

ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS

29 augusti 2019

ASPIRE GLOBAL

BRA TILLVÄXT OCH FÖRVÄRV

Innehåll

Bra tillväxt och förvärv	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Fortsatt tillväxt i linje med vår prognos	4
Codere och tillväxtmöjligheter i Norden och UK	5
Även lönsamhet i linje med förväntan	6
B2B-segmentet	7
Bra kv2 något över våra förväntningar	7
Förvärv stärker verksamheten	8
B2C-segmentet	9
Bra kv2 något över våra förväntningar	9
Prognoser och värdering	9
Värdering, motiverat värde per aktie	10
DCF-värdering	11
Jämförelsevärdering	12
Risker	13
Disclaimer	14

Bra tillväxt och förvärv

I linje med våra förväntningar redovisade Aspire god organisk tillväxt och bra lönsamhet under kv2. Nya varumärken och marknader liksom förvärv bedöms kunna fortsätta driva tillväxt och addera värden. Efter ett nedstall ser vi bra uppsida i aktien.



iGaming-bolaget Aspire fortsätter att växa. Under kv2 landade intäkterna på 32,8 MEUR, i linje med vår prognos om 32,7 MEUR. Den organiska tillväxten om 32,1% leddes av B2B-verksamheten som vid utgången av kv2 hade 43 aktiva partners (med ett eller

flera varumärken), relativt 41 stycken vid utgången av kv1. Vi tror att bl.a. lansering av nya varumärken kommer att fortsätta driva tillväxten för B2B-segment på kort sikt. Exempelvis har det spanska spelbolaget Codere gått live på plattformen strax efter utgången av det andra kvartalet. Codere är en stor operatör som erbjuder spel i tur och vadslagning på land och nu avser att expandera online-verksamheten. Även Aspires B2C-verksamheten växte på årsbasis med 7%, vilket är bra givet att referenspunkten kv2 2018 var ett extremvärde med betydande delar av en storvinst som kom tillbaka till bolaget. På aggregerad nivå kom EBITDA-resultatet för kv2 in på cirka 6,1 MEUR vilket också låg i linje med vår prognos om 6,3 MEUR.

Sammantaget är vår bedömning att rapporten var bra. Sekventiellt var tillväxten negativ under kv2 – i linje med vår prognos. Organiskt tror vi att den sekventiella tillväxten kommer att vara lägre framöver. Men på årsbasis tror vi att tillväxttakten kommer att fortsätta ligga på nivåer över marknaden både organiskt och med förvärv. Det Gibraltar-baserade Pariplay har presenterats som det första förvärvet. Pariplay är en så kallad "Game Aggregator" och en Spelutvecklare. Som Game Aggregator erbjuder Pariplay en lösning som snabbt möjliggör för operatörer att integrera en stor mängd spel till sina spelsajter. Pariplay stärker B2B-erbjudandet och öppnar även dörrar till nya marknader som USA. Bolaget avser kommunicera mer kring förväntningar om intäkts- och lönsamhetsbidrag efter att affären stängts.

För att inkludera Pariplay i våra modeller på ett trovärdigt sätt avvaktar vi till mer information finns tillgänglig. Vi har heller inte gjort några större förändringar i våra prognoser efter kv2-rapporten. I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 57,8 kronor (65,5). Ett nedstall i sektorn som helhet och ökad riskpremie i marknaden tar ner värderingen relativt senaste uppdateringen. Dock, när mer information om Pariplay blir tillgänglig skapas rimligtvis en uppsida till värderingen.

Datum: 29 augusti 2019

Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securites)

Företagsnamn: Aspire Global PLC

Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM

Vd: Tsachi Maimon

Styrelseordförande: Carl Klingberg

Marknadsvärde: 1 447 MSEK

Senast: 31,9 SEK

Kort om Aspire: Aspire är en intressant aktör i iGaming-sektorn med två affärsområden. Det största som B2B leverantör av en heltäckande spel-lösning. Det andra affärsområdet består av B2C operatörsverksamheten med varumärket Karamba.

Möjligheter och styrkor: Antalet nya B2B partners ökar stadigt vilket tillsammans med sportsbetting förväntas driva tillväxten i det kortare perspektivet. Förvärv är ytterligare en faktor som kan komma att driva både tillväxt och värdering liksom stärka bolagets position på marknaden. Pariplay är bolagets första förvärv. Finansiella resurser bedöms finnas på plats för fler.

Omrägelning i sektorn innebär för många en risk. Då Aspire står på två ben, som operatör (B2C) och som leverantör av spellösningar (B2B), kan omregleringar även ses som en möjlighet. Dels innebär det en sannolikhet att flera aktörer inte klarar av teknikutvecklingen som krävs för nya marknader. Det skulle ge Aspire möjligheter till nya B2B kunder.

