

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

FANTASMA GAMES

Högklassiga spel med stor potential

2022-03-14

Analytiker: Anton Flygare & Gustav Sillerström



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

FANTASMA GAMES

HÖGKLASSIGA SPEL MED STOR POTENTIAL



Fantasma Games AB ("Fantasma" eller "Bolaget") utvecklar och producerar spel till den globala casinomarknaden online. Bolagets spelutveckling utmärker sig från konkurrenter genom en tydlig inspiration från spelvärlden där Bolaget producerar sina spel enligt devisen "slots beyond gambling". Spelen distribueras genom ett flertal ledande distributörer och når idag över 200 operatörer, vilket gör att Fantasma spel når en global marknad, i över 50 länder och på 34 olika språk. Bolaget har på senare tid accelererat tillväxttakten genom dels förvärv, dels organiskt. I ett Base scenario estimeras ett EBITDA-resultat om 12 MSEK år 2024, vilket genom en applicerad *forward*-multipel om 11x EV/EBITDA, motiverar ett potentiellt nuvärde om 46 SEK per aktie.

▪ Digitaliseringstrend på den globala marknaden

Fantasma är aktiva på den globala iGaming marknaden, en marknad som de senaste åren genomgått en industriell förändring, driven av ökad digitalisering och avregleringar. Bolagets hemmamarknad, Sverige, har kommit långt i utvecklingen, där över 50 % av det totala casino-spelet sker online. Denna siffra uppgår globalt till endast 12 %, där stora utvecklings-möjligheter för tillväxt bland annat återfinns i Indien, Sydamerika, och USA. Fantasma bevisade affärs-modell, i kombination med det breda distributions-nätverket, förväntas leda till ett *First Mover Advantage* och en potential att ta stora marknadsandelar på flera högtintressanta marknader.

▪ Befinner sig i en expansiv tillväxtfas

Fantasma har genom en lång erfarenhet och stort kunnande etablerat flera nära relationer till ledande distributörer och operatörer inom den globala iGaming marknaden, såsom Entain, Scientific Games och Kindred. Genom den breda räckvidden har Bolaget en stark plattform för fortsatt expansion på nya, och befintliga marknader. Utöver Bolagets 15 aktiva spel, uppskattas en accelererad produktionstakt under 2022, och totalt 6-8 spellanseringar per år framgent. Det grundläggande arbetet som genomförts under år 2021 gällande nya avtal och effektivisering av spelproduktionen, förväntas bidra till en netto-omsättningstillväxt med en CAGR om ~46 % mellan åren 2020-2024.

▪ Stark balansräkning möjliggör ytterligare förvärv

I november 2021 slutförde Fantasma förvärvet av spelstudio Wiener Games. Förvärvet stärker Bolagets produktionsapparat och möjliggör ytterligare kapacitet för att möta den stora efterfrågan som finns för Fantasma spel. Trots förvärvet har Bolaget en stark balansräkning och en kassa om ca 8 MSEK. Detta, i kombination med inga räntebärande skulder, skapar en finansiell styrka och möjligheter att agera på framtida förvärvsmöjligheter.

AKTIEKURS 22,8 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR	BASE	BULL
23 kr	46 kr	58 kr

FANTASMA GAMES AB	
Senast betalt (2022-03-11)	22,8
Antal Aktier (st.)	3 034 090
Market Cap (MSEK)	69,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-8,1
Enterprise Value (MSEK)	60,9
V.52 prisintervall (SEK)	65,0 – 22,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	-11,1 %
3 månader	-17,3 %
Sen IPO (mars 2021)	-40,2 %
YTD	-23,8 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET)	
Fredrik Johansson	17,9 %
Swedbank Försäkring	9,8%
Nordnet Pensionsförsäkring	9,8 %
Karl Lindstedt	8,0 %
Christina Andersson	7,4 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Jacob Sachs (tf)
Styrelseordförande	Björn W Ericsson

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-11

PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	7,7	18,1	23,6	29,4
Totala intäkter	14,0	24,9	30,9	37,3
Bruttoresultat	12,3	18,2	24,1	30,3
Bruttomarginal	88,0%	72,6%	77,5%	81,0%
Rörelsekostnader	-17,0	-16,7	-17,4	-18,4
Av- och nedskrivningar	-2,6	-3,0	-3,6	-3,8
EBITDA	-4,7	1,6	6,7	12,0
EBITDA-marginal	Neg.	6,3%	21,6%	32,1%
Nettoresultat	-7,2	-1,5	3,2	8,4
Nettomarginal	Neg.	Neg.	7,9%	17,5%
P/S	5,4	3,0	2,5	2,0
EV/S	4,2	2,4	1,9	1,6
EV/EBITDA	Neg.	37,9	8,9	5,0

