

ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS

13 november 2019

ASPIRE GLOBAL

BRA TILLVÄXT TILL EN HÖG RABATT

Innehåll

Bra tillväxt till en hög rabatt	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Åter ett kvartal med bra tillväxt... ..	4
Flera faktorer som kan bidra till fortsatt tillväxt.....	5
Strategiskt förvärv ökar värdet och bidrar med synergier	6
Svagare lönsamhet än väntat.....	7
B2B-segmentet	8
Nyckeltalen vänder upp	8
B2C-segmentet.....	9
Ett svagt kvartal.....	9
Prognoser och värdering	11
Värdering, motiverat värde per aktie.....	12
DCF-värdering.....	13
Jämförelsevärdering	14
Risker	15
Disclaimer	16

Bra tillväxt till en hög rabatt

Aspire fortsätter växa i linje med förväntan. Framtiden ser fortsatt spännande ut. Vi ser ingen anledning för B2B-verksamheten att sluta växa samtidigt som Pariplay förbättrar förutsättningarna ytterligare. Aktien har fallit och handlas till en hög rabatt.



iGaming-bolaget Aspire fortsätter att växa. Under kv3 2019 landade intäkterna på 33,2 MEUR, i linje med vår prognos om 33,4 MEUR. Tillväxten om 16,2% leddes åter av B2B-verksamheten som under det gångna kvartalet gick live med sex nya varumärken. Intäkter från Aspores B2C-verksamhet, som bland annat hämmas av ökad reglering av större spelare, minskade dock sina intäkter med 8% på årsbasis. EBITDA-resultatet för kv3 2019 kom in på cirka 5,2 MEUR vilket var under vår prognos om 6,1 MEUR. Avvikelsen är hänförlig till distributionskostnader som bland annat innefattar ökade marknadsföringskostnader.

Förvärvet av Pariplay, en så kallad "Game Aggregator" och en spelutvecklare som erbjuder en lösning som snabbt möjliggör för operatörer att integrera en stor mängd spel. Dessa kommer att konsolideras i räkenskaper under fjärde kvartalet 2019. Pariplay har under årets första tre kvartal haft intäkter om 7,6 MEUR med ett EBITDA-resultat på 1,2 MEUR. Vi räknar med ett intäktsbidrag om 2,5 MEUR och ett EBITDA-bidrag om 0,5 MEUR under kv4 2019. Utöver intäkts- och lönsamhetsbidraget har förvärvet också ett strategiskt värde för Aspire. Detta dels då det öppnar dörrar till marknaden i USA, där Pariplay nyligen tecknat avtal med 888 och dels då det öppnar dörrar till ytterligare två reglerade marknader.

Aspire-aktien har fallit sedan årsskiftet och backade även på rapporten. Aktien handlas numera till EV/Sales-multipel om 1,0x vår intäktsprognos för helåret 2019 och EV/EBITDA-multipel om 6,0x vår EBITDA-prognos för helåret. Jämförbara bolag – både operatörer och teknikleverantörer handlas till en viktat medianvärde för EV/Sales om 2,8x och EV/EBITDA om 8,8x helåret 2019. Bolaget har haft vissa problem i Sverige men detta motiverar i vår mening inte dagens kraftiga rabatt. Efter justeringar i vår värderingsmodell beräknar vi ett motiverat pris per aktie i bas-scenariot på 60,9 kronor (57,8) för de kommande 6–12 månaderna. Uppjusteringen beror på konsolideringen av Pariplay liksom uppvärdering av sektorn.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MEUR	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter		72	105	134	154	197
EBITDA		14	21	21	24	33
EV/Sales		1,8x	1,2x	1,0x	0,8x	0,7x
EV/EBITDA		8,9x	6,1x	6,0x	5,4x	3,9x

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

Datum: 13 november 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securites)

Företagsnamn: Aspire Global PLC
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Tsachi Maimon
Styrelseordförande: Carl Klingberg
Marknadsvärde: 1 353 MSEK
Senast: 29,75 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.

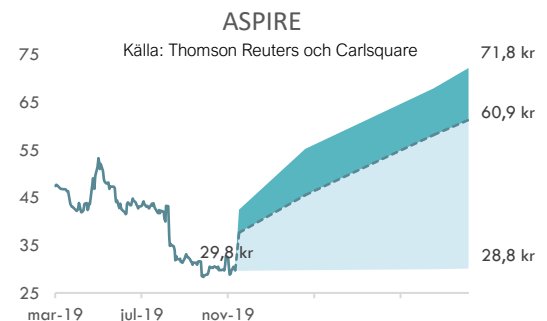
Möjligheter och styrkor: Antalet nya B2B partners ökar stadigt vilket tillsammans med en bättre säsong för sportsbetting förväntas driva tillväxten i det korta perspektivet. Förvärv är ytterligare en faktor som kan komma att driva både tillväxt och värdering liksom stärka bolagets position på marknaden.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

Omräkning 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 tvära kast i spelbranschen. I september 2017 avslutades verksamheten i Australien som en effekt av förändrade regler. Förändrade KYC process bromsar tillväxten i UK och konkurrensen i Sverige har ökat i samband med regleringen i Sverige via ATG och Svenska Spel.

Värdering: Bear 28,8 kr Bas 60,9 kr Bull 71,8 kr



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 september 2019. Vd Tsachi Maimon är bolagets nionde största ägare.

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 september 2019 uppgick till 43,1 miljoner euro. 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 omregleras 2020. Det skapar över tid möjligheter för företagets B2B-verksamhet att växa. Bolaget gynnas av omregleringar eftersom det öppnar dörrar till nya kundgrupper, ökade intäkter och ger en stabilare verksamhet än på oreglerade marknader. Med obligationslånet avser bolaget att realisera på förvävsstrategin. Pariplay konsolideras under fjärde kvartalet 2019. Ytterligare förvärv kan addera vidare 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 tillväxutsikterna 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 med en stark övervikt till B2B. 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

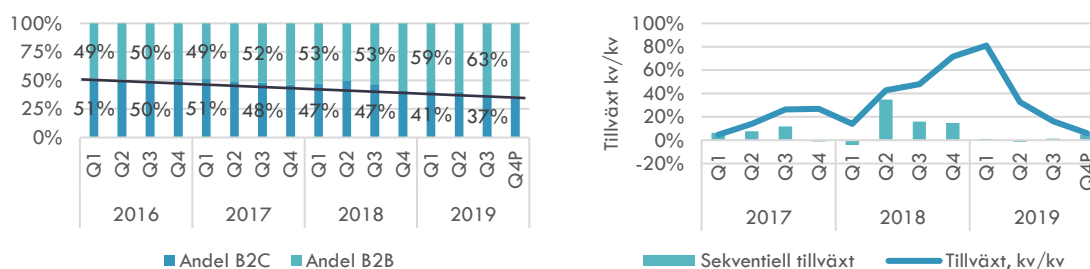
Åter ett kvartal med bra tillväxt...

Under tredje kvartalet 2019 redovisades intäkter om 33,2 miljoner euro, i linje med vår prognos om intäkter på 33,4 miljoner euro. Intäkterna ökade från 28,6 miljoner euro som redovisades under samma kvartal 2018. Ökningen motsvarar en organisk tillväxt om 16,0 procent i årstakt. Intäkterna växte även sekventiellt.

Värt att notera är att hela 72 procent av intäkterna kommit från reglerade marknader eller marknader som står inför en omreglering under de gångna tre kvartalen. Det är en styrka som håller tillbaka risken, i linje med bolagets initiala strategi.

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

Historisk fördelning av totala intäkter, B2C och B2B på kvartalsbasis



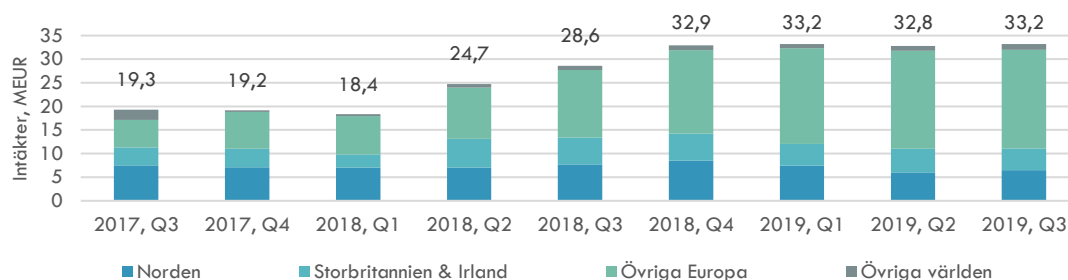
Källa: Aspire (utfall) och Carlsquare (prognoser)

Som framgår i grafen till höger ovan har tillväxttakten tappat fart, vilket också är väntat. 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 (Storbritannien och Sverige) som temporärt påverkar hela sektorn negativt. Dock som också framgår i samma bild räknar vi med en återhämtning i den sekventiella tillväxten, då främst på grund av konsolideringen av Pariplay.

Bilden på nästa sida visar den geografiska fördelningen av intäkterna på kvartalsbasis. Som framgår är intäktsbidraget från "Övriga Europa" dominerande (63 procent). För detta område har också intäkterna i absoluta tal ökat sekventiellt och förväntas fortsätta vara det geografiska område (tillsammans med "Övriga världen") som driver på tillväxten. Norden har historiskt varit

bolagets näst största marknad följt av Storbritannien och Irland. I likhet med många andra aktörer har bolaget haft det tufft i Storbritannien och Irland. Dock kommer bolaget stärka erbjudandet genom att inom kort lansera bingo-vertikalen.

Geografisk fördelning av intäkter på kvartalsbasis



Källa: Aspire Global

För partnern Coderes är det initialt, Storbritannien, Irland och vissa specifika marknader i Europa som ligger i fokus för satsningen. Det passar Aspire väl då det är marknader där bolaget har licenser och kan växa sig starkare på. Detta är också ett bra exempel på hur bolagets affärsmodell inom B2B-segmentet även kan möjliggöra för tillväxt på vikande 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 sektor 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.

Flera faktorer som kan bidra till fortsatt tillväxt

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

- **B2B:** Befintliga partners fortsätter att växa. Detta genom att fler befintliga partners adderar ytterligare vertikaler som betting och bingo. Vidare genom att befintliga partners lanserar nya partnervarumärken. Under tredje kvartalet 2019 ökade antalet partnervarumärken med sex stycken, vilka samtliga öppnades av nya partners. Under H2 2019 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 en 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 2019 tecknades två nya partners, bland annat den stora spanska operatören Codere Group SA.

- **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:** En bättre säsong för betting-vertikalen närmar sig. Champions League har precis dragit igång och EM i fotboll går av stapeln i juni 2020. En bättre säsong påverkar också B2B-verksamheten positivt. Ett fortsatt fokus på att optimera marknadsföringen för att behålla och aktivera befintliga spelare och attrahera nya spelare lovar gott, Marknadsföring har under de senaste fem kvartalen varierat mellan cirka 33 procent och 39 procent av NGR.
- **Förvärvet av Pariplay:** Efter integration av Pariplays teknik som Game Aggregator och Spelutvecklare i bolagets plattform stärks erbjudandet samt att både försäljnings- och kostnadssynergier kan uppnås. Det skapar också ett tydligt affärsben inom spelutveckling vilket förväntas bidra till tillväxt samt positiv EBITDA.
- **Förvärvsstrategi:** Finansiella resurser (cirka 36 miljoner euro i kassan) finns på plats för att genomföra fler förvärv.

Strategiskt förvärv ökar värdet och bidrar med synergier

Pariplay är en B2B-aktör verksam som en så kallad "Game Aggregator" och en spelutvecklare. Vi bedömer förvärvet som intressant på flera sätt. Bland annat stärker det Aspires position som teknikleverantör då det adderar två tydliga verksamhetsben. Det öppnar också dörrar till USA vilket på sikt kan bli en intressant marknad för bolaget. Detta då det är till USA som många av de stora operatörerna söker sig just nu och än så länge är konkurrensen avseende Game Aggregator relativt låg.

Pariplays spelportföljen består i dag av över 2 500 spel. 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 en 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. I november 2019 kunde bolaget meddela att samarbete inletts med jätten 888 för marknaden i New Jersey. Pariplay och 888 har sedan tidigare ett långtgående samarbete i Europa. Sannolikheten är därmed stor att 888 kommer fortsätta att nyttja Pariplays tjänst för vidare expansion i USA. Vidare har Pariplay pågående diskussioner med flera andra operatörer på den amerikanska marknaden.

Som nämnts utvecklar Pariplay även egna spel. Spelportföljen innehåller över 60 egenutvecklade spel. Ju fler egenutvecklade spel som Pariplay kan erbjuda desto högre kan rörelsemarginalen förväntas bli. Antalet egenutvecklade spel förväntas också växa. Historiskt har antalet egna spel ökat med i genomsnitt med två spel per månad.

Pariplay kommer att konsolideras med verksamheten under fjärde kvartalet 2019. Under årets första tre kvartal har Pariplay genererat intäkter om 2,8

miljoner euro till ett EBITDA-resultat om 1,2 miljoner euro. Vi förväntar oss ett intäktsbidrag på 2,5 miljoner euro och ett EBITDA-bidrag på 0,5 miljoner euro under det fjärde kvartalet 2019. Den förvärvade teknikplattformen skall också integreras i Aspires befintliga plattform. Bolagets prognos är att integrationen skall vara på plats under första kvartalet 2020. Detta bör bidra med förhållandevis omgående försäljningssynergier. När detta arbete är gjort finns också kostnadssynergier att realisera på, vilket kan ge förbättrad lönsamhet i den förvärvade affären.

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

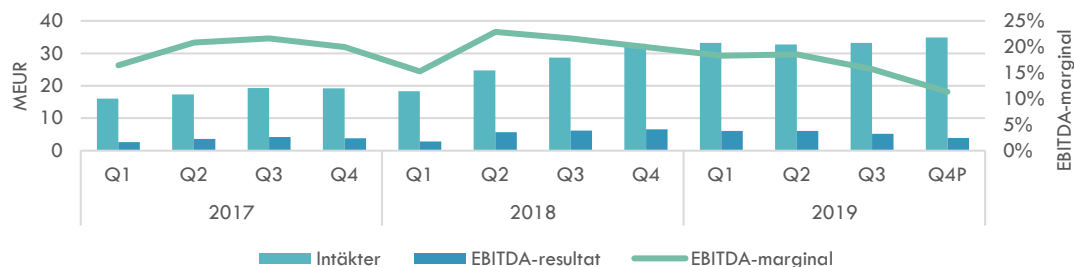
Svagare lönsamhet än väntat...

Aspire har varit lönsamt sedan start 2005. Under tredje kvartalet 2019 levererade Aspire ett EBITDA-resultat på cirka 5,2 miljoner euro, motsvarande en marginal om 15,7 procent. Det redovisade EBITDA-resultatet backade också med 15,6 procent relativt samma kvartal föregående år. Vår prognos låg på 6,1 miljoner euro. Det finns också andra naturliga förklaringar till detta i form av effekter från omreglering och nya tuffare lagar (Storbritannien, Nederländerna och Sverige) som temporärt påverkar hela sektorn negativt.

Distributionskostnader var upp en aning relativt det andra kvartalet 2019. En stor del av ökningen är hänförlig till ökade marknadsföringskostnader. Dessa utgjorde 39,2 procent av intäkterna i B2C-segmentet och effektiviteten har således sjunkit tillbaka påverkad av externa faktorer som ökad kontroll av stora spelare. Samtidigt modellerar vi med att marknadsföringskostnaderna kommer att ligga kvar på dessa nivåer under de kommande kvartalen.

Spelskatter har ökat med omregleringen i Sverige. Som bekant kommer spelskatten att öka i Storbritannien med effekt från det fjärde kvartalet 2019, Det kommer att tynga marginalerna. Samtidigt satsar bolaget 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 andra bolag i sektorn. Nedan visas bolagets historiska lönsamhetsutveckling på EBITDA-nivå tillsammans EBITDA-marginal och intäkter.

Utveckling aggregerade intäkter, EBITDA-resultat och marginal på kvartalsbasis



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

B2B-segmentet

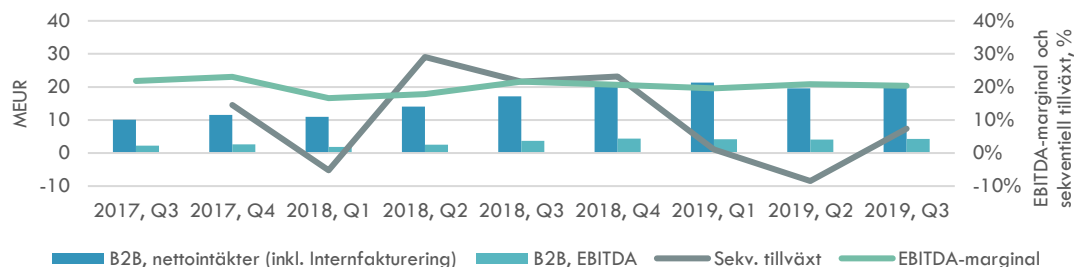
Nyckeltalen vänder upp

B2B-verksamheten redovisade intäkter om cirka 21 miljoner euro under tredje kvartalet 2019 (exkluderat internfakturerings). Det var något över våra prognoser som låg på nästan 20 miljoner euro. Med redovisade intäkter om 21 miljoner euro växte B2B-verksamheten med 22,3 procent relativt samma kvartal föregående år och sekventiellt med 7,3 procent. Den fallande trenden i den sekventiella tillväxten kan därmed ha brutits.

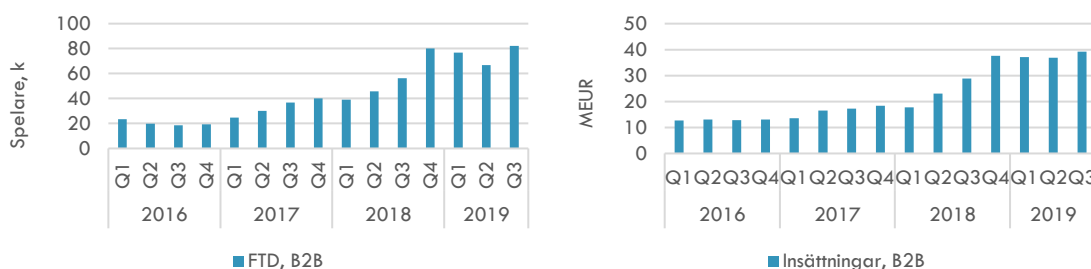
Under det gångna kvartalet adderades sex nya varumärken med sex nya partners. Per utgången av tredje kvartalet 2019 var totalt 45 partners live med plattformen. Det kan jämföras med 43 partners vid utgången av andra kvartalet 2019 och 38 partners vid utgången av tredje kvartalet 2018. Vi ser heller ingen anledning till varför tillväxten inom B2B-segmentet ska avta avsevärt. Givet negativ PR i Sverige med en stämningsansökan från Konsumentverket föreligger dock en risk att bolagets möjligheter i det kortare perspektivet har försämrats.

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. Vi förväntar oss intäkter i B2B-verksamheten om 23,3 miljoner euro under fjärde kvartalet 2019. Detta efter konsolideringen av Pariplay.

Intäkter och EBITDA-resultat, B2B



Åter stigande nyckeltal



Källa: Aspire och Carlsquare

Fallande KPI:er som FTD, Insättningar och Transaktioner har tidigare fått en varningens klocka att ringa. Intressant är därför att dessa nyckeltal vände upp under tredje kvartalet 2019 vilket också framgår i graferna ovan. Transaktioner och en 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, 53,4 procent under tredje kvartalet. Standard i marknaden ligger runt 25 – 30 procent.

B2C-segmentet

Ett svagt kvartal

B2C-verksamheten med varumärket Karamba redovisade intäkter om 12,3 miljoner euro. Vår förväntning låg på drygt 13 miljoner euro. B2C-verksamheten backade med cirka åtta procent relativt samma kvartal föregående år. Jämförelsen är dock aningen skrev då sportevent drog upp intäkterna inom betting-vertikalen under tredje kvartalet 2018. Men även den sekventiella tillväxten blev minus sju procent. Tillväxten hämmades bland annat av ökade kontroller av stora spelare och borttagna betaltjänster i Nederländerna.

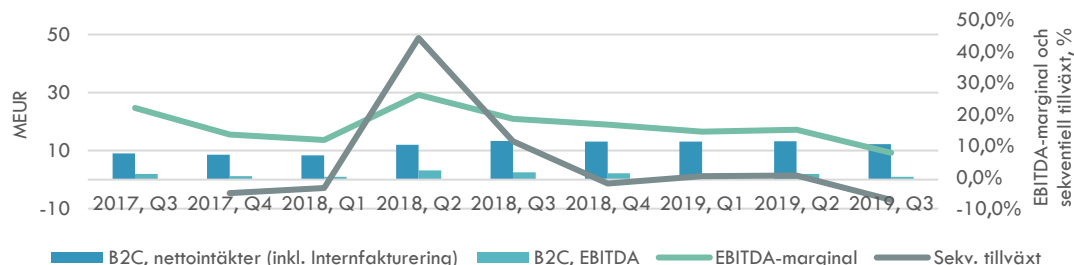
Det skall samtidigt noteras att B2C-verksamheten har växt med 14 procent över årets tre första kvartal jämfört med samma period 2018. Vi räknar med att bolagets B2C-segment kommer att fortsätta tampas med utmaningar under det fjärde kvartalet 2019 och modellerar med intäkter på 11,5 miljoner euro

under kvartal 4/2019. Vi tror dock på en återhämtning under de kommande kvartalen. Detta främst på grund av en bättre säsong för betting-vertikalen som bör gynnas av Champions League som nu är igång liksom att EM i fotboll går av stapeln i juni 2020.

EBITDA-resultatet för B2C-verksamheten var under tredje kvartalet 2019 kraftigt fallande relativt samma period föregående år och likaså sekventiellt. Marginalen landade på låga 7,8 procent, vilket kan sättas i relation till 14,8 procent som är genomsnittet för årets första och andra kvartal. Ineffektiv marknadsföring och förändringar i regelverk är rimligtvis den främsta bidragande faktorn till tappet.

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

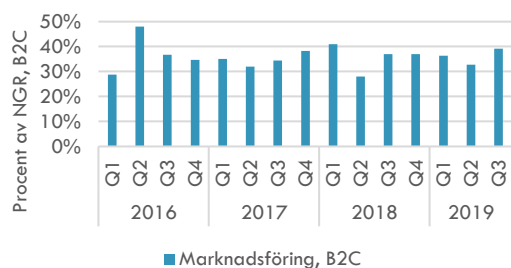
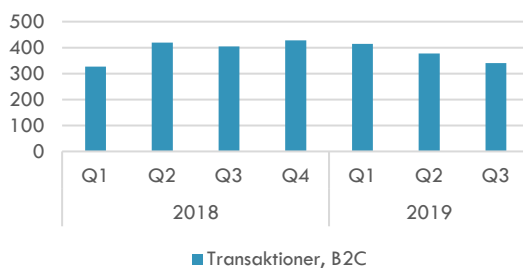
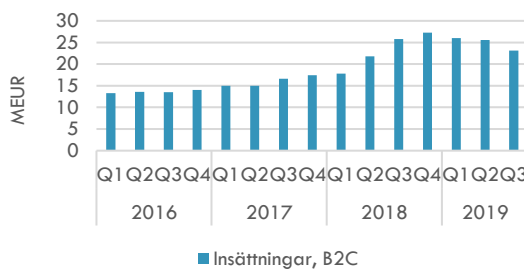
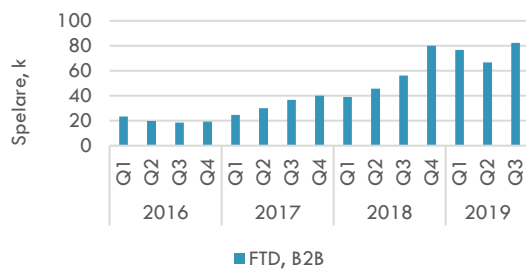
Intäkter och EBITDA-resultat, B2C



Källa: Aspire och Carlsquare

Nedan visas utvalda nyckeltal för B2C-verksamheten. Som framgår backade både transaktioner och insättningar samtidigt som FTD ökade. Det kan vara en effekt av ökade kontroller av större spelare. Marknadsföringskostnader som andel av intäkterna steg också.

Nyckeltal, B2C



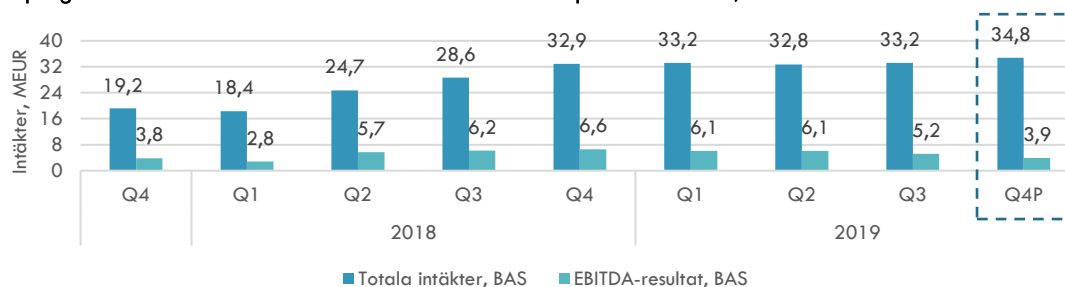
Källa: Aspire och Carlsquare

Prognoser och värdering

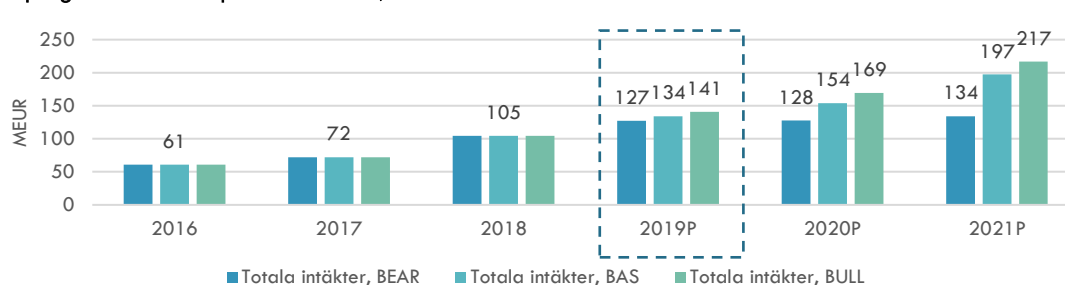
Nedan följer våra prognoser rörande intäkter på aggregerad nivå i tre scenarion. Som framgår prognostiserar vi totala intäkter om 34,8 miljoner euro under fjärde kvartalet 2019 i basscenariot. Det är en uppjustering jämfört med vår senaste analys, främst hänförlig till Pariplay. Under kvartal 4/2019 förväntar vi oss ett EBITDA-resultat om 3,9 miljoner euro i basscenariot, vilket är en nedjustering.

För helåret 2019 prognostiserar vi intäkter om 134 miljoner euro i basscenariot. Det motsvarar en tillväxt om cirka 28 procent. Vidare prognostiserar vi ett EBITDA-resultat på helåret om cirka 21,4 miljoner euro för helåret 2019, motsvarande en marginal om 16,0 procent i basscenariot. Det är en nedjustering sedan senaste analysen.

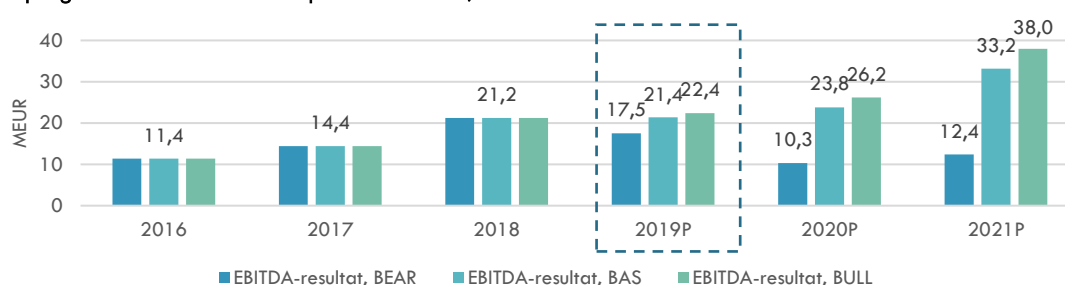
Utfall och prognoser intäkter och EBITDA-resultat kvartalsbasis på koncernnivå, basscenario



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 60,9 (57,8) kronor för Aspire-aktien i basscenariot.

Vår värdering har kommit upp på grund av konsolideringen av Pariplay per kv4 2019 liksom en generell uppvärdering av iGaming-sektorn. Dock skall nämnas att det är bolagets avsikt att fortsätta förvärva. I kassan finns cirka 36 miljoner euro avsedda för fortsatta förvärv.

Aktien handlas i skrivande stund till en EV/Sales multipel om 0,9x på vår intäktsprognos för kommande tolv månaders och EV/EBITDA-multipel om 6,2x vår EBITDA-prognos för nästa tolv månader.

Liknande B2B-bolag handlas till en median EV/Sales på 3,1x intäktsprognosen de kommande tolv månaderna och EV/EBITDA om 7,9x på marknads prognoser för kommande tolv månaders intäkter och EBITDA.