Bolagets erbjudande har aldrig varit starkare än idag. Det talar för en fortsatt stark tillväxt och resultat.

Risker och svagheter: Förändringar i regelverket kan skapa tvärs kast i spelbranschen. I september 2017 avslutades verksamheten i Australien som en effekt av förändrade regler. Förändrade KYC process i UK bromsar tillväxten i UK och konkurrensen i Sverige har ökat i samband med regleringen i Sverige via ATG och Svenska Spel.

Värdering: **Bear** 42,6 kr **Bas** 57,8 kr **Bull** 69,3 kr

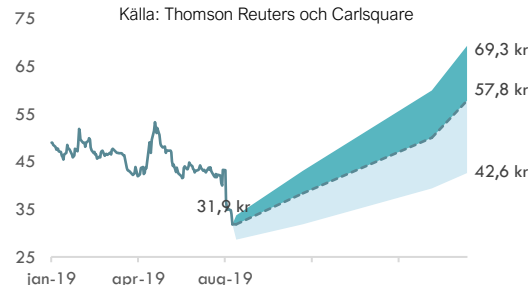
Utfall och prognoser, Bas-scenario

MEUR	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter	72	105	133	155	199
EBITDA	14	21	23	25	32
EV/Sales	2,0x	1,4x	1,1x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	10,2x	6,9x	6,3x	6,0x	4,5x

Källa: Aspire Global och Carlsquare

ASPIRE

Källa: Thomson Reuters och Carlsquare



Temperatur

Ledning och styrelse



Tsachi (Isaac) Maimon är vd sedan 2013 och utbildad inom marknadsföring. Tsachi kommer tidigare från tjänsten som Division Manager på reklambyrån The nation Traffic. Inför listningen förstärktes styrelsen med Carl Klingberg (tidigare Bwin) och Fredrik Burvall (tidigare vd Cherry). Rekryteringarna stärkte det strategiska ledarskapet med värdefull erfarenhet. Barak Matalon, grundare av NeoGames och Aspire Global, sitter också i styrelsen.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Grundare och styrelseledamot Barak Matalon samt styrelseledamot Aharon Aran finns bland de fem största ägarna. Även flertalet institutionella investerare som Robur, RAM och Fondita finns bland de tio största ägarna per den 30 juni 2019.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Aspire har genererat ett positivt EBIT-resultat sedan 2005 och förväntas fortsätta att leverera svarta siffror. Trots skuldsättningen avseende obligationen som tecknades i maj 2018 är bolaget väl finansierat. Kassan per den 30 juni 2019 uppgick till 53,2 miljoner euro (före kontantbetalning av förvärv). Det operativa kassaflödet är positivt.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Vi ser bra potential i närtid med anledning av bolagets helhetslösning för speloperatörer som nu stärkts med både betting- och bingo-vertikalen. Spelmarknaderna i Sverige omreglerades i januari 2019 och Nederländerna förväntas göra så år 2020. Det skapar möjligheter för företagets B2B-verksamhet att växa. Bolaget gynnas av omregleringar eftersom det öppnar dörrar till nya kundgrupper, ökade intäkter och stabilare verksamhet än på oreglerade marknader. De egna varumärkena har genomgått förbättringsåtgärder på flera plan. Det har i sin tur ökat antal FTD (First Time Depositors). Med obligationslånet avser bolaget att realisera på förvärvsstrategin vilket nu har skett via Pariplay och det förvärvet samt ytterligare förvärv kan addera ytterligare tillväxt. Att Aspire har en stor andel reglerade och lokalt skattade intäkter är också fördelaktigt.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Aspire står på två intäktsgenererande affärsben. Förvisso inom samma sektor men det bör ändå reducera risken. Genom förvärvet av Pariplay expanderar B2B-verksamhetens erbjudande och adderar två nya affärsben; som aggregator och som spelutvecklare. Vidare är bolaget aktiv på flera olika geografiska marknader vilket reducerar risken för lokala svängningar eller förändringar i regelverket.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