INVESTERINGSIDÉ

Bevisad affärsmodell med brett nätverk genererar stabila intäkter

Fantasma Games genomförde under år 2021 ett grundläggande arbete för att möjliggöra högre tillväxt framgent, genom att bl.a. teckna nya distributionsavtal och vidareutveckla tidigare släppta spel för återlansering. Bland annat har Bolaget tecknat avtal med noterade Scientific Games, en världsledande USA-baserad distributör med helhetslösningar för land- och onlinebaserade slottar som har verksamt i alla delstater som genomgått legalisering av iGaming. Utöver avtalet med Scientific Games har Fantasma Games en stor räckvidd även i Europa genom avtal med bland annat Relax Gaming, som förvärvades av Kindred under 2021. Nya avtal med operatörer bidrog till att Bolaget slog rekord i spelintäkter under januari 2022, motsvarande en dubbling jämfört med samma period föregående år. Denna utveckling anser Analyst Group är en indikation på hur Fantasma Games arbete med nya operatörer kommer visa sig i siffrorna framöver. I dagsläget har Bolaget slutit avtal med över 200 operatörer, och fler väntas komma i samband med att fler stater i USA legaliserar iGaming, samtidigt som den Europeiska marknaden växer.

ÖVER 200
ANSLUTNA
OPERATÖRER

Bolagets intensiva spelutveckling med fokus på kvalitativa slottar väntas bära frukt under 2022 där Fantasma förväntas öka produktionstakten och estimeras lansera 6-8 spel per år framgent. Återlansering av tidigare produkter innebär dessutom ökade intäkter på kort sikt i samband med spelsläpp, som efter cirka 6 månader efter lansering går in i fasen som kallas *long-tail*, där spel fortsätter generera intäkter på en jämnare nivå. Bolagets diversifierade spelportfölj innebär dessutom att inget spel står för en avgörande del av intäkterna, samtidigt som ytterligare lanseringar bidrar till att vidare minska den spelrelaterade risken.

Bra nätverk och ett gediget Track Record ger ett First Mover Advantage

Fantasma Games grundare Fredrik Johansson har mångårig erfarenhet av casinomarknaden och har tidigare varit Country Manager på både ComeOn! och LeoVegas Group. Analyst Group bedömer att dessa erfarenheter har resulterat i ett nätverk med stor bredd som innebär att Bolaget kan ligga i framkant när det gäller lanseringar på nya marknader. Fredrik Johansson är även Fantasma Games största aktieägare och äger 18 % av utestående aktier. Utöver Fredriks position äger även Bolagets ledande spelutvecklare Tianzhi Zhou 4 % av utestående aktier, samt styrelseledamot Christina Andersson 7,4 %. Totalt uppgår insynsägandet till nästan 40 % och Analyst Group anser att detta tillför förtroende för verksamheten och ökar ledningens incitament att öka aktieägarvärdet framgent. Andra nämnvärda aktieägare är Betssons VD Pontus Lindwall som äger aktier motsvarande 3,6 %, samt Knutsson & Lundström via KL Capital, tidigare storägare i NetEnt samt idag aktiva i bl.a. Betsson och Cherry Casino. Tack vare den stora erfarenheten från spelmarknaden inom ledning och ägande, samt det nätverk som därav följer, anser Analyst Group att Fantasma har ett *First Mover Advantage* vid lanseringar på nya geografiska marknader. Ett exempel på detta är lanseringen i USA som genomförs med väletablerade Scientific Games. Genom Scientific Games når Fantasma ut till en konservativ amerikansk marknad som kännetecknas av att föredra stora och väletablerade aktörer.

STORT
INSYNSÄGANDE

Viktigt att ta höjd för regulatoriska risker

En överhängande risk på den snabbväxande iGaming-marknaden är nya regleringar och lagar. Ett exempel i nutid är den nederländska regeringens lagstiftning som infördes under 2021 och som begränsar antalet aktörer på marknaden. För marknaden som helhet innefattar detta inte nödvändigtvis att spelandet minskar, utan enbart att det blir färre och "seriösare" operatörer som distribuerar spelen till slutkonsumenterna. Detta innebär även att den regulatoriska risken minimeras för bolag likt Fantasma Games som ej har egen direktkontakt med slutkonsumenter.

