsättning om 29,8 MSEK, samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,60 kr i ett Bear scenario.¹

0,60 KR
PER AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO

Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt och negativt rörelseresultat

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bear scenario



Analyst Groups prognoser

¹Antalet aktier är efter förvärvet av Lucky Games andel i CYG Pte. LTD.



Calvin Lim Eng Kiat, VD

Calvin Lim Eng Kiat är idag betydande ägare i Bolaget och har varit styrelseledamot sedan 2022. Genom sitt aktiva ägarskap har han bidragit till Bolagets långsiktiga utveckling, bland annat genom finansiering av expansion och etablering på den asiatiska marknaden. Calvin är styrelseledamot i DFNN, Inc., ett börsnoterat IT-företag i Filippinerna med verksamhet inom onlinespel, och var dess VD från 2018 till 2023. Under denna tid navigerade han framgångsrikt DFNN genom covidpandemin och uppnådde 2022 den högsta nettovinsten i företagets historia. Calvin är även medgrundare av Nogle Limited, en riskkapitalstudio för teknikföretag i tidigt skede med huvudkontor i Hongkong och FoU baserad i Taiwan, och var dess COO från 2014 till 2018. Calvin har en MBA från National University of Singapore (NUS).



Per Eriksson, Styrelseordförande

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



Mads Jørgensen, Vice Styrelseordförande och CIO

Innehav: Mads Verner Jørgensen har varit verksam inom mobilspelindustrin i över 20 år. Som entreprenör bakom ett flertal välkända bolag och nätverk. Exempelvis Zellosoft med TDC, vilket senare blev Atchik Realtime. Rezet.net som förvärvade rättigheterna för mobilinnehåll från Disney och Daydream Software, den första börsnoterade speloperatören på den svenska börsen. Mads Verner Jørgensen främsta områden är entreprenörskap, spel och finansiering. Mads Verner Jørgensen är VD för bland annat Sports Equipment Scandinavia AB (publ), BHI Fond1 ApS och The Wine Cellar ApS samt styrelseledamot i Capitalor Financial Services AB, Queensland ApS och Employment Care A/S. Mads har tidigare varit styrelseledamot och VD för Norventures AB och Citilio Holding ApS samt VD för Odinn ApS. Tidigare styrelseledamot i Amgo Igaming Danmark A/S, Equitec Holding A/S och MR Invest ApS.



Claes Kalborg, Styrelseledamot

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



Carl Falkenberg, Styrelseledamot

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



Carina Beck, Styrelseledamot

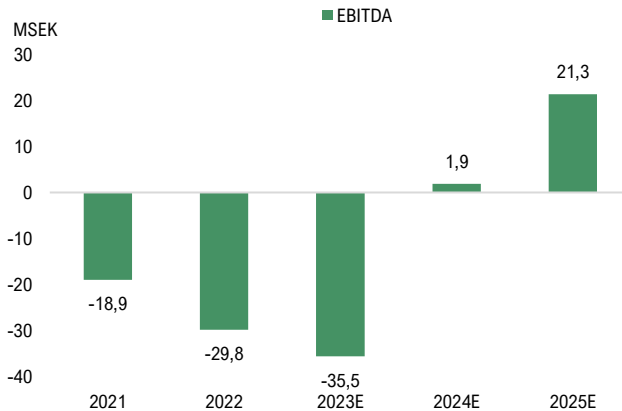
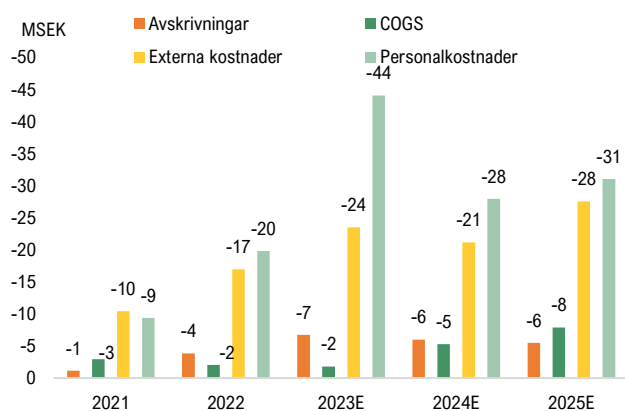
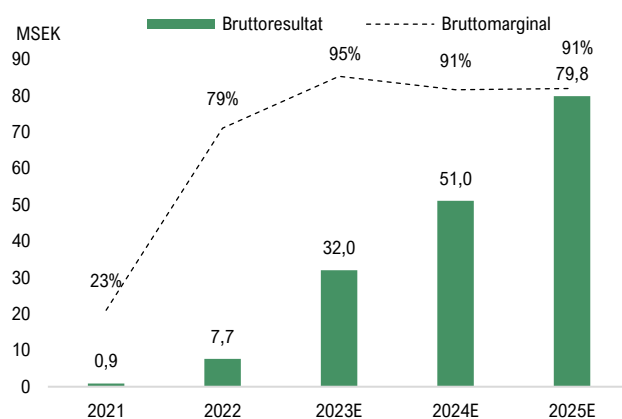
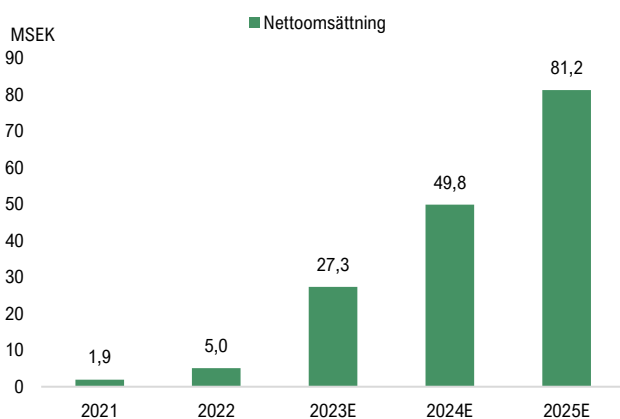
Carina Beck har över 20 års erfarenhet från olika ekonomifunktioner i en rad branscher med fokus på olika startupbolag, och är för närvarande finansansvarig för Accelerace A/S. Hon har en HD i redovisning från Copenhagen Business School och hennes tidigare uppdrag inkluderar controller hos RFRSH Entertainment, finansansvarig hos AMGO igaming AB, redovisningsansvarig hos Prescriba samt affärscontroller hos Synoptik.



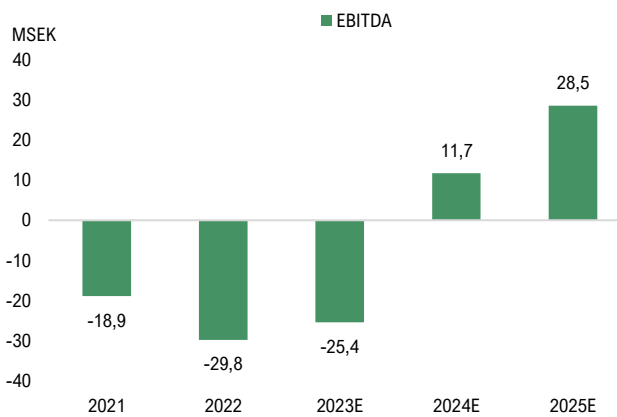
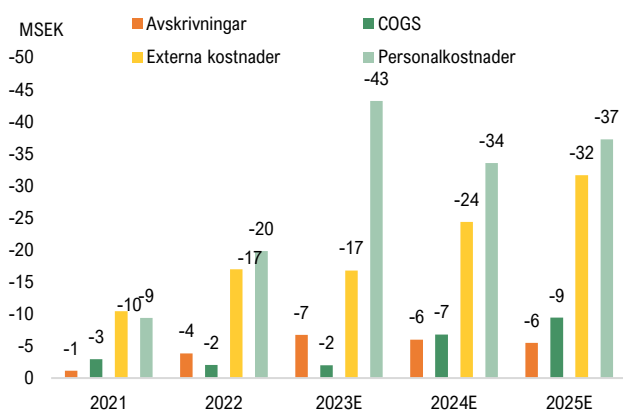
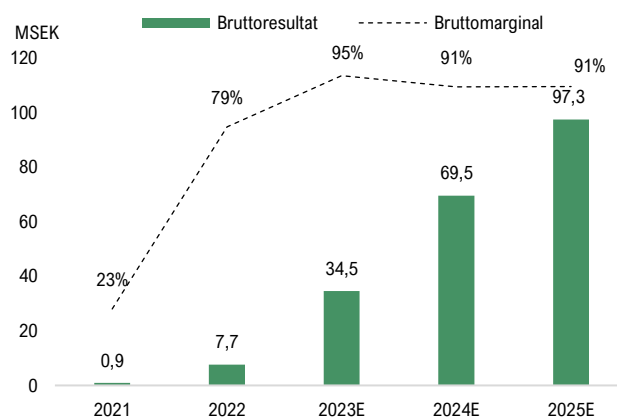
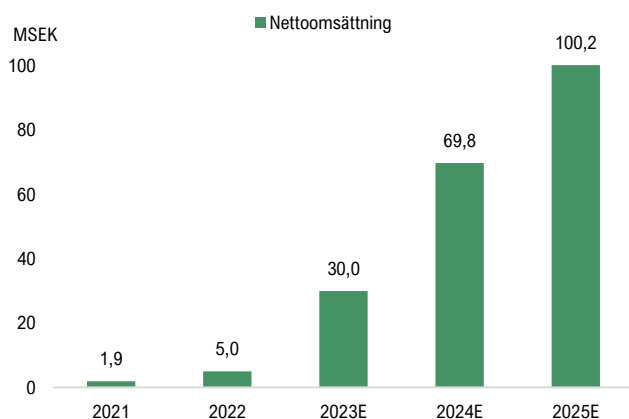
Michael Chi-Ho Li, Styrelseledamot

Michael Chi-Ho Li har haft tidigare uppdrag innefattande VD för DCG Inc., Senior Vice President Nogle Limited, Vice President FX Solutions vid IHS Markit, Senior Tax Consultant Ernst & Young. Övriga pågående uppdrag: VD för CYG PTE. LTD och Chief Information Officer, DFNN Inc. Michael Chi-Ho Li innehar en utbildning från Brunel University som Internetingenjör (Engineering BEng (Hons)).

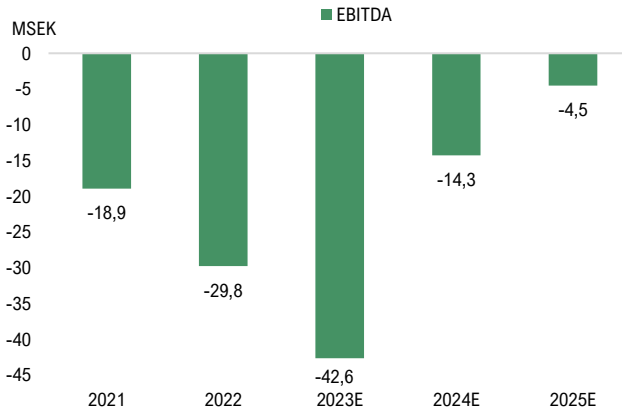
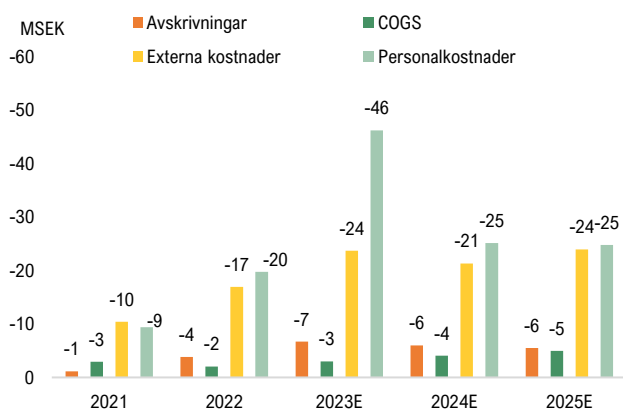
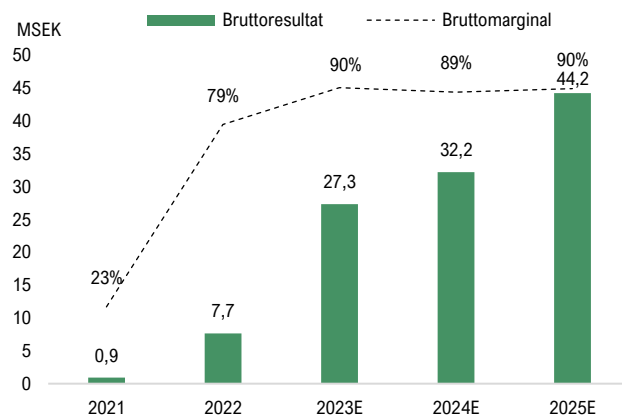
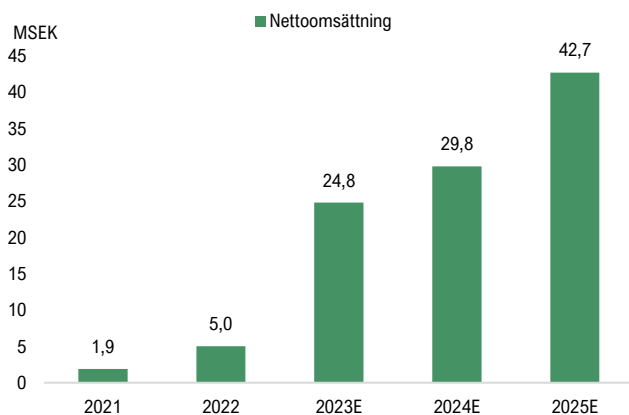
Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	27,3	49,8	81,2
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	6,5	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	33,8	56,3	87,7
COGS	0,0	-3,0	-2,1	-1,8	-5,3	-7,9
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	32,0	51,0	79,8
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	95%	91%	91%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	-23,5	-21,2	-27,5
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-44,0	-27,9	-31,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-35,5	1,9	21,3
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	3%	24%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-6,7	-6,0	-5,5
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-42,3	-4,1	15,8
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	18%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-1,5	-1,0	-0,9
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-43,3	-5,1	14,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-43,3	-5,1	14,9
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17%



Bull scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	30,0	69,8	100,2
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	6,5	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	36,5	76,3	106,7
COGS	0,0	-3,0	-2,1	-2,0	-6,8	-9,4
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	34,5	69,5	97,3
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	95%	91%	91%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	-16,8	-24,3	-31,6
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-43,2	-33,5	-37,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-25,4	11,7	28,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	15%	27%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-6,7	-6,0	-5,5
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-32,1	5,7	23,0
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	7%	22%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-1,5	-1,0	-0,9
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-33,1	4,7	22,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-33,1	4,7	22,1
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	6%	21%



Bear scenario (MSEK)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	24,8	29,8	42,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	5,5	6,5	6,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	30,3	36,3	49,2
COGS	0,0	-3,0	-2,1	-3,0	-4,1	-5,0
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	27,3	32,2	44,2
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	90%	89%	90%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	-23,7	-21,3	-23,9
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-46,2	-25,1	-24,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-42,6	-14,3	-4,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-6,7	-6,0	-5,5
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-49,4	-20,3	-10,0
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-1,5	-1,3	-1,1
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-50,4	-21,5	-11,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-50,4	-21,5	-11,1
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

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

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.