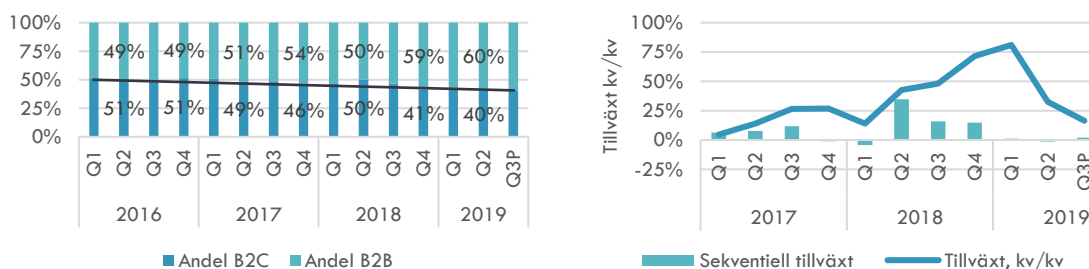
COMPLETE IGAMING SOLUTION

Fortsatt tillväxt i linje med vår prognos

Aspire fortsätter att växa väl mer än marknaden som helhet. Under andra kvartalet 2019 redovisades intäkter om 32,8 miljoner euro, i linje med vår prognos om intäkter på 32,7 miljoner euro. Intäkterna ökade från de 24,7 miljoner euro som redovisades under samma kvartal 2018. Det motsvarar en organisk tillväxt om 32,4 procent i årstakt. Under det gångna kvartalet kom 75 procent av intäkterna från reglerade marknader eller marknader som står inför en omreglering.

Som framgår av den vänstra grafen nedan ökar B2B-segmentet sin andel av de totala intäkterna och driver också tillväxten i de aggregerade intäkterna.

Historisk fördelning av totala intäkter, B2C och B2B på kvartalsbasis



Källa: Aspire (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Som framgår i grafen till höger ovan har tillväxttakten tappat fart, vilket var vad vi förväntat oss. Det bland annat då basen har ökat till högre nivåer vilket innebär att tillväxt (i procent) naturligt faller tillbaka. Det finns också andra naturliga förklaringar till detta i form av effekter från omreglering och nya tuffare lagar (UK, Sverige) som temporärt påverkar hela sektorn negativt. Så från detta perspektiv bedömer vi att marknadens reaktion på rapporten, som uttrycktes i form av ett kraftigt nedställt i aktien, är omotiverat.

Vi ser ett antal parametrar som bidragande faktorer till fortsatt god tillväxt:

- **B2B:** Befintliga partners fortsätter att växa. Detta genom att fler befintliga partners adderar fler vertikaler som betting och bingo och dessutom genom att befintliga partners lanserar nya partnervarumärken. Under andra kvartalet ökade antalet partnervarumärken med tre stycken, vilka samtliga öppnades av befintliga partners. Under H2 avses ytterligare

varumärken gå live, däribland Vips Casino och Digibet som delägs av Aspire.

- **B2B:** Nya partners som ansluter på befintliga och nya marknader lär bidra till fortsatt tillväxt. Vilka nya marknader som Aspire skall gå in i är ännu oklart men via förvärvet av Pariplay öppnas dörrar till USA. Tyskland är också på tapeten med delägarskapet i NEG Group (Digibet). Under andra kvartalet tecknades två nya partners, bland annat den stora spanska operatören Codere Group SA (Codere).
- **B2C:** Genomförda anpassningar av plattformen för förändringar på befintliga marknader bör leda till starkare tillväxt inom B2C-segmentet de kommande kvartalen. Bolaget har även lanserat ett nytt varumärke, GenerationVIP.com.
- **B2C:** Bättre säsong för betting-vertikalen närmar sig. Champions League har precis dragit igång och EM i fotboll går av stapeln i juni 2020. Bättre säsong påverkar också B2B-verksamheten positivt. Fortsatt fokus på att optimera marknadsföringen för att behålla och aktivera befintliga spelare och attrahera nya spelare, Marknadsföring har under de senaste fyra kvartalen varierat mellan cirka 33 procent och 37 procent av NGR.
- **Förvärvet av Pariplay:** Efter integration av Pariplays teknik som Game Aggregator och Spelutvecklare i bolagets plattform stärks erbjudandet samt kostnadssynergier uppnås. Det skapar också ett tydligt affärsben inom spelutveckling vilket förväntas bidra till tillväxt samt EBITDA.
- **Förvärv:** Finansiella resurser finns på plats för att genomföra fler förvärv.

Codere och tillväxtpotentialer i Norden och UK

Rörande nya partners är Codere Group SA (Codere) en mycket intressant sådan. Codere gick live i juli med varumärket greenplay.com. Vi har goda förhoppningar på att partnerskapet över tid kan bli mycket värdefullt för Aspire.

Codere är redan ett väletablerat spelbolag som handlas på den spanska börsen till ett marknadsvärde om cirka 395 miljoner euro. Den stora majoriteten av Coderes intäkter, som under 2018 uppgick till 1,4 miljarder euro, kom från den landbaserade verksamheten. Men avsikten är nu att växa online genom att lansera operatörsverksamhet online på nya marknader på Aspares plattform. Under 2018 gjorde Codere 97 miljoner euro i rörelseresultat. Finanserna förefaller således finnas för att göra en ordentlig satsning och snabbt attrahera nya spelare på de nya marknaderna.

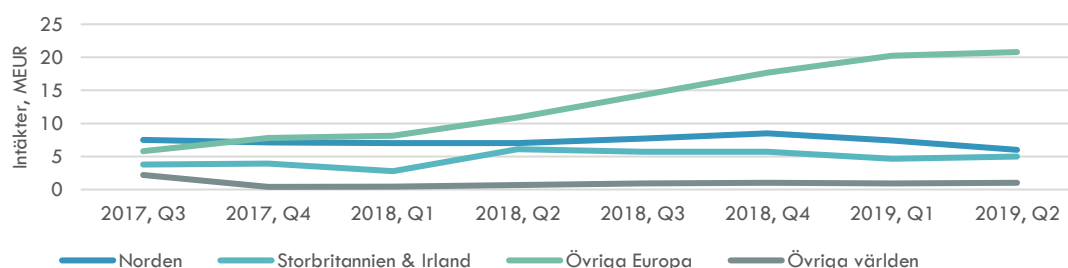
För Coderes är det initialt Sverige, Danmark, Storbritannien och Irland som ligger i fokus för satsningen. Det passar Aspire väl då det är marknader där Aspire har licenser och marknader som Aspire kan växa sig starkare på Dock är detta ett bra exempel på hur bolagets affärsmodell inom B2B-segmentet även kan möjliggöra för tillväxt på avtagande marknader. Detta genom att öka antalet partnervarumärken samt att fler partners ansluts.

I Norden är också Aller Media en bra referenskund i mediasektorn. Nu när plattformen är licensierad i Sverige tror vi att det är en tidsfråga, snarare än frågan om, nästa partner från detta segment signeras i just Norden. Den

viktigaste anledningen till att vi tror på partnerbolag inom just denna sektorn är att de tenderar att ha ett stort naturligt flöde av besökare på sina hemsidor som sedan kan slussas vidare till spelsidorna.

Det finns givetvis en risk att partners avvaktar med att lansera nya varumärken i exempelvis Sverige då konkurrensen redan är omfattande och innan marknaden vant sig vid den nya regleringen. Men just nu är det främst marknader i övriga Europa som står för tillväxten, vilket också illustreras i graf nedan:

Historiska bidrag till totala intäkter från olika geografiska marknader på kvartalsbasis



Källa: Aspire och Carlsquare

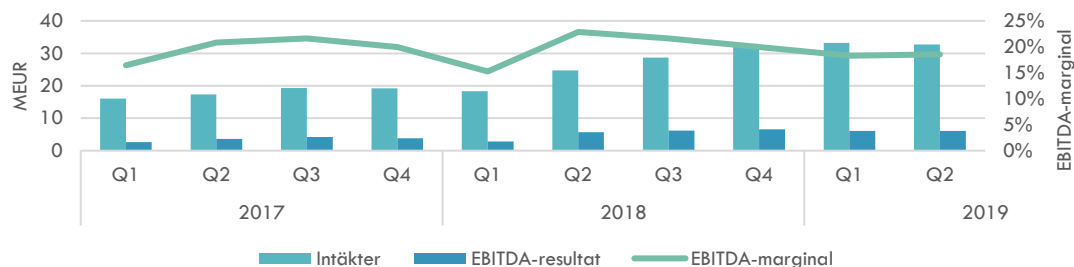
Även lönsamhet i linje med förväntan

Aspire har varit lönsamt sedan start 2005. På aggregerad nivå levererade Aspire ett EBITDA-resultat på cirka 6,1 miljoner euro, motsvarande en marginal om 18,5 procent under det andra kvartalet. Liksom intäkterna var EBITDA-resultatet i linje med, eller något under, våra prognoser om 6,3 miljoner euro. Det redovisade EBITDA-resultatet ökade med 7,2 procent relativt samma kvartal föregående år. Distributionskostnader är upp en aning relativt det föregående första kvartalet. Samtidigt var marknadsföringskostnader lägre. Vi tror dock att dessa kommer att öka en aning under de kommande kvartalen. Räntekostnader uppgick till 1,2 miljoner euro, vilket var något över vår prognos. Resultat före skatt kom in på 4,5 miljoner euro mot av oss förväntade 5,2 miljoner euro.

Spelskatter har ökat med omregleringen i Sverige. Som bekant kommer spelskatten att öka i Storbritannien per det fjärde kvartalet 2019, vilket kommer att tynga marginalerna. Samtidigt satsar bolaget uppenbarligen på egen spelutveckling där marginalerna är högre. Detta då bolaget inte behöver betala några underleverantörer. Mixen mellan egenutvecklade spel och spel tillhandahållna av externa parter kan påverka Hold som Aspire redan har ett mycket högt värde för jämfört med peers.

Nedan visas bolagets historiska lönsamhetsutveckling på EBITDA-nivå tillsammans EBITDA-marginal och intäkter på aggregerad nivå.

Utveckling aggregerade intäkter, EBITDA-resultat och marginal på kvartalsbasis



Källa: Aspire och Carlsquare

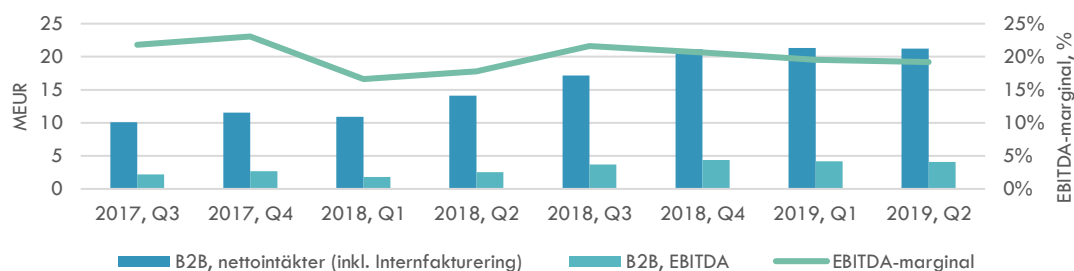
B2B-segmentet

Bra kv2 något över våra förväntningar

Exkluderat internfakturerings redovisade B2B-verksamhetens intäkter om 19,5 miljoner euro under andra kvartalet (exkluderat internfakturerings). Det var något över våra prognoser som låg på 19,1 miljoner euro. Med redovisade intäkter om 19,5 miljoner euro växte verksamheten med 57,9 procent relativt samma kvartal föregående år och sekventiellt med 0,3 procent.

Nedan visas historiska nettointäkter inkluderat internfakturerings och EBITDA-resultat för B2B-verksamheten. Som framgår har EBITDA-marginalen förbättrats relativt samma kvartal föregående år. Verksamhetens tillväxt har avtagit men det var som tidigare nämnt väntat.

Intäkter och EBITDA-resultat, B2B



Källa: Aspire och Carlsquare

Under det gångna kvartalet tecknades fyra nya partners. Till detta avser det delägda partnervarumärket Vips Casino gå live under H2 2019. Under samma period avser även nylanseringen av det delägda och väletablerade partnervarumärket Digibet att gå live.

Vi förväntar oss intäkter i B2B-verksamheten om 19,9 miljoner euro under tredje kvartalet. Det motsvarar en sekventiell tillväxt runt två procent för och runt 30 procent relativt tredje kvartalet 2018 i basscenariot. Fallande KPI:er som FTD, Insättningar och Transaktioner får dock en varningens klocka att ringa. Minskningen förklaras delvis av ändrat regelverk i UK. Transaktioner och hög Hold blir allt viktigare i en miljö där storleken på insatser regleras. Det är därför viktigt att den stigande trenden återvänder. Rörande Hold ligger Aspire kvar på höga nivåer, 53 procent under andra kvartalet. Standard i marknaden ligger runt 25 – 30 procent.

Det skall samtidigt noteras att Aspire i juni kommunicerade förvärvet av Pariplay (läs mer nedan). Under första kvartalet 2019 omsatte Pariplay 3,2 miljoner euro. Förvärvet kommer att konsolideras med räkenskaperna efter att affären stängs vilket avses göras under innevarande kvartal. Det efter vissa teknikaliteter kommit på plats, så som godkännande från berörda myndigheter. Vid detta tillfälle avser bolaget att ge ytterligare information om intäkts- och lönsamhetsbidrag vilket bedöms behövas för att inkludera förvärvet i våra prognoser på ett trovärdigt sätt.

Förvärv stärker verksamheten

Pariplay är en B2B-aktör verksam som så kallad "Game Aggregator" och Spelutvecklare. Förvärvsskillingen om 13,1 miljoner euro kommer att betalas kontant vid tillträde. Bolaget förväntar sig att tillträde kan ske under innevarande tredje kvartal.

Som Game Aggregator erbjuder Pariplay andra casino och/eller lotteri-operatörer en enkel lösning som möjliggör för en snabb tillgång till en stor mängd egenutvecklade spel liksom spel utvecklade av tredje part. Den tekniska lösningen kommer även med ett analysverktyg som möjliggör för operatörerna att följa spelarnas aktivitet. Bland befintliga kunder finns bland annat Svenska Spel Sport & Casino, GVC och 888.

Pariplays lösning är bland annat certifierad i New Jersey, USA. Det innebär att dörrar öppnas till en för bolaget ny marknad vilket på sikt kan bli intressant. Detta då det är dit som många av de stora operatörerna söker sig just nu och än så länge är konkurrensen avseende Game Aggregator relativt låg. Pariplay utvecklar även egna spel och portföljen består i dag av cirka 2500 spel.

Vi bedömer förvärvet som intressant på flera sätt. Bland annat stärker det Aspires position som teknikleverantör då det adderar två tydliga verksamhetsben, ett som Game Aggregator och ett som spelutvecklare. Den förvärvade teknikplattformen för Game Aggregator-verksamheten skall också integreras i Aspires befintliga plattform. När det arbetet är gjort finns kostnadssynergier att realisera på, vilket kan ge förbättrad lönsamhet i den förvärvade affären. Försäljningssynergier kan också finnas i form av korsförsäljning mellan de olika erbjudanden.

Det skall också noteras att Aspire har fortsatt goda finanser och därmed också möjlighet att göra fler förvärv.

B2C-segmentet

Bra kv2 något över våra förväntningar

B2C-verksamheten med varumärket Karamba redovisade intäkter om 13,2 miljoner euro. Vår förväntning låg på 13,6 miljoner euro. B2C-verksamheten växte med 10 procent relativt samma kvartal föregående år samtidigt som den sekventiella tillväxten blev minus en procent.

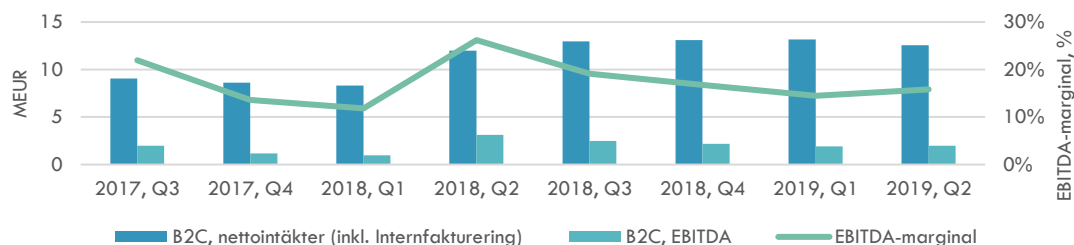
Utmaningar i bland annat Storbritannien höll tillbaka marknadsföringen vilken motsvarade 32,7 procent av NGR som i sin tur hämmade utvecklingen i intäkter. Men bolaget har under det gångna kvartalet anpassat plattformens kapacitet, vilket bör underlätta för än starkare siffror framledes.

Vidare tror vi att en bättre säsong för betting-vertikalen bör gynna segmentets tillväxt framöver. Ökad marknadsföring kommer dock rimligtvis att hålla tillbaka marginalen en aning då korrelationen mellan de två är negativ.

EBITDA-resultatet för B2C-verksamheten var under andra kvartalet 2019 ner relativt samma kvartal föregående år. Dock justerat för storvinsten som bolaget fick tillbaka under kv2 2018 ökade EBITDA-resultatet med cirka fem procent.

Nedan visas B2C-verksamhetens utveckling på kvartalsbasis rörande intäkter, EBITDA-resultat och EBITDA-marginal.

Intäkter och EBITDA-resultat, B2C



Källa: Aspire och Carlsquare

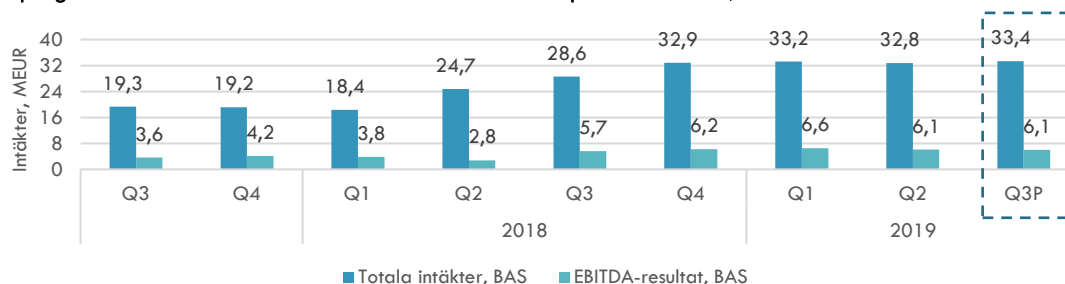
Liksom för B2B-segmentet har viktiga nyckeltal vänt ned även för B2C-segmentet. Vi behåller en försiktig syn på B2C-verksamheten och prognostiserar intäkter för denna verksamhet om 13,4 miljoner euro för innevarande tredje kvartal.

Prognoser och värdering

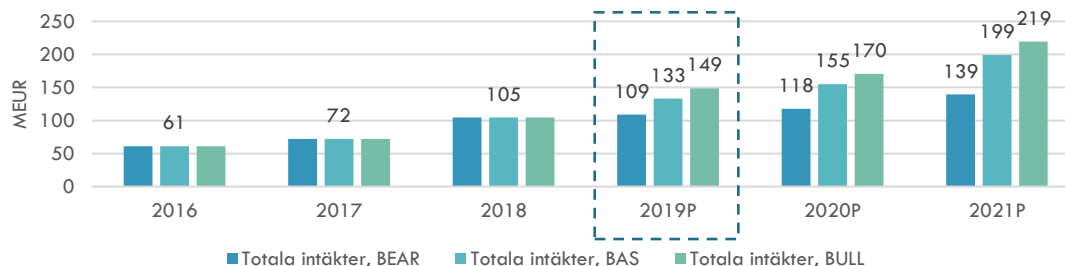
Nedan följer våra prognoser rörande intäkter på aggregerad nivå i tre scenarion, utan förvärvet av Pariplay. Inga större justeringar i våra prognoser har gjorts efter andra kvartalets utgång. Som framgår prognostiserar vi aggregerade totala intäkter om 33,4 miljoner euro under tredje kvartalet 2019 i basscenariot. Denna siffra kan komma att justeras givet att Aspire stänger affären med Pariplay. Under samma kvartal förväntar vi oss ett EBITDA-resultat om 6,1 miljoner euro i basscenariot.

För helåret 2019 prognostiserar vi intäkter om 133 miljoner euro i basscenariot. Det motsvarar en tillväxt om cirka 27 procent. Vidare prognostiserar vi ett EBITDA-resultat på helåret om cirka 23,2 miljoner euro för helåret 2019, motsvarande en marginal om 17,5 procent i basscenariot.

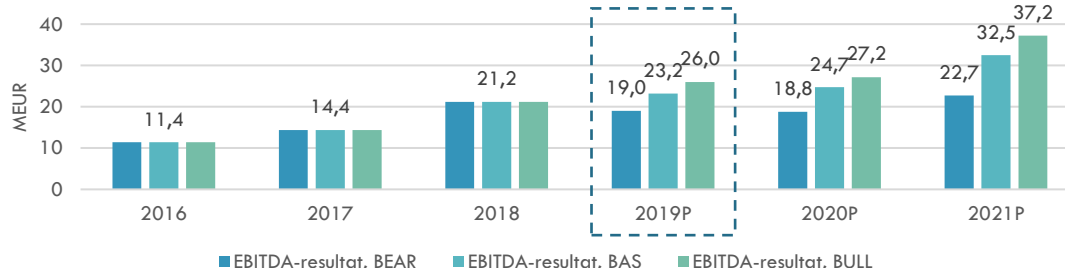
Utfall och prognoser intäkter och EBITDA-resultat kvartalsbasis på koncernnivå, basscenario



Utfall och prognoser intäkter på koncernnivå, tre scenarion



Utfall och prognoser EBITDA-resultat på koncernnivå, tre scenarion



Källa: Aspire och Carlsquare

Basscenariot är det scenario som vi bedömer vara mest sannolikt. Bear-scenariot är ett mer defensivt scenario medan Bull-scenariot är ett mer offensivt scenario.

Värdering, motiverat värde per aktie

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering med jämförbara bolag beräknas ett motiverat pris per aktie om 57,8 (65,5) kronor för Aspire-aktien i basscenariot. Vår värdering har kommit ner främst på grund av

generell nedvärdering av iGaming-sektorn. Vidare har riskpremie på marknaden ökat vilket höjer diskonteringsräntan. Dock skall nämnas att det rimligtvis finns en viss uppsida i vår nuvarande värdering efter det att Pariplay inkluderas i prognoserna.

Aktien handlas i skrivande stund till en EV/Sales multipel på vår prognos för nästa tolv månaders intäkter om 1,1x och EV/EBITDA-multipel om 6,3x vår EBITDA-prognos för nästa tolv månader.

Liknande B2B-bolag handlas till en median EV/Sales på 2,5x och EV/EBITDA om 6,8x på marknads prognoser för kommande tolv månaders intäkter och EBITDA.

Liknande B2C-bolag handlas till en median EV/Sales på 1,1x och EV/EBITDA om 6,6x på marknads prognoser för kommande tolv månaders intäkter och EBITDA.

Vår värdering av Aspire motsvarar en implicit EV/Sales multipel på vår prognos för 2019 om 1,7x och en implicit EV/EBITDA-multipel om 9,6x.

Motiverat värde per aktie

	BEAR	BASE	BULL	Vikt
DCF-värdering	38,7	60,1	78,0	50%
Multipelvärdering	46,5	55,5	60,6	50%
Motiverat värde per aktie	42,6	57,8	69,3	
Upp/nedsida rel. senast betalt (31,9 kr)	34%	81%	117%	
Implicit EV/Sales, 2019P	1,5x	1,7x	1,9x	
Implicit EV/EBITDA, 2019P	8,3x	9,6x	10,5x	

Källa: Carlsquare

I Bull- och Bear-scenariot beräknas det motiverade priset per aktie till 69,3 kronor. respektive 42,6 kronor per aktie.

DCF-värdering

Vår DCF-modell ger ett värde per aktie om 60,1 kronor per aktie i basscenariot. Motsvarande värde i bull- och bear-scenariot är 78,0 kronor per aktie respektive 38,7 kronor per aktie.

Vi använder en diskonteringsränta om 8,8 procent. Denna är beräknad med ett Beta-tal om 1,1x, en riskfri ränta om 0,0 procent och en förväntad avkastning på marknadsportföljen om 6,7 procent (över den riskfria räntan) samt en storleksrelaterad riskpremie om cirka 2,1 procent. Den senare är beräknad genom att interpolera bolagsstorlekspremie specificerade i PWC:s rapport "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden", från 2019. Rådande kapitalstruktur används vid beräkning av diskonteringsränta.

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BASE	BULL
Wacc	8,8%	8,8%	8,8%
CAGR, 2019P - 2021P	10,1%	24,0%	28,0%
Tillväxt, evighet	3,0%	3,0%	3,0%
Långsiktig EBITDA-marginal	15,3%	16,3%	18,0%
Rörelsevärde (EV), MEUR	142	234	310
Restvärde, %	98,7%	96,2%	95,0%
Kassa MEUR	53,2	53,2	53,2
Räntebärande skulder MEUR	-29,6	-29,6	-29,6
Nettokassa MEUR	23,6	23,6	23,6
Aktievärde, MEUR	166	257	334
Antal aktier, miljoner	46,2	46,2	46,2
Värde per aktie, SEK	38,7	60,1	78,0
Upp/nedsida rel. senast betalt (31,9 kr)	21%	88%	145%
	2019P	2019P	2019P
Implicit EV/Sales	1,3x	1,8x	2,1x
Implicit EV/EBITDA	7,5x	10,1x	11,9x

Källa: Carlsquare

Jämförelsevärdering

Vår jämförelsevärdering ger ett värde per aktie om 55,5 kronor i bas-scenariot. I bull- och bear-scenariona är motsvarande värde 60,6 kronor per aktie respektive 46,5 kronor.

I jämförelsegruppen har vi inkluderat bolag vars huvudsakliga intäktskälla är antingen B2C-verksamhet eller B2B-verksamhet. Samtidigt skall noteras att många av de inkluderade operatörerna även erbjuder spel och spellösningar, dock inte som sin huvudsakliga affär. Vikterna för de två grupperna är baserat på ett genomsnitt av respektive grupps andel av totala intäkter och EBITDA-resultat.

Jämförelsevärdering:

Bolag		EV/Sales, NTM	EV/EBITDA, NTM	
Betsson AB	B2C	1,2x	4,8x	
Kindred Group PLC	B2C	1,1x	6,6x	
LeoVegas AB (publ)	B2C	0,9x	7,3x	Vikt
	Median	1,1x	6,6x	36%
NetEnt AB (publ)	B2B	2,8x	5,7x	
Evolution Gaming Group AB (publ)	B2B	7,6x	15,6x	
Gaming Innovation Group Inc	B2B	0,7x	3,3x	
Kambi Group PLC	B2B	4,1x	12,3x	
Kindred Group PLC	B2B	1,1x	6,6x	
Enlabs AB	B2B	2,3x	7,0x	Vikt
	Median	2,5x	6,8x	64%
	Viktad multipel	2,0x	6,7x	
		<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>
Sales MEUR, 2019P		109	133	145
EBITDA MEUR, 2019P		19	23	26
Implicit EV Aspire, MEUR		176	214	236
Nettokassa dec-2019, MEUR		23,6	23,6	23,6
Värde per aktie, SEK		46,5	55,5	60,6

Källa: Thomson Reuters och Carlsquare

Risker

Det finns ett flertal risker förknippade med Aspares verksamhet liksom kring våra prognoser för bolagets framtida intäkter och resultat. En av de mer påtagliga riskerna, främst avseende B2C-verksamheten är förändringar i regelverket. Under tredje kvartalet 2017 tvingades verksamheten i Australien att läggas ned (som alla spelbolag drabbades av) vilket är ett exempel i närtid på det. Den tekniska risken finns alltid där för bolag vars verksamhet befinner sig online. Dock har bolaget en plattform som historiskt varit mycket stabil med backup-servrar som reducerat avbrottstiden till noll även inräknat uppdateringar, vilket är mycket ovanligt. Med förbättringar i den tekniska infrastrukturen bör plattformen klara av ökade aktiviteter med fler partners. Om inte så kommer investeringar att krävas och tillväxttakten temporärt att avta. Våra prognoser inkluderar en fortsatt stark tillväxt, både i termer av att etablerade operatörer migrerar till bolagets plattform liksom att nya partners tillkommer från sektorer utanför iGaming-sektorn. Att historiken påvisar att bolaget snabbt kan addera nya partner som också på kort tid kan aktiveras utgör givetvis inte en garanti för framtiden.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analysikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.