REGULATORISKA
RISKER

HIGHLIGHTS

1

Accelererad
produktionstakt,
6-8 spellanseringar
per år

2

Samarbeten med
ledande aktörer både i
Europa och
Nordamerika

3

Återlansering av spel
innebär kortsiktig
boost av spelintäkter

4

Stort insynsägande

5

Regulatoriska risker
motverkas genom
stort nätverk av
operatörer

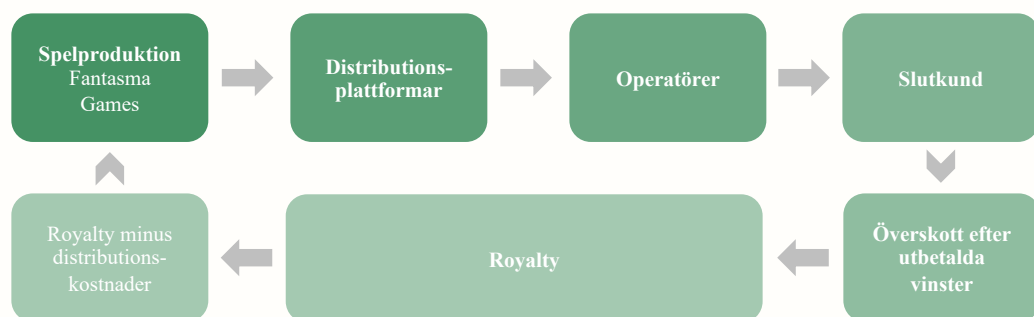
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING

Fantasma Games grundades 2016 av nuvarande CCO Fredrik Johansson. Bolaget utmärker sig från dess konkurrenter med ett riktat fokus och en ambition att utveckla spel enligt devisen "Slots beyond gambling". Den uttalade devisen präglar hela organisationen som med nytänk, innovation och kreativitet, anknyter tydliga influenser från dataspelsvärlden till sina slotsspel, allt för att kunna erbjuda den bästa möjliga spelupplevelsen för slutkunderna. Bolaget består utav en liten och fokuserad organisation med en djup spelförståelse, där 75 % av kostnaderna härleds direkt till utvecklingen av spel. Fantasma kapitaliserar på en välutvecklad infrastruktur, där Bolaget med en nära relation till ett flertal ledande distributörer, når ut till slutkonsumenter via över 200 operatörer.

Nära relation till distributörer möjliggör en lönsam intäktsmodell.

Grafik över bolagets intäktsmodell



Källa: Bolaget

Förvärvet av Wiener Games stärker Bolagets produktionskapacitet

Fantasma Games slutförde förvärvet av den bulgariska spelutvecklaren Wiener Games OOD i november 2021 mot en köpeskilling bestående av kontanter samt aktier i Fantasma, motsvarande totalt ca 7 MSEK. Kopplat till förvärvet gick Svea Ekonomi in som ägare i Fantasma via en riktad nyemission. Wiener Games är en väletablerad utvecklare av casinospel och producerar 20-25 spel per år åt tredje part och omsatte år 2021 ca 6,5 MSEK, förvärvet är således en viktig del för att kunna möta det ökande intresset för Fantasma Games spelkatalog.

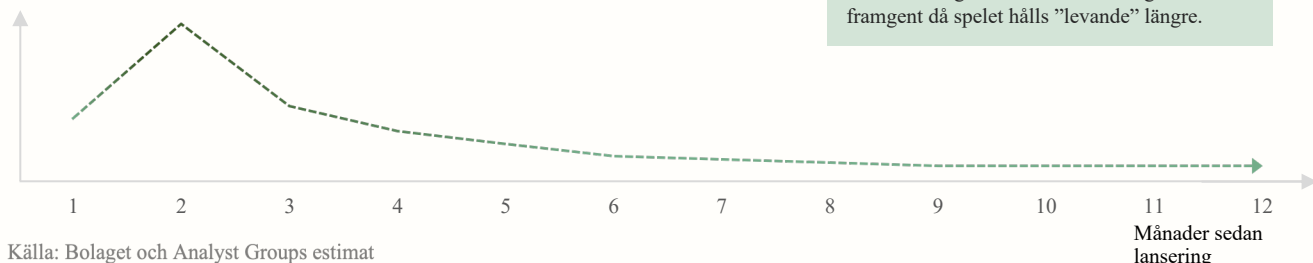
Konkurrenskraftiga spel med inspiration från dataspelsvärlden

För att attrahera slutkonsumenter, och urskilja sig från konkurrenter, tillhandahåller Fantasma kreativa och nytänkande spel med inspiration från dataspelsvärlden. Dessa spel tillhandahålls därefter till distributörer som i sin tur kan erbjuda slutkonsumenter spelen via operatör-plattformar. Detta möjliggör en skalbar intäktsmodell för Fantasma utan kostnader efter spelutvecklingen, i kombination med "long tails", medför detta stabila kassaflöden, flera år efter produktionen av spelen. Bolaget har idag 15 aktiva spel på den globala marknaden med välkända titlar såsom Heroes Hunt, Medallion Megaways och Wins of Nautilus.