Liknande B2C-bolag handlas till en median EV/Sales på 1,2x intäktsprognosen de kommande tolv månaderna och EV/EBITDA om 5,8x på marknads prognoser för kommande tolv månaders intäkter och EBITDA.

Vår värdering av Aspire motsvarar en implicit EV/Sales multipel om 1,7x vår intäktsprognos för de nästa tolv månaderna och en implicit EV/EBITDA-multipel om 12,0x vår EBITDA-prognos för de kommande tolv månaderna.

Motiverat värde per aktie, tre scenarion

	BEAR	BASE	BULL	Vikt
DCF-värdering	6,4	60,9	76,8	50%
Multipelvärdering	51,1	60,9	66,7	50%
Motiverat värde per aktie	28,8	60,9	71,8	
Upp/nedsida rel. senast betalt (29,7 kr)	-3%	106%	142%	
Implicit EV/Sales, NTM	0,9x	1,7x	1,9x	
Implicit EV/EBITDA, NTM	6,4x	12,0x	13,0x	

Källa: Carlsquare

I Bull- och Bear-scenariot beräknas det motiverade priset per aktie till 71,8 kronor. respektive 28,8 kronor per aktie.

DCF-värdering

Vår DCF-modell ger ett värde per aktie om 60,9 kronor per aktie i basscenariot. Motsvarande värde i bull- och bear-scenariot är 76,8 kronor per aktie respektive 6,4 kronor per aktie.

Vi använder en diskonteringsränta om 9,1 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 6,8 procent (över den riskfria räntan) samt en storleksrelaterad riskpremie om cirka 2,3 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	9,1%	9,1%	9,1%
CAGR, 2019P - 2021P	9%	24%	28%
Tillväxt, evighet	3%	3%	3%
Långsiktig EBITDA-marginal	9%	17%	18%
Rörelsevärde (EV), MEUR	14	250	319
Restvärde, %	182%	96%	98%
Kassa MEUR	43	43	43
Räntebärande skulder MEUR	-29	-29	-29
Nettokassa MEUR	14	14	14
Aktievärde, MEUR	28	264	333
Antal aktier, miljoner	46	46	46
Värde per aktie, SEK	6,4	60,9	76,8
Upp/nedsida rel. senast betalt (29,7 kr)	-79%	106%	159%
	2019P	2019P	2019P
Implicit EV/Sales	0,1x	1,9x	2,3x
Implicit EV/EBITDA	0,8x	11,7x	14,2x

Källa: Carlsquare

Jämförelsevärdering

Vår jämförelsevärdering ger ett värde per aktie om 60,9 kronor i bas-scenariot. I bull- och bear-scenariona är motsvarande värde 66,7 kronor per aktie respektive 51,1 kronor.

I jämförelsegruppen har vi inkluderat bolag vars huvudsakliga intäktskälla är antingen B2C-verksamhet eller B2B-verksamhet. Vikterna för de två grupperna är baserat på den av oss prognostiserade intäktsfördelningen mellan bolagets två segment vid årets slut.

Jämförelsevärdering:

Bolag		EV/Sales, NTM	EV/EBITDA, NTM	
Betsson AB	B2C	1,2x	4,8x	
Kindred Group PLC	B2C	1,3x	7,4x	
LeoVegas AB (publ)	B2C	0,8x	5,8x	Vikt
	Median	1,2x	5,8x	36%
NetEnt AB (publ)	B2B	3,6x	7,1x	
Evolution Gaming Group AB (publ)	B2B	9,3x	18,9x	
Gaming Innovation Group Inc	B2B	0,5x	3,4x	
Kambi Group PLC	B2B	4,2x	12,5x	
Kindred Group PLC	B2B	1,3x	7,4x	
Enlabs AB	B2B	2,7x	8,4x	Vikt
	Median	3,1x	7,9x	64%
	Viktad multipel	2,4x	7,1x	
		<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>
	Sales MEUR, NTM	120	145	160
	EBITDA MEUR, NTM	17	21	23
	Implicit EV Aspire, MEUR	207	249	274
	Nettokassa dec-2019, MEUR	13,8	13,8	13,8
	Värde per aktie, SEK	51,1	60,9	66,7

Källa: Thomson Reuters och Carlsquare

Risker

Det finns ett flertal risker förknippade med Aspires 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).

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 avbrotts tiden 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.