

## Värdeskapande förvärv – en vinnande strategi

### Imponerande operativ utveckling

Aspire global fortsätter sitt starka momentum från Q2 och redovisar intäkter om 40,1 meur (33,2) under det tredje kvartalet, vilket motsvarar en tillväxt om 20,7%. Utfallet var i linje med vår prognos om 39,7 meur. Den kraftiga tillväxten fortsätter genereras från bolagets B2B verksamhet där intäkterna uppgick till 30,3 meur (22,8), vilket summerar tillväxten till imponerande 33% i årstakt.

Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar, ebitda, fortsätter etablera sig på en hög nivå och landande på 6,6 meur (5,2) vilket resulterar i en tillväxt om 25,7%. Utfallet motsvarar en ebitda-marginal som stärks från 15,7% till 16,4% och är ännu en gång över bolagets långsiktiga mål som centraliseras runt en marginal om 16%. Rörelseresultatet, ebit, växer i sin tur med 15,5% i årstakt och summeras till 4,9 meur (4,3).

### Värdeskapande förvärv diversifierar tillväxten

Vi har i tidigare analyser berört Aspire Globals möjligheter att bredda sitt erbjudande mot kund genom fler vertikaler. Föregående år genomfördes ett framgångsrikt förvärv av Pariplay som tydligt skapade synergier för hela gruppen. Under Q3 2020 presenterades ännu en gång, i vår mening, ett oerhört intressant förvärv – sportboksleverantören BtoBet. Förvärvet skapar tydliga synergier och goda förutsättningar till kors-försäljning mellan de olika segmenten och etablering på nya marknader möjliggörs. BtoBet är en snabbt växande sportboksleverantör med en omsättning omkring 5 meur för de första nio månaderna av 2020 med en ebitda-marginal om 36%, klart över Aspire-koncernen som helhet. Bolaget belyser själva att förvärvet kommer ha en materiell på verkan på bolagets ebitda under 2021, något även vi prognostiserar. Vi inspireras ännu en gång av koncernens förmåga att allokera sitt kapital till strategiska förvärv som vi anser är tydligt värdeskapande för bolagets aktieägare.

### Höjer riktkursen – lågt värderad jämfört med peers

Bolaget själva guidar för en intäktstillväxt om 32% under inledningen av Q4, inkluderat BtoBet. Kombinationen av en stark underliggande tillväxt som adderas av förvärvad tillväxt gör att vi justerar upp våra prognoser för 2021–2022. Vi förväntar oss att koncernens totala intäkter växer till nära 181 meur under 2021 med en ebitda-marginal om drygt 17%. Efter våra justeringar ser vi ett motiverat värde omkring 60 kronor per aktie för bolagets aktie.

### Aspire Global

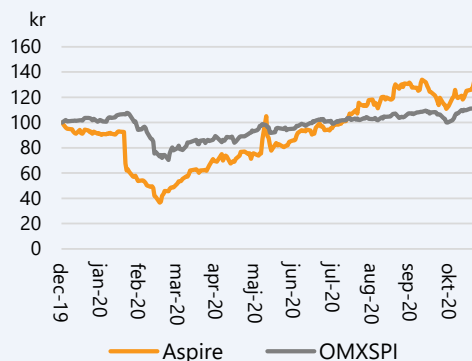
#### Rapportkommentar

Datum 25 november 2020  
Analytiker Jonatan Andersson

#### Basfakta

Bransch Betting/Casino  
Styrelseordförande Carl Kling  
Vd Tsachi Maimon  
Noteringsår 2017  
Listning Nasdaq First North  
Ticker ASPIRE  
Aktiekurs 38 kr  
Antal aktier, milj. 46,4  
Börsvärde, mkr 1790  
Nettoskuld, mkr 32  
Företagsvärde (EV), mkr 1822  
Webbplats www.aspireglobal.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, meur

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	132	159	181	207
Ebitdaresultat	22	26	32	37
Rörelseres. (ebit)	18	20	24	29
Nettoresultat	1,9	13,6	19,3	23,3
Vinst per aktie	0,42 kr	3,0 kr	4,2 kr	5,0 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	1,00 kr	1,50 kr	2,00 kr
Omsättningsstillväxt	25,7%	21,0%	14,0%	14,0%
Ebitda-marginal	16,7%	16,5%	17,5%	18,0%
Rörelsemarginal	13,6%	12,6%	13,4%	14,0%
Nettoskuld/ebitda	0,32	0,25	0,18	0,1
P/e-tal	95,2	13,0	9,5	8,0
EV/ebitda	5,0	7,0	5,8	4,8
EV/omsättning	14,18	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning	0,0%	2,5%	3,8%	5,0%

Källa: Aspire Global, Analysguiden

## Investeringsstes

### Ledande helhetsleverantör inom Igaming

Aspire Global grundades 2005 och är idag en helhetsleverantör till den snabbt växande Igaming-sektorn. Bolaget har genom en egenutvecklad plattform skapat en white label-lösning för sina kunder. Genom att vara den helhetsleverantör med flest regulatoriska licenser, egenutvecklade spel och hög kundlojalitet har bolaget lyckats redovisa hög tillväxt under god lönsamhet.

### Verkar på snabbväxande marknad

Aspire Global verkar främst på den europeiska Igaming-marknaden som 2019 var värd 25,5 miljarder euro. Marknaden väntas växa med 12% per år fram till och med 2024 (se diagram). Cirka 45% av denna marknad kan hänföras till små- och medelstora operatörer, vilket är Aspire Globals primära expertis- och fokusområde. Bolaget har lyckats attrahera cirka 50 olika kunder med diversifierad geografisk spridning som opererar på bolagets plattform och med sin nya paketering Aspire Core har de möjlighet att attrahera större operatörer till sin plattform.

### Guldägg i egenutvecklade spel och sportbok

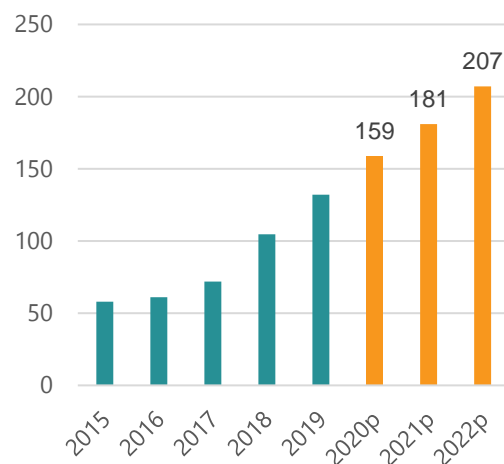
Aspire Globals styrka relativt sektorkollegorna är hur bolaget ständigt arbetar med att utöka produktportföljen. I dag är bolagets tillväxtmotor den B2B-plattform som under Q3 2020 stod för cirka 69% av koncernens totala intäkter. Inom B2B-delen kan intäkter på cirka 4 meur under Q3 2020 hänföras till aggregation och egenutvecklade spel som säljs externt och internt, ett nytt affärsben med stor potential. Vi prognostiserar att endast detta ben kan komma att omsätta cirka 18 meur under 2021 till en ebitda-marginal omkring 25%. Sub-segmentet är ett guldägg som marknaden fortfarande inte prisar in. Vi anser att bolaget innehar en stor innovationskraft som både genom förvärv och organiskt har, på cirka ett år, skapat ett så tydligt värdeskapande nytt intäktsben för koncernen. Med förvärvet av den snabb-växande sportboksleverantören, BtoBet under hösten 2020 ser förutsättningarna goda ut för ännu ett lyckats företagsförvärv som skapar stora värden till koncernen då detta sub-segment kan generera intäkter om nära 10 meur för prognosåret 2021 med en ebitda-marginal om över 30%.

### Hög tillväxt till låg värdering

Aspire Global har redovisat en imponerande historisk tillväxt och omsatte över 130 meur i fjol under god lönsamhet. Vi estimerar en årlig omsättningstillväxt om 14% mellan 2021–2022, vilket skulle resultera i en omsättning om 159 meur för innevarande år och 181 meur för 2021. Vi prognostiserar en ebitda-marginal om mellan 17–18% under vår prognosperiod. Vi estimerar en stadig tillväxt i vinst

### Accelererad tillväxt, 15,5% CAGR

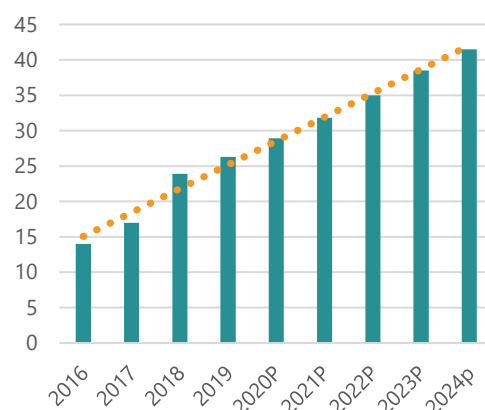
Total nettoomsättning koncernen 2015-2022p, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### Hög marknadstillväxt, CAGR 12%

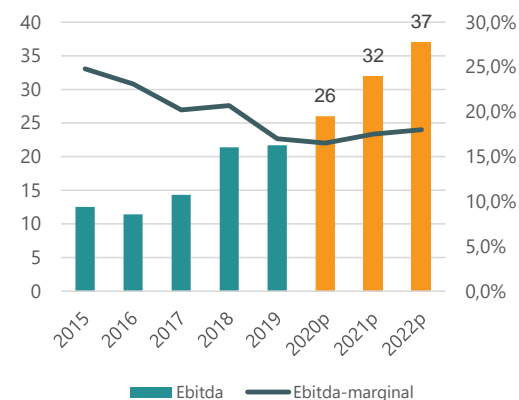
Europeiska Igaming-marknaden, mdr eur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### Hållbar lönsamhet över tid

Ebitda-resultat och marginal 2015-2022p, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

per aktie kommande år. För 2020 förväntar vi oss att bolaget gör 3 kr i vinst per aktie, vilket snabbt växer till runt 4,2 kr för verksamhetsåret 2021. Det resulterar i p/e-tal mellan 9,5 och ev/ebitda cirka 6 för prognosåret 2021, vilket är klart lägre än jämförbara sektorkollegor.

## Q3-rapporten inger stort förtroende

### Överträffar högt ställda prognoser

Siffrorna för det tredje kvartalet kom i mångt och mycket in i linje med våra högt ställda förväntningar. Omsättningstillväxten om drygt 20% till 40,1 meur (33,2) var något över vår förväntan om 39,7 meur under Q3 2020. Den organiska tillväxten summeras till 8,8%, vilket var något under vår förväntan om 10%. Samtidigt redovisar koncernens sub-segment, Pariplay, en omsättningstillväxt om nära 70% i årstakt och omsätter 4 meur under det tredje kvartalet. Den starka utvecklingen under Q2 som delvis kan förklaras av positiva effekter av Covid-19 normaliserades under Q3 vilket symboliseras av en negativ tillväxt om 10% gentemot Q2. Utöver detta så fortsätter koncernen ha hög aktivitet inom viktiga nyckeltal för spelaraktivitet, där både aktiva spelare och nykunds-anskaffning växer över 20% i årstakt.

Den geografiska diversifieringen under det tredje kvartalet fortsätter domineras av en stark utveckling i Övriga Europa, UK och Irland, som under kvartalet gemensamt stod för 84% av koncernen totala intäkter. Där Övriga Europa omsatte 24,4 meur (20,9), vilket motsvarar en tillväxt om drygt 20%. UK och Irland redovisar en omsättning om 9,1 meur (4,6), vilket motsvarar en imponerande tillväxt om nära 100% i årstakt. Likt många av sina sektorkollegor fortsätter Norden gå svagt även för Aspire Global, där intäkterna från geografien minskar till 3,9 meur (6,5), en minskning med 40% gentemot föregående år.

### Explosiv utveckling inom B2B

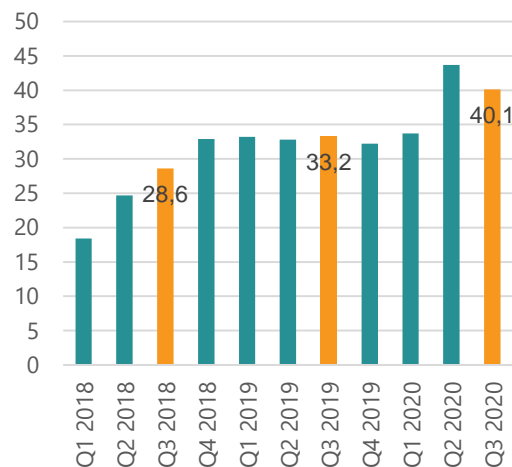
Likt de två senaste kvartalerna är det nu tydligt att koncernens B2B-verksamhet är det som driver den underliggande tillväxten i koncernen. Affärsområdet redovisar en omsättning om 27,8 meur (21) under Q3, vilket motsvarar en tillväxt om 24% i årstakt- och cirka 3% över våra prognoser om en omsättning runt 27 meur. Affärsområdet stod för 69% av koncernens totala intäkter under kvartalet, något vi förväntar oss kommer växa till över 80% över vår prognosperiod.

Ett av de stora utropstecken under Q3 2020 är den starka tillväxten i bolagets sub-segment inom B2B. Vi har tidigare belyst att segmentet är en dold diamant inom koncernen som är strategiskt positionerat för att generera hög tillväxt under förbättrad lönsamhet över vår prognosperiod. Pariplay växer både sin omsättning och ebitda omkring 70% i årstakt och omsatte i kvartalet 3,95 meur (2,3) med en ebitda-marginal om 26%, klart över gruppens totala marginal om 16,4%.

Under kvartalet tecknades ett nytt partnersamarbete samtidigt vilket som fyra varumärken lanserades på Aspares plattform. Det summerar

### Kraftfull tillväxt, 20,7% Y-Y

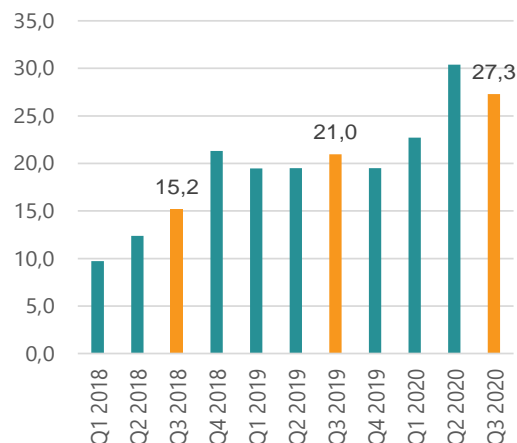
Total nettoomsättning koncernen Q1 2018-Q3 2020, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### B2B växer 24% under Q3

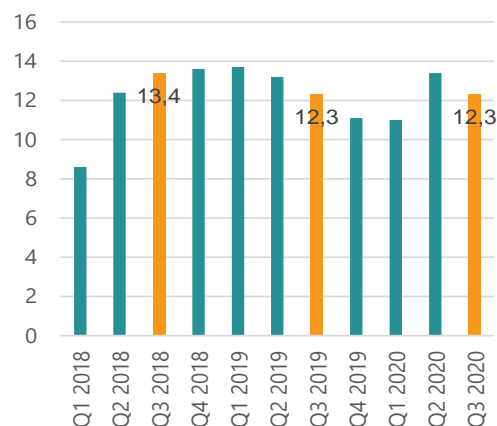
Omsättning B2B-segment Q1 2018-Q3 2020, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### Bra utveckling inom B2C

Omsättning B2C-segment Q1 2018-Q3 2020, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

det totala antalet varumärken som opererar på bolagets plattform nu till 86, vilket är 4 mer än Q2. Samtidigt lanserades 6 egenutvecklade spel från Pariplay. Det indikerar att vi framöver kan se en fortsatt stabil tillväxt från B2B-segmentet.

### **B2C fortsätter utvecklas åt rätt håll**

Bolagets andra affärsområde inom B2C fortsätter stabilisera sin operativa utveckling efter den svaga utvecklingen under H2 2019. Intäkterna uppgick till 12,3 (12,3) med en ebitda-marginal om 8,8% (7,8). Utfallet är klart bättre än våra prognoser om drygt 10 meur i omsättning, samtidigt som vi prognostiserade en ebitda-marginal om nära 10% under Q3 för B2C-verksamheten. Sammanfattningsvis bedömer vi att utfallet är fullt godkänt men en lönsamhet som lämnar mer att önska. Bolagets B2C verksamhet är i vår mening än bra kanal att testa olika koncept mot slutkunden men inte där gruppen bygger sitt värde.

Vi belyser att man under kvartalet har fortsatt sin framgångsrika lansering av KarambaBattle på bolagets största varumärke Karamba. Erbjudandet är en helt unik lösning för sportintresserade att tävla mot varandra inom sportbetting, vilket tyder på innovation inom affärsområdet.

## Förvärv av sportboksleverantören BtoBet

Vi har i tidigare analyser berörd Aspire Globals starka balansräkning och vilka möjligheter det ger. Efter förvärvet av aggregatorn och spelstudion Pariplay föregående år har bolaget haft ett uttalat intresse om att förvärva en sportboksleverantör för att bredda sitt erbjudande och etablera sig än mer i värdekedjan inom Igaming. I det tredje kvartalet presenterade bolaget förvärvet av BtoBet som är en helintegrerad sportboksleverantör med initialt fokus på de snabbt växande marknaderna i Afrika och Latinamerika. Under 2019 omsatte BtoBet 4,4 meur med en ebitda om 1,5 meur, för det första nio månaderna under 2020 omsatte underleverantören 5 meur med en ebitda om 1,8 meur, vilket motsvarar en ebitda-marginal om höga 36%. Givet den starka tillväxten förväntar vi oss en omsättning om drygt 7 meur för BtoBet under 2020 med en ebitda-marginal omkring 35%. Aspire förväntas betala totalt ca 20 meur för sportboksleverantören, enligt våra förväntade estimat skulle det motsvara runt 5x rörelseresultatet för prognosåret 2022. Vilket inom denna del av värdekedjan för Igaming i vår mening är lågt och något som förväntas generera stort aktieägarvärde över tid.

Vi ser stora synergier mellan Aspire koncernen och BtoBet, främst relaterat till marknadsnärvaro på olika geografier. Aspire Global har sin bas i Europa, medan BtoBet har stor exponering i Afrika och Latinamerika. Utöver detta kan nu också Aspikes kunder inom B2B integrera mot en sportboksleverantör som är in-house hos Aspire, vilket rimligtvis gynnar kostnadsbilden för kunderna då de redan är integrerade mot koncernens spelplattform. Den finansiella påverkan förväntar vi oss blir materiell redan under nästkommande år. Vi ser goda förutsättningar till att BtoBet kommer redovisa en Ebitda omkring 3,5 meur för helåret 2021, vilket skulle addera omkring 13% till gruppens totala rörelseresultat före av- och nedskrivningar.

## Prognoser

### Hög tillväxt – tyska marknaden under reglering

Under mitten av oktober infördes det hårdare restriktioner på den tyska marknaden inför den kommande regleringen under 2021, Aspire specificerar inte hur stor den tyska marknaden är för koncernen, men utifrån vår research är den materiell och en av de viktigare marknaderna för bolaget. Restriktionerna som trädde i kraft 15 oktober innehåller bland annat en exkludering all typ av spel på livecasino och begränsningar för affiliate-marknadsföring. Det är svårt att estimerar vilken påverkan detta kommer ha för den kortsiktiga tillväxten hos Aspire koncernen, men vi bedömer att restriktionerna kommer ha en negativ påverkan på kort sikt. Över tid förväntar vi oss däremot att Aspire kommer vara en del av den reglering som träder i kraft under 2021–2022 och bolagets förutsättningar att få en licens ses som goda.

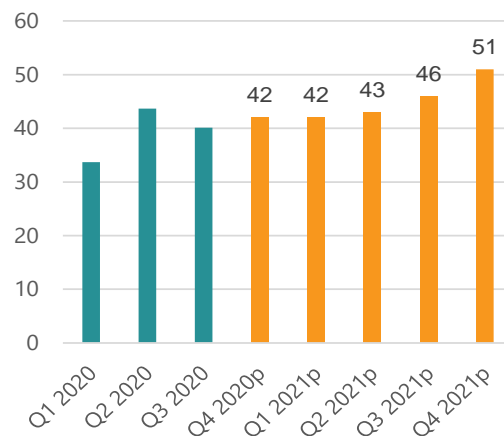
Samtidigt som det regulatoriska landskapet förändras så förväntar vi oss en fortsatt god underliggande tillväxt för bolagets B2B. Inledningen av det fjärde kvartalet redovisade Aspire en intäkstillväxt om höga 32%, inkluderat BtoBet, vilket indikerar en stark operativ utveckling. Vi modellerar en omsättning om 42 meur för koncernen under Q4 2020. Vi bedömer att cirka 72% av intäkterna kommer genereras från B2B-segmentet under nästkommande kvartal. Vi ser att utvecklingen inom spel och aggregation kommer fortsätta starkt under kommande kvartal tack vara ett flertal teknade partnersamarbeten och nya spel samtidigt som utmaningar på den tyska marknaden kan begränsa den organiska tillväxten. Vi estimerar att Pariplay kommer omsätta omkring 4,5 meur under Q4 och BtoBet drygt 2 meur.

### Förvärv stärker lönsamheten

Igaming-marknaden är och kommer förbli hårt pressad av utökade regleringar med utökade investeringar inom compliance som följd, likaså ökade skattekostnader. Under vår prognosperiod förväntar vi fortsatt stora investeringar inom regelefterlevnad för att fortsätta leverera konkurrenskraftiga kundupplevelser på reglerade marknader. Detta är något som påverkade bolagets lönsamhet under 2019–2020 och något som kommer påverka 2021–2022 på liknande sätt. Vi estimerar att bolagets ebitda-marginal kommer variera i spannet 16–18% de närmaste kvartalen. Vi prognostiserar att bolaget kommer redovisa en rörelsemarginal omkring 12,5–14% under Q4 2020-Q4 2022.

### Kvartalsprognoser 2020-Q4 2022

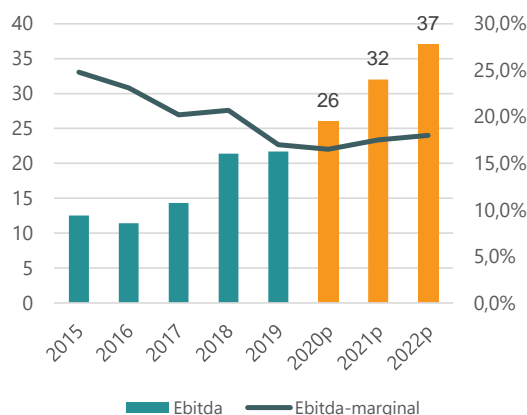
Total nettoomsättning koncernen Q1 2018-Q1 2020, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### Ebitda-prognoser 2016-2022

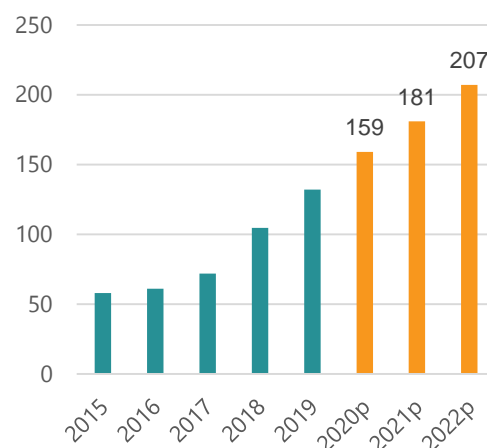
Ebitdaresultat, Meur (vänster) & ebitdaresultat (höger)



Källa: Aspire Global, Analysguiden

### Förväntad årlig tillväxt på 15,5%

Historisk omsättning och prognoser 2015-2022p, meur



Källa: Aspire Global, Analysguiden

Vi belyser däremot bolagets långsiktiga möjligheter till förbättrad lönsamhet när bolagets egenutvecklade spel, spelaggregator och nu sportbokslösning blir en allt större del av den totala koncernen, där en långsiktig ebitda-marginal för affärsområdena mycket väl kan stiga till 25–35%, sett till relevanta jämförelsebolag. Marginalen inom Pariplays spelaggregator bedömer vi har lägre marginal än egenutvecklade spel men tydligt över koncernens finansiella mål. Adderar vi därtill det nytillträdde förvärvet BtoBet med högre marginaler så ser vi goda möjligheter till att bolaget kan behöva justera upp de långsiktiga målen för koncernens lönsamhet.

### Justerar upp våra långsiktiga prognoser

Vi prognostiserar en omsättning om ca 159 meur för helåret 2020, vilket är i linje med våra tidigare prognoser. För perioden 2021–2022 estimerar vi en CAGR om 14% för prognosperioden, vilket skulle summera koncernens omsättning till 181 meur 2021 och 207 meur för 2022, en bit lägre än bolagets finansiella mål om 200 meur för nästkommande år. Vi förväntar oss att den största tillväxt drivaren kommer hänföras till bolagets affärsområde inom B2B, vi estimerar oss att segmentet, inkluderat games och sportbok, kommer stå för drygt 80% av bolagets intäkter under verksamhetsåret 2022. Det förutsätter att Aspire fortsätter attrahera nya samarbetspartner, samtidigt som befintliga partnersamarbeten lanserar fler varumärken på nya marknader och i nya segment, så som sportsbetting.

### Bra lönsamhet närmaste åren

Vi estimerar att den underliggande lönsamheten kommer förbli stabil för Aspire under vår prognosperiod. På den positiva sidan ser vi bidragsgivare inom B2B segmentet som vi prognostiserar kommer redovisa en ebitda-marginal om drygt 20% under kommande år. På den negativa sidan estimerar vi att bolagets B2C segment kommer redovisa svagare lönsamhet än koncernens som helhet.

För bolagets sub-segment, Pariplay, estimerar vi en ebitda-marginal som varierar mellan 22–28% under de kommande två åren. Utfallet är beroende av hur hög tillväxten inom egenutvecklade spel vs aggregator-delen redovisar under perioden. När vi nu adderar sportboksdelen inom koncernen förväntar vi oss att BtoBet kommer generera en ebitda-marginal omkring 35% under kommande år.

För innevarande år estimerar vi en ebitda-marginal för hela koncernen om cirka 16,5% och en rörelsemarginal som når 12,6%. Vilket är en mindre uppjustering gentemot vår senaste analysuppdatering.



## Kvartalsprognoser, meur

	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	2020p	2021p
Nettoomsättning, B2B-segment	22,7	30,4	27,3	30,4	31,0	32,0	34,5	39,0	108,4	137,0
Nettoomsättning, B2C-segment	11,0	13,4	12,3	11,5	10,5	11,0	11,5	12,0	48,0	45,0
<b>Totalt, Inkl. Intern seg.</b>	<b>33,7</b>	<b>43,8</b>	<b>39,6</b>	<b>41,9</b>	<b>41,5</b>	<b>48,0</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>159,0</b>	<b>181,0</b>
Ebitda, B2B-segment	3,8	5,4	5,5	6,0	6,1	6,2	7,0	7,8	20,7	27,1
Ebitda, B2C-segment	1,4	1,6	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,1	4,3	4,3
<b>Totalt:</b>	<b>5,2</b>	<b>7,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,0</b>	<b>7,2</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>25,7</b>	<b>31,4</b>

## Analys

Som vi ser det är Aspire Globals aktie fortsatt lågt värderat givet de senaste operativa framgångarna. Visserligen har aktien återhämtat sig starkt från botten i mars, men drar man ut grafen sedan bolagets notering har aktiekursen rört sig omkring 30%. Under denna tid har två värdeskapande förvärv genomförts samtidigt som den underliggande verksamheten fortsätter gå stabilt. De senaste kvartalets positiva trend som tagit aktien från cirka 30 kronor till 40 kronor anser vi är motiverat givet den starka operativa utvecklingen för bolaget och sektorn. 2020 stärker vår tes om att bolaget är på väg tillbaka mot hållbar tillväxt, detta gör man dessutom under förbättrad lönsamhet och förstärkt produkterbjudande med två affärsben med stor tillväxtpotential.

B2B verksamheten är tydligt den underliggande tillväxtmotorn för koncernen och redovisar imponerande nyckeltal över hela linjen under Q3 2020. Det betydande förvärvet av spelaggregatorn Pariplay under 2019 ser ut att vara ett oerhört bra köp när både synergier för bolagets kostnadskostym realiseras och tillväxten accelererar. Det senaste förvärvet av BtoBet är givetvis fortsatt i ett för tidigt skede för att utvärdera, men med bolagets förvärvshistorik har vi stort förtroende att även BtoBet kommer generera värde till gruppen.

### Nya sub-segment – dolda värden inom koncernen

Vi ser bolagets tredje intäktsben som en tydligt oupptäckt diamant. Så som vi ser det kan sub-segmentet med egenutvecklade spel och agera spelaggregator driva en underliggande tillväxt som är klart högre än gruppen som helhet, om än från låga nivåer. Efterfrågan av innovativa spel till en marknad som befinner sig under kraftig strukturell tillväxt anser vi marknaden underskattar. I ett optimistiskt scenario ser vi att segmentet kan komma att omsätta omkring 12 meur för prognosåret 2021. Skalbarheten i affärsmodellen som underleverantör till spelindustrin är hög, vi ser att området bör kunna nå en långsiktig ebitda-marginal mellan 25–30%. Värderingarna för jämförbara bolag inom denna nisch är höga med en median omkring ev/ebitda 12–20. Med dessa antaganden bedömer vi att marknaden missar att värdera detta segment helt utifrån dagens totala marknadsvärde.

## Enorm marknadspotential i USA

Glädjande nog rapporterar Aspire om en utökad närvaro i USA under 2021. Bolaget har genom Pariplay tagit viktiga stega in på den snabbt växande amerikanska marknaden. Detta gjordes genom samarbetet med 888. Den amerikanska marknaden står inför att reglera online-spel av casino och betting, varpå fler och fler stater öppnar upp Igaming. Den totala marknaden för sport och Casino förväntas växa till en bra bit över 10 miljarder usd redan under 2024. Vilket i relation till den mer mogna marknaden i Europa indikerar en enormt stor marknadspotential för operatörer som såväl leverantör i USA.

Vi anser att Pariplay på förhållandevis kort sikt har goda möjligheter att bedriva stark tillväxt i USA, vilket med stor sannolikhet kommer accelereras under 2021 när hela Aspire koncernen utökar sin närvaro.

## Stark balansräkning öppnar för värdeskapande allokering

Aspire Global fortsätter driva sin operativa verksamhet med starka finanser, bolaget har en kassa över 30 meur. Bolaget har en tydlig strategi inom M&A. Givet det senaste förvärvet av BtoBet så förväntar vi oss inget materiellt förvärv inom 12 månader. Men den starka balansräkningen öppnar upp för strategiskt kapital allokering, så som ökad utdelning eller återköp av egna aktier.

## Kraftig värderingsrabatt

När vi jämför Aspire mot relevanta sektorkollegor inom Igaming noterar vi fortsatt kraftigt omotiverad värderingsrabatt. Vi bedömer att marknaden har svårt att prisa in Aspire Global som en B2B leverantör då bolaget historiskt haft en större intäktsandel relaterat till sin B2C verksamhet. Fortsätter B2B-verksamheten växa i hög takt likt de senaste kvartalen ser vi goda chanser till att denna rabatt minskar över tid.

Tabellen nedan illustrerar den stora värderingsrabatt Aspire Global i dagsläget värderas till. Delar av bolagen i denna jämförelsegrupp är renodlade spelleverantörer inom Igaming, dessa bolag har en affärsmodell som genererar oerhört hög lönsamhet. Ser vi till bolag som Evolution Gaming och NetEnt som renodlade spelleverantörer förväntas bolagen redovisa en rörelsemarginal mellan 40–50% för 2021p. Dessa multiplar styrker vår tes om att Aspores sub-segment med egenutvecklade spel och sportbokslösning är dolda värden inom koncernen.

## Omotiverad värderingsrabatt

Nyckeltal för Aspire Global och relevanta jämförelsebolag för B2B inom Igaming

Bolag	EV, Mdkr	Land	EV/sales 2020p	EV/sales 2021p	EV/ebitda 2020p	EV/ebitda 2021p	P/e 2020p	P/e 2021p	ebitda- marginal 2020p, %	ebitda- marginal 2021p, %	ebit- marginal 2021p, %
Evolution Gaming	107,0	Sverige	19,2	15,7	39,0	33,0	43,0	35,0	62,0	61,5	50,1
Scientific Games	104	USA	4,6	3,9	15,1	10,1	-	340	34,2	38,2	18,0
Playtech	15,0	Storbrit.	1,1	1,0	5,1	4,4	16,2	12,5	22,2	23,2	10,2
NetEnt	24	Sverige	10,6	9,6	19,8	16,3	31,8	25,2	54,8	57,2	42,0
Kambi	9,2	Sverige	8,5	6,3	23,3	15,3	63	30,5	38,7	41,5	27,2
<b>Medel, jämförelsebolag</b>	<b>-</b>	<b>Sverige</b>	<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>20,5</b>	<b>15,9</b>	<b>30,8</b>	<b>20,6</b>	<b>42,4</b>	<b>43,3</b>	<b>29,5</b>
<b>Aspire Global</b>	<b>1,8</b>	<b>Sverige</b>	<b>1,1</b>	<b>1</b>	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>	<b>13</b>	<b>9,5</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>	<b>13,4</b>

## Hög kompetens inom ledning och styrelse förbättrar förutsättningarna

Aspire Global har sedan sin notering i Sverige attraherat en välrenommerad styrelse med Carl Klingberg som ordförande i koncerngruppen. Även Fredrik Burvall, men stark historik för Cherry gruppen, ingår som ledamot i styrelsen. Främst Fredrik har gedigen erfarenhet som Vd för spelkonglomeratet Cherry som under Fredriks tid hade en aktiv förvärvsagenda inom både spelutveckling och kundanskaffning inom Igaming. Vi bedömer att den kompetens som finns i bolagets styrelse ger goda förutsättningar för attraktiva bolagsförvärv inom hela värdekedjan för Igaming, likt det förvärv vi såg av Pariplay under 2019. Barak Matalon är grundare av både Aspire Global och det Neo Games, som i sin tur är en av världens största leverantörer till nationella lotterier.

VD Tsachi Maimon och CFO Motti Gil har varit i bolaget åtta respektive tre år och är del av den tillväxt och lönsamhets tillväxt bolaget sett sedan IPO. Nu har de bevisat sig med två stora förvärv inom olika delar av värdekedjan inom Igaming, vilket i vår mening ger trygghet inför framtiden.

Under början av mars tillträdde Jesper Kärrbrink rollen som ordförande i Pariplays styrelse. Jesper har lång erfarenhet från spelindustrin och särskilt inom spelutveckling, han har blandat annat haft operativa roller som Vd för Mr Green och Svenska spel. Denna förstärkning bedömer vi gör hela Aspire koncernen förhållandevis komplett för att bedriva den offensiva tillväxtstrategi man har för att kunna uppnå sina finansiella mål om 200 meur i omsättning år 2021 med en ebitda-marginal om 16%.

Både ledning och styrelse har ett stort aktieinnehav/optionsprogram vilket också ger stort incitament att fortsätta växa bolaget organiskt med god lönsamhet och addera värdeskapande förvärv.

## Motiverat värde

Vi estimerar att Aspire Global kommer omsätta cirka 159 meur under 2020 med ett rörelseresultat om cirka 20 meur med en rörelse marginal om 12,6%. Givet dessa antaganden handlas bolaget till attraktiva nyckeltal om *ev/ebitda* 7 och *ev/sales* 1,1. Vilket är klart lägre en sektorns snitt.

Mot bakgrund av våra prognosjusteringar för de två kommande åren justerar vi upp det motiverat värde för bolagets aktie till 60 kronor per aktie i ett förhållandevis konservativ antagande, vilket baseras på bolagets förväntade kassaflöden kommande 5 år som diskonterats med en WCC om 10% till det motiverade nuvärdet, i kombination med en SOTP-värdering. 60 kronor per aktie skulle resultera i ett *p/e*-tal om 14,2 för prognosåret 2021 samt en *ev/ebitda*-multipel om 9,8 för samma år, vilket fortsatt är något under sektorns snitt.

### Prognoser & Nyckeltal, meur

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	132	159	181	207
Ebitdaresultat	22	26	32	37
Rörelseres. (ebit)	18	20	24	29
Nettoresultat	1,9	13,6	19,3	23,3
Vinst per aktie	0,42 kr	3,0 kr	4,2 kr	5,0 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	1,00 kr	1,50 kr	2,00 kr
Omsättningstillväxt	25,7%	21,0%	14,0%	14,0%
Ebitda-marginal	16,7%	16,5%	17,5%	18,0%
Rörelsemarginal	13,6%	12,6%	13,4%	14,0%
Nettoskuld/ebitda	0,32	0,25	0,18	0,1
<i>P/e</i> -tal	95,2	13,0	9,5	8,0
<i>EV/ebitda</i>	5,0	7,0	5,8	4,8
<i>EV/omsättning</i>	14,18	1,1	1,0	0,9
Direktavkastning	0,0%	2,5%	3,8%	5,0%

## SOTP-värdering indikerar stora värden

För att få en större förståelse för de värden som kan realiseras hos Aspire koncernen så har vi brutit ned varje segment och sub-segment inom bolagets affärsområden. Tabellen nedan illustrerar uppskattade nuvärden av bolagets olika delar, var för sig. Det är däremot viktigt att belysa att de förvärvade tillgångarna hos Aspire fortfarande är förhållande vis nya inom koncernen och har mycket att bevisa. Men vi bedömer att det över tid kan realiseras stora värden när de mindre och mer lönsamma segmenten inom gruppen blir en allt större del av den totala koncernen.

För att motivera värdet av delarna inom koncernen har vi använt marknadsmässiga multipelvärdering givet de olika delarna förväntade tillväxt, lönsamhet och peers. För att diskontera fram nuvärdet har vi använt oss av en WACC om 10%.

	Omsättning 2021p, meur	Ebitda 2021p, meur	Motiverad multipel	Motiverat värde, meur	Diskonterat värde, mkr
Aspire Core	108,5	19,4	10x	194,0	1780,0
Aspire, Pariplay	17,5	4,2	14x	58,8	540,0
Aspire, BtoBet	10,0	3,5	14x	49,0	450,0
Aspire, B2C	45	4,3	7x	30,0	276,0
<b>Totalt:</b>	<b>181,0</b>	<b>31,4</b>	-	<b>331,1</b>	<b>3046,0</b>
<b>Per aktie</b>	-	-	-	-	<b>65,0</b>

## Risker

### Regulatorisk förändring

En av de största riskerna med en investering inom Igaming är det regulatoriska landskapet snabbt kan förändras. Regleringar av stora marknader så som sker i Sverige- på väg att ske i Tyskland och Nederländerna är bra för den långsiktiga miljön, både för spelaren och speloperatören. Men risken ligger mycket i att snabba beslut kan fattas från lokala regeringar som begränsar bolagens förmåga att anpassa sig kortsiktigt. Ett bra exempel är den tyska marknaden som över en natt exkluderade allt livecasino-spel online, vilket är ett stort segment för många Igaming-bolag.

### Hård konkurrens

Igaming industrin har länge varit en oerhört lönsam affär. Konsekvensen av lönsamma blir ofta hård konkurrens, vilket sektorn präglas av. Det finns en hel drös av både små, medelstor och större operatörer som erbjuder liknande tjänster som Aspire Global gör, på samma marknader. Givetvis kan en tuffare konkurrens i kombination med hårdare regleringar ha en negativ inverkan på bolagets långsiktiga lönsamhet.

### Prognoser som inte infrias

Vår värdering bygger på tillväxtantaganden som inte nämnvärt måste infrias och kan således begränsa det motiverade värdet av bolagets aktie. Detta är i mångt och mycket en risk som finns inom alla sektorer och branscher men i en marknad som snabbt kan förändras, så som Igaming, är denna risk något man måste ha med sig vid ett investeringsbeslut.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Jonatan Andersson