Intäkter från spel når generellt sin topp två månader efter lansering.

Illustration av spelöverskott per månad sedan lansering

Spelöverskott



Källa: Bolaget och Analyst Groups estimat

Intäkter från spel når generellt sin kulmen cirka två månader efter lansering. Vid en framgångsrik lansering väntas därför högre intäkter framgent då spelet hålls "levande" längre.

MARKNADSANALYS

STARK UNDERLIGGANDE MARKNADS- TILLVÄXT

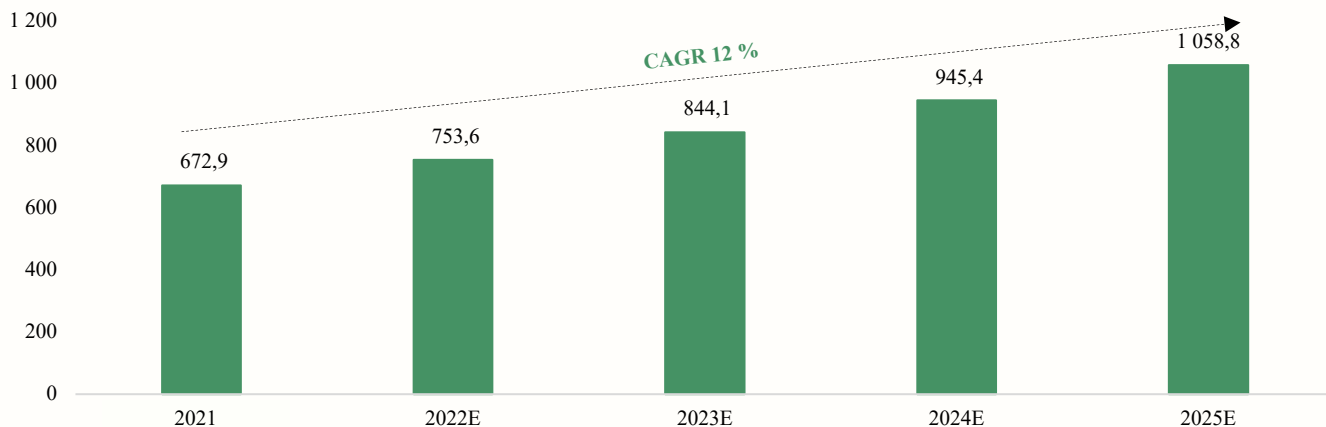
En marknad som genomgår en industriell förändring

Fantasma Games är aktiva inom den globala marknaden för iGaming, en marknad som just nu genomgår en stor industriell förändring, drivet av en förflyttning från fysiska casinon till nätbaserade. En ökad användning av smartphones har medfört att casinospelande blivit betydligt mer tillgängligt för slutkonsumenter, och i de delar av världen med ett högt internetanvändande, syns ofta en stark korrelation till en hög andel nätbaserat spelande. Utvecklingen har kommit långt i Fantasma's hemmamarknad, Sverige, där över 50 % av det totala casinospelandet estimeras ske online, på en global nivå estimeras samma siffra uppgå till 12 %. Driven utav digitaliseringen, och påskyndat av den globala pandemin vilket resulterat i ett ökat "hemmasittande", förväntas den globala marknaden för iGaming växa framgent med en CAGR om 12 % mellan åren 2021-2025 och då uppgå till över 1 000 mdSEK år 2025.

Underliggande marknad växer med en CAGR om 12 % per år.

Prognostiserat marknadsvärde för iGaming

mdSEK



Källa: ResearchAndMarkets

Stor potential på den amerikanska marknaden

7 % AV DET AMERIKANSKA CASINO- SPELANDET SKER ONLINE

Den amerikanska casinomarknaden är en av världens största marknader och omsatte 496 mdSEK under år 2021, enbart 7 % av den totala omsättningen var däremot hänförlig till det nätbaserade spelet. Anledningen till att den låga andelen av spelet sker online, är bland annat på grund av olika regleringar i olika stater. Innan 2018 var nätbaserat casinospelande förbjudet över hela USA, men i och med en omröstning i kongressen beslutades det att varje enskild stat själva ska reglera det nätbaserade spelet. I nuläget är det enbart sju delstater som har legaliserat onlinecasino, emellertid har utvecklingen mot legalisering tagit fart till följd av Coronapandemin, där digitaliseringen accelererats. Den tydliga utveckling mot digitalt spelande har gått ännu fortare sett till onlinebaserad sportbetting, där 18 stater i nuläget tillåter online sportsbetting, och ytterligare 4 förväntas legalisera spelande inom närtid. Marknