

Lucky Games levererade en Q1-rapport som återigen översteg våra estimat avseende såväl omsättningen som resultatet. Analyst Group ser goda möjligheter att tillväxtresan kan fortsätta, givet att Bolaget antas ha ökat antalet användare av spelen genom olika distributionsplattformar och speloperatörer, vilket också innebär att Lucky Games förväntas vara lönsamma från sommaren år 2024. Utifrån nuvarande estimat samt en applicerad P/S-multipel om 5x på 2024 års estimerade försäljning om 64,4 MSEK härleder vi ett motiverat värde per aktie om 1,02 kr (0,78).

▪ Fortsatt kraftig tillväxt och överträffade estimat

Under det första kvartalet år 2024 uppgick intäkterna till 16,1 MSEK (0,7), motsvarande en ökning om hela 2 295 % Y-Y, dock från låga nivåer. Utfallet kan jämföras med vårt eget estimat för Q1-24 om 11 MSEK, vilket Lucky Games därmed överträffade med 5,1 MSEK. En del av intäktsökningen antas vara hänförlig till att Bolaget nu är leverantör av teknikutveckling, underhåll och konsulttjänster åt CYG Pte. Ltd, i vilka Lucky Games förvärvade 20 % av aktier under Q4-23, vilket enligt Analyst Group är ett bevis på att förvärvet har burit frukt i termer av ökade intäkter för Lucky Games.

▪ Tillväxten bidrog till ett förbättrat resultat

Givet den höga tillväxten anser vi att Lucky Games utvecklades med en stabil kostnadsbas under det första kvartalet. De totala rörelsekostnaderna, exklusive avskrivningar och resultat från intressebolag, uppgick till -15,3 MSEK (-9,6), motsvarande en ökning om 63 %. Även om kostnaderna var något högre än estimerat bidrog den starka omsättningen till att EBITDA-resultatet var bättre än våra förväntningar, uppgående till -0,4 MSEK jämfört med vårt estimat om -2,8 MSEK. Sett till de kommande kvartalen förväntas Lucky Games kunna fortsätta växa omsättningen snabbare än kostnaderna, vilket banar väg för att lönsamhet står runt dörren, vilket estimeras från sommaren år 2024.

▪ Vi höjer vårt värderingsintervall

Efter att Q1-rapporten presenterats, vilken som tidigare nämnt överträffade våra förväntningar, så har vi uppdaterat våra estimat för Lucky Games. Bolaget antas ha ökat antalet användare av spelen genom olika distributionsplattformar och speloperatörer, vilket skapat förutsättningar för fortsatt tillväxt framgent, varför vi även har uppdaterat våra prognoser. Givet en estimerad högre tillväxt och att Lucky Games förväntas kunna växa omsättningen snabbare än kostnaderna, finns även förutsättningar för förbättrat resultat. Sammantaget medför de uppdaterade prognoserna ett höjt värderingsintervall i samtliga scenarion.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear 0,36 kr **Base** 1,02 kr **Bull** 1,26 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-06-04)	0,60
Antal Aktier (st.)	286 647 906
Market Cap (MSEK)	170,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-21,2 ¹
Enterprise Value (MSEK)	149,4 ¹
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 2 2024	2024-08-23

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)

NCTK Holdings International Limited	29,9 %
Yi Ning Ko	16,6 %
Calvin Lim Eng Kiat	16,0 %
Bryan Fun Kha Choong	14,6 %

PROGNOSE (MSEK) ²	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	1,9	5,0	28,9	64,4	84,3
Bruttoresultat	0,9	7,7	28,9	64,4	84,3
Bruttomarginal	23%	79%	100%	100%	100%
EBITDA	-18,9	-29,8	-41,1	3,5	15,3
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	5%	18%
Nettoresultat	-21,4	-37,7	-65,7	-20,0	3,2
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	4%
P/S	N/M	34,0	5,9	2,6	2,0
EV/S	N/M	29,8	5,2	2,3	1,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	42,7	9,8

¹Beräknat utifrån utgående kassa per den 31 mars 2024 samt att resterande del av likviden från den riktade emissionen (ca 4,8 MSEK) antas ha tillförts Bolaget under Q2-24.

²Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Lucky Games enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknadsanalys	6
Finansiell prognos	7
Värdering	8
Bull & Bear	9
Ledning & Styrelse	10-11
Appendix	12-14
Disclaimer	15

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	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

16,1 MSEK
i omsättning

**Stabil
kostnadsbas
medförde
resultatförbättring**

Intäkterna under det första kvartalet översteg återigen våra förväntningar och uppgick till 16,1 MSEK (0,7), vilket således var högre än vårt estimat om 11 MSEK i ett Base scenario. Intäkterna växte således med hela 2 295 % Y-Y, dock från låga nivåer och detta var det fjärde kvartalet i rad som Lucky Games överträffade våra estimat avseende intäkterna. Tillväxten antas vara hänförlig till ökade serviceavgifter från teknikutveckling, underhåll och konsulttjänster, vilket bl.a. innefattar teknikavgifter då kunder får tillgång till Lucky Games egenutvecklade teknik eller startavgifter vid integration av spelen. Därtill ökade även royaltyintäkterna, vilket Lucky Games erhåller som en procentsats av speloperatörernas intäkter på spelen. En del av dessa intäkter är hänförliga till försäljning till CYG Pte. Ltd, ett Singapore-baserat mjukvaruutvecklingsföretag som specialiserar sig på backend-system för aktörer som verkar inom Fintech- och spelbranschen. I slutet av år 2023 förvärvade Lucky Games 20 % av aktierna i CYG Pte. Ltd och Analyst Group anser att Q1-rapporten visar att investeringen har medfört nya intäcksströmmar för Lucky Games. Sammantaget antas Lucky Games ha ökat antalet användare av spelen genom olika distributionsplattformar och speloperatörer, vilket skapat förutsättningar för fortsatt tillväxt framgent, även om tuffare jämförelsekvartal nu väntar för bolaget.

Sett till kostnadsutvecklingen så anser Analyst Group att denna var stabil givet den starka intäcksutvecklingen. De totala rörelsekostnaderna, exkl. avskrivningar och resultat från intressebolag, uppgick till -15,6 MSEK (-9,6), motsvarande en tillväxt om 63 %. De ökade kostnaderna antas vara hänförliga till att understödja den snabba expansionen men då intäkterna växte i en snabbare takt än kostnaderna förbättrades Lucky Games lönsamhet under kvartalet. EBITDA-resultatet uppgick till -0,4 MSEK, vilket var en förbättring mot jämförelsekvartalets -10,2 MSEK och ett bättre resultat än det estimerade -2,8 MSEK. Nedan följer en sammanfattning av resultatutfallet i jämförelse med våra estimat.

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q1-24A	Q1-24E	Diff.
Intäkter	16,1	11,0	5,1
Totala intäkter	16,1	11,0	5,1
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	16,1	11,0	5,1
Bruttomarginal	100%	100%	
Externa kostnader	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-6,7	-5,8	-0,9
Övriga rörelsekostnader	-8,9	-8,0	-0,9
Andel av intresseföretags resultat	-0,9	0,0	-0,9
EBITDA	-0,4	-2,8	2,4
EBITDA-marginal	-2,8%	-25%	
Avskrivningar	-4,3	-3,7	-0,6
EBIT	-4,8	-6,5	1,8
EBIT-marginal	-30%	-59%	
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-2,2	-3,1	1,0
EBT	-6,9	-9,7	2,7
Skatt	-0,5	-0,1	-0,4
Nettoresultat	-7,4	-9,8	2,4
Nettomarginal	-46%	-89%	

Sammanfattningsvis anser vi att Lucky Games levererade en stark rapport som var över våra förväntningar avseende såväl intäkter som resultat. Intäktsökningen antas vara hänförlig till att bolaget har kunnat öka antalet användare av spelen, vilket bidragit till såväl integrationsintäkter som royaltyintäkter, något som bäddar för fortsatt intäktsökning framgent.

~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 förväntas ha växt till +14 % under 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 konkurrensen 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 innebar att hela 46 nya spel, samt viktiga licenser, adderades. 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 visat successivt stigande försäljning

Under inledningen av 2023 genomförde Lucky Games 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, något som har fått en positiv effekt på kassaflödet och har bidragit till att Lucky Games har närmat sig lönsamhet. Under avslutningen av 2023 fortsatte Lucky Games att öka sin omsättningen snabbt och under inledningen av 2024 beslutade Lucky Games om en riktad nyemission om 20,5 MSEK samt om en kvittningsemmission om cirka 40,2 MSEK, där kvittningen avsåg det tidigare lånet till NCTK. Transaktionen har således "städad upp" Lucky Games balansräkning, vilken nu är skuldfri gällande räntebärande skulder, såväl som stärkt kassan, samtidigt som intäkterna har fortsatt öka under Q1-24, med en hög tillväxt och ett förbättrat EBITDA-resultat uppgående till -0,4 MSEK som följd.

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.

Hög kundkoncentration utgör en risk

Lucky Games är fortsatt inte lönsamma, även om Bolaget uppvisade ett *break even*-resultat under Q2-23, vilket utgör en finansiell risk. Däremot estimerar Analyst Group att en stark omsättningstillväxt under kommande år kan Bolaget till svarta siffror, varpå nuvarande kassa efter den riktade emissionen i januari år 2024 förväntas räcka till dess att positivt kassaflöde estimeras. Vidare utgör kundkoncentrationen en risk där 90 % av Lucky Games intäkter under år 2023 kom från fyra kunder, vilket skapar ett stort beroende av några enskilda kunder.

TILLGÅNG TILL
HUNDRATALS
KASINOSAJTER

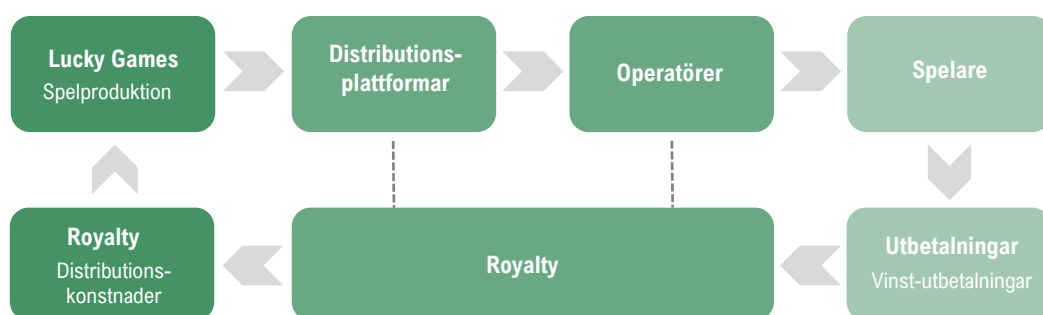
NUVARANDE
KASSA
FÖRVÄNTAS
RÄCKA TILL
BREAK EVEN

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 i 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. Sett till affärsmodellen så erhåller Lucky Games fasta teknikavgifter när kunder får tillgång till egenutvecklad teknik, såsom spelprogramvara eller plattformdesign. Vidare erhålls royalties som baseras på en procentsats av speloperatörernas intäkter samt serviceavgifter, vilket exempelvis kan vara startavgifter vid integration.

Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward*.

Grafik över Bolagets affärsmodell



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.

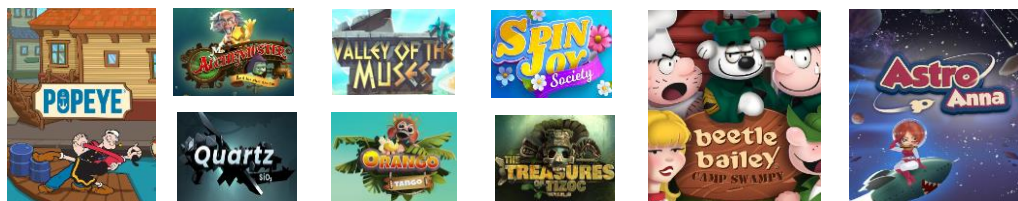
Lady Luck

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 aggregatorer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser, där spelen bygger på en slumpgenerator 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*.

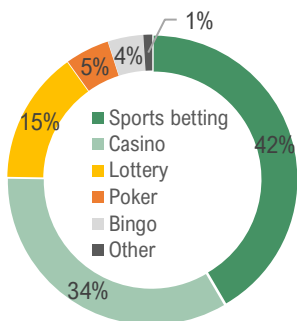
Reel NRG

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 och MGA.

Ett urval av Lucky Games spel.



Källa: Lucky Games



En marknad med flera segment

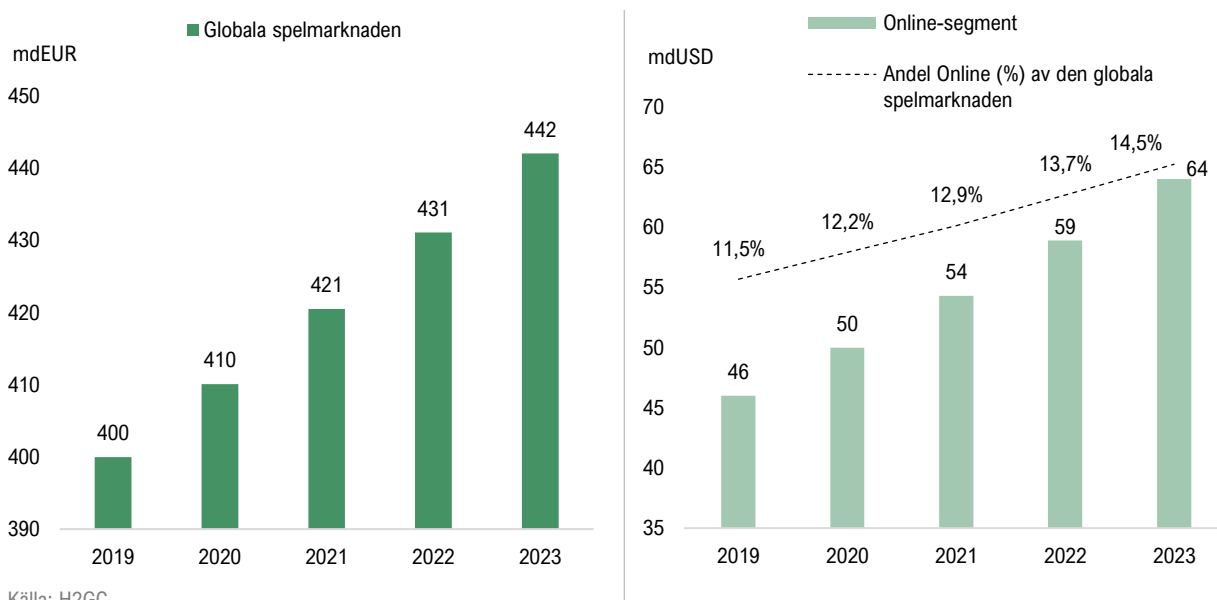
Lucky Games är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

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 onlinekasino stod för 12 %. Fram tills 2023 uppskattas den totala marknaden ha växt 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 antas onlinesegmentets andel av den totala spelmarknaden ha växt från 12 % till +14 % under 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

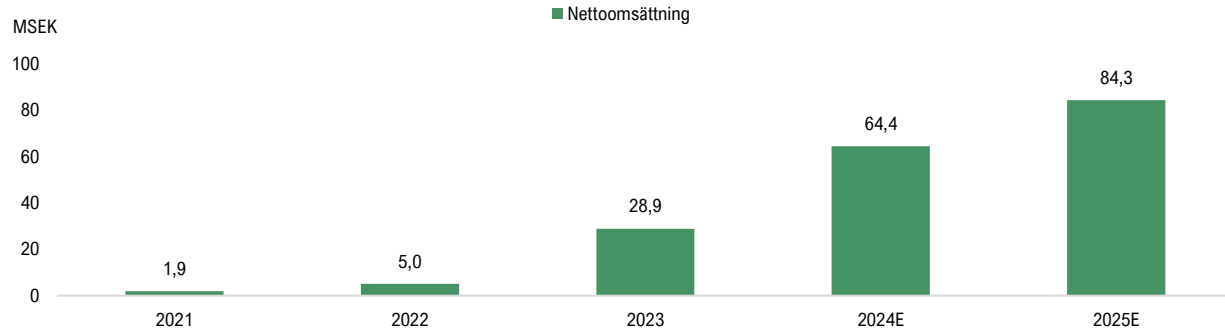
Omsättningsprognos åren 2024-2025

Lucky Games intäkter består huvudsakligen av royalty- och tekniktäkter från distributionsplattformar och speloperatörer, där Bolaget under 2023 uppvisade en kraftig helårstillväxt om 475 %, 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 84 MSEK, motsvarande en CAGR om ca 157 % 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.

**~84 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
ÅR 2025**

Lucky Games nettoomsättning prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, Base scenario



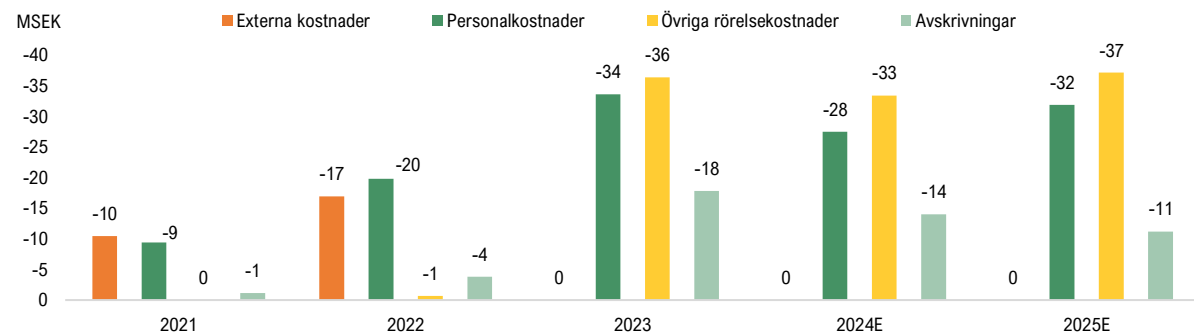
Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader åren 2024-2025

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 övriga rörelsekostnader och personal, vilket är kopplat till just utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra totalt ca 73 % av nettoomsättningen och således uppgå till ca 60 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/övriga 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	19 834	7%	1,0
Fantasma Games	152	-9%	4,4
Better Collective	14 085	15%	3,5
Zeal Network SE	8 944	18%	5,9
Medel	10 754	8%	3,7
Median	11 515	11%	4,0
Lucky Games	171	866%	3,7

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

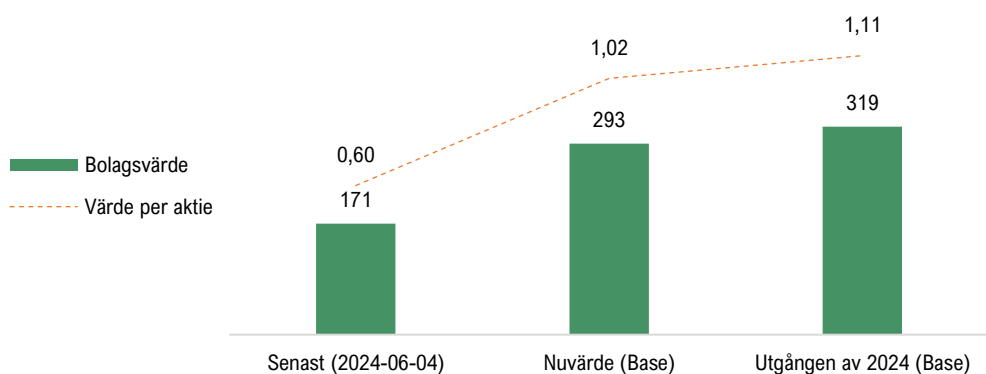
För att härleda en värdering av Lucky Games idag utgår vi från 2024 års prognos och med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att Lucky Games i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipl i detta skede skulle kunna vara, kan 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 P/S 4,5x, således något mer konservativt än den härledda tänkbara transaktionsmultipl, vilken appliceras på den estimerade försäljningen år 2024 om 64,4 MSEK, implicerar det ett bolagsvärde om 319 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 293 MSEK per 2024-06-05, vilket baserat på ca 286,6m utestående aktier ger ett nuvärde per aktie om 1,02 kr i vårt Base scenario.

Då ovan värdering utgår från ett diskonterat bolagsvärde tills idag (2024-06-05) på 2024 års prognos, kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över hela tidshorisonten, d.v.s. ett härlett värde vid utgången av 2024 (ej nuvärdesberäknat). 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 estimerad potentiell värdeutveckling.

Börsvärde och pris per aktie idag samt estimerat nuvärde och estimerat värde vid utgången av 2024



Analyst Groups prognos

Bull scenario

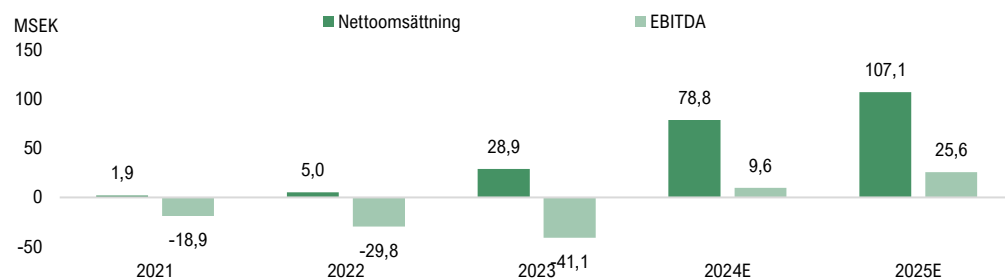
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 173 % mellan år 2021 och 2025. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om 107 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger Lucky Games fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 24 % år 2025.

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 78,8 MSEK ger det ett bolagsvärde om 394 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 362 MSEK, motsvarande 1,26 kr per aktie i ett Bull scenario.

1,26 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

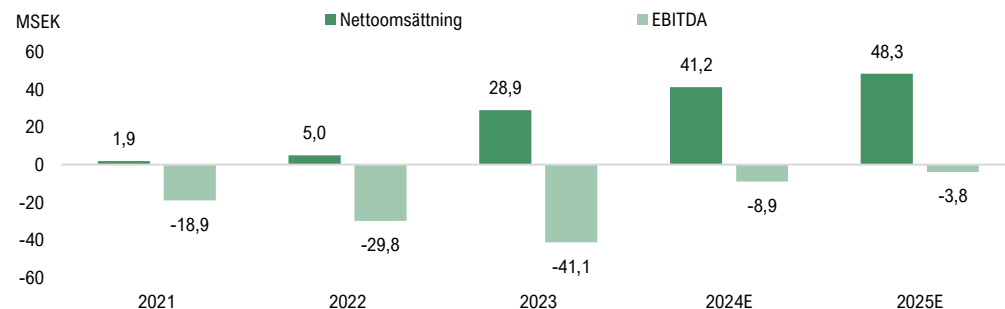
I ett Bear scenario misslyckas Bolaget med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar likväl i en nettoomsättning om 48,3 MSEK år 2025, men med en negativ EBITDA-marginal. Till följd 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 2,7x för 2024 års nettoomsättning om 41,2 MSEK, samt en diskonteringsränta om 12 %, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,36 kr i ett Bear scenario.

0,36 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



Calvin Lim Eng Kiat, VD och styrelseledamot

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).



Keat Wong, CFO

Keat Wong har omfattande erfarenhet av internationell finansverksamhet från Storbritannien och APAC-regionen. Han har en BA (Hons) i Accounting & Finance från University of East London och är medlem i ACCA (Association of Chartered Certified Accountants). Keats mångsidiga expertis omfattar revision, finansiell rapportering, finansverksamhet och efterlevnad. Keat har haft ledande befattningar på globalt erkända företag som KPMG, Deloitte Touche Tohmatsu, Herbalife, CEVA Logistics och C.H. Robinson, senast var Keat finanschef för APAC på C.H. Robinsos.



Martin Jensen, CTO

Martin Jensen har över 25 års erfarenhet av spelutveckling, från att lansera flera världsberömda projekt till att optimera storskaliga spelsystem. Med en passion för spel och en djup förståelse för spelutvecklingsprocessen kombinerat med ett innovativt tillvägagångssätt, har Martin varit verksam inom mobilspel, appar och SaaS-plattformar samt ett flertal olika programvarutekniker.



Rasmus Guldborg-Kjær, Creative Director

Rasmus Guldborg-Kjær har betydande erfarenhet och kunskap inom användarupplevelse, design och kreativ spelutveckling, som Art Director inom spelbranschen med ett flertal spelsuccéer. För Rasmus är passionen att skapa spelkoncept genom de små detaljerna som berättar och ger atmosfär. Han är grundare och Creative Director på LL Games AB. Tidigare Art Director på Brain Plus, Creative Director på TiTonm, Creative Director på Hapti.co och Creative Director på IO Interactive. Rasmus är Grafisk Designer från Danmarks Design Skole 1990-1995.



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.



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.

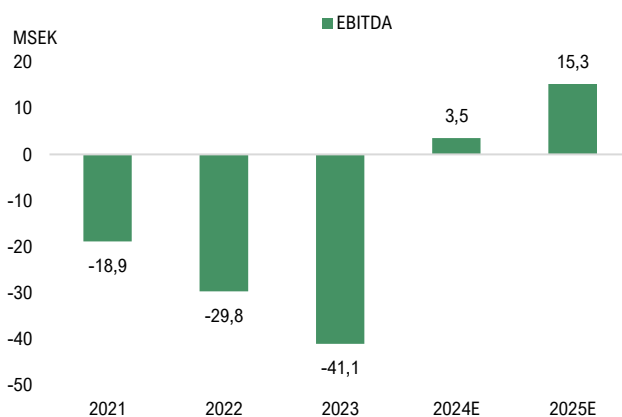
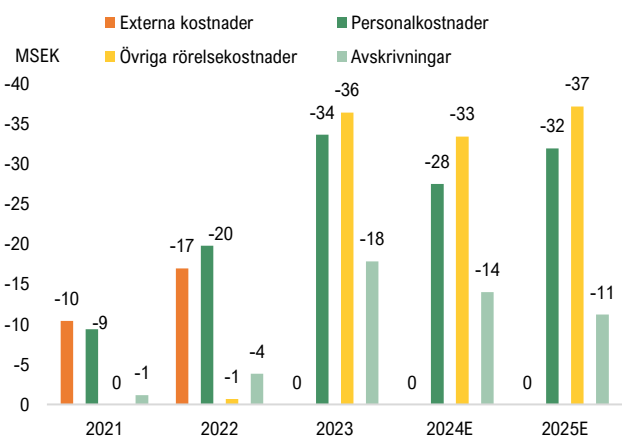
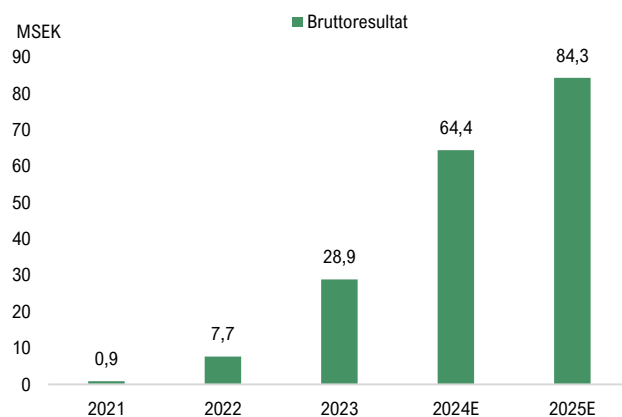
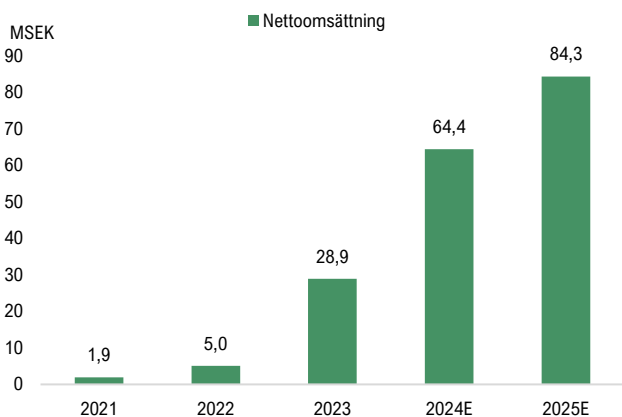
**Carl Falkenberg, Styrelseledamot**

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.

**Michael Chi-Ho Li, Styrelseledamot**

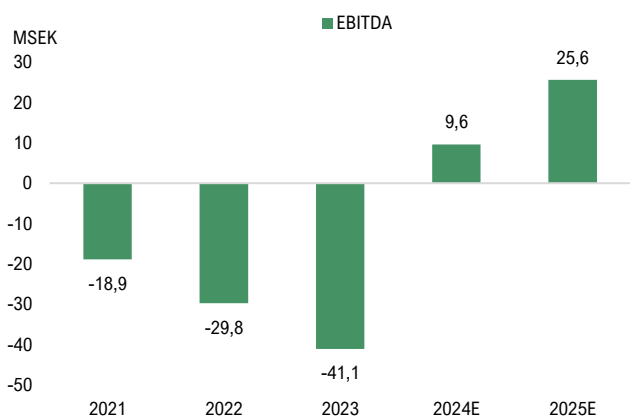
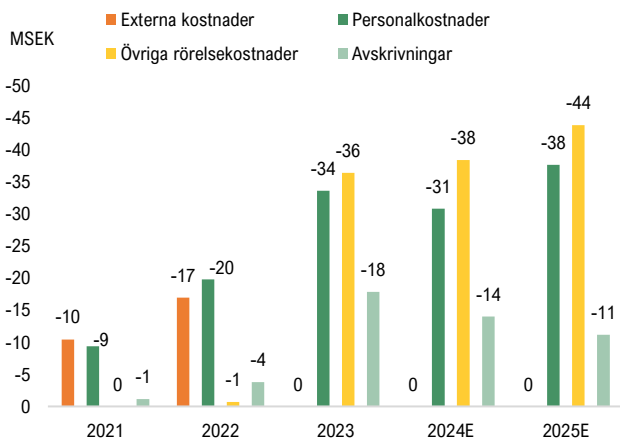
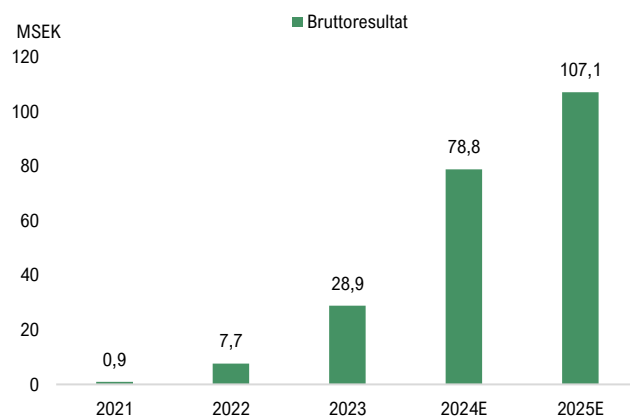
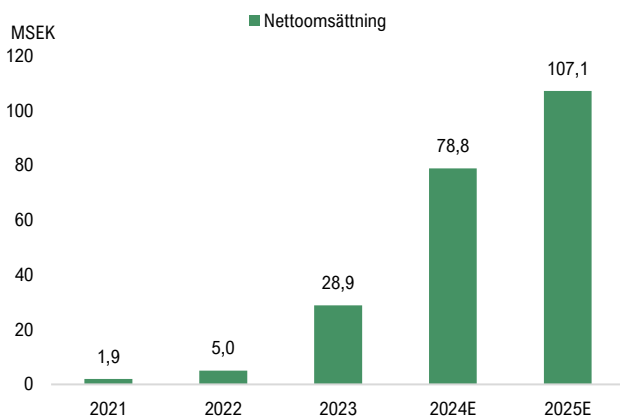
Michael Chi-Ho Li har haft tidigare uppdrag innefattande VD för DCG Inc., Senior Vice President Nogle Limited, Vice President FX Solutions vid IHS Markit, Senior Tax Consultant Ernst & Young. Övriga pågående uppdrag: VD för CYG PTE. LTD och Chief Information Officer, DFNN Inc. Michael Chi-Ho Li innehar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

Base scenario (MSEK) ¹	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	28,9	64,4	84,3
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	28,9	64,4	84,3
COGS	0,0	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	28,9	64,4	84,3
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	100%	100%	100%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-33,6	-27,5	-31,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-36,4	-33,4	-37,1
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-41,1	3,5	15,3
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	5%	18%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-17,8	-14,0	-11,2
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-59,0	-10,5	4,1
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	5%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-5,8	-9,5	-0,9
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-64,8	-20,0	3,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-65,7	-20,0	3,2
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	4%



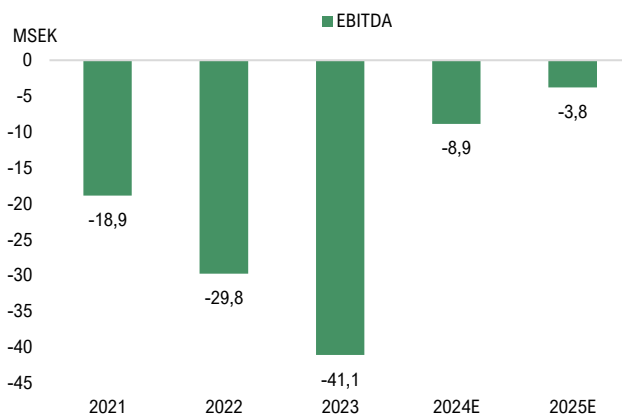
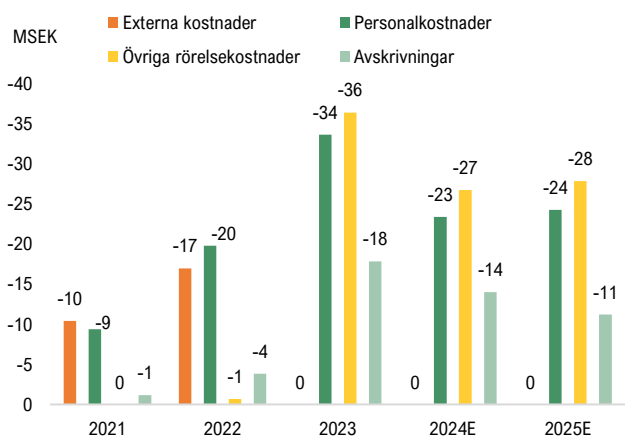
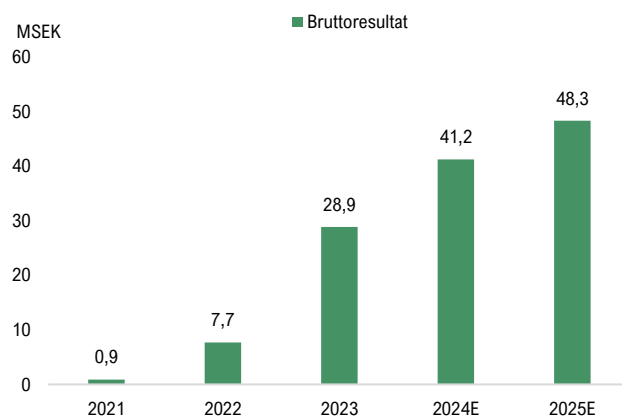
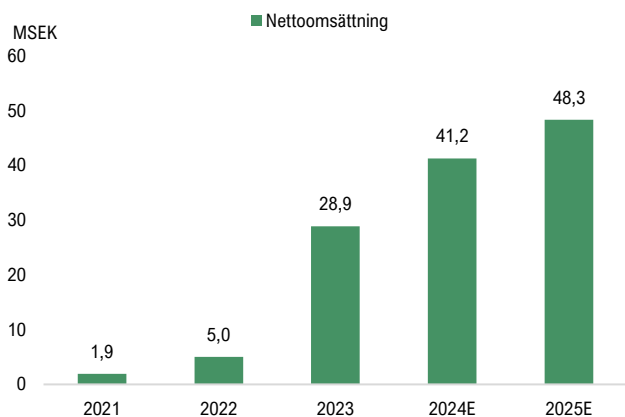
¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Lucky Games enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Bull scenario (MSEK) ¹	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	28,9	78,8	107,1
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	28,9	78,8	107,1
COGS	0,0	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	28,9	78,8	107,1
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	100%	100%	100%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-33,6	-30,8	-37,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-36,4	-38,4	-43,8
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-41,1	9,6	25,6
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	12%	24%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-17,8	-14,0	-11,2
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-59,0	-4,4	14,4
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-5,8	-9,5	-0,9
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-64,8	-13,9	13,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-65,7	-13,9	13,5
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%



¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Lucky Games enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

Bear scenario (MSEK) ¹	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	5,0	28,9	41,2	48,3
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	4,7	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,2	3,9	9,7	28,9	41,2	48,3
COGS	0,0	-3,0	-2,1	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	1,2	0,9	7,7	28,9	41,2	48,3
Bruttomarginal	n.a	23%	79%	100%	100%	100%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,9	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-19,8	-33,6	-23,4	-24,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-36,4	-26,7	-27,9
EBITDA	-4,3	-18,9	-29,8	-41,1	-8,9	-3,8
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Avskrivningar	0,0	-1,2	-3,8	-17,8	-14,0	-11,2
EBIT	-4,3	-20,1	-33,6	-59,0	-22,9	-15,0
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-4,1	-5,8	-2,9	-1,5
EBT	-4,3	-21,4	-37,7	-64,8	-25,8	-16,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,9	0,0	0,0
Nettoresultat	-4,3	-21,4	-37,7	-65,7	-25,8	-16,5
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.



¹Per Q4-rapporten för 2023 redovisar Lucky Games enligt IFRS, vilket bl.a. leder till en justering i hur Bolagets kostnader bokförs. Detta gör att det blir en skillnad i jämförelse med åren föregående 2023. Detta är dock ej resultatpåverkande.

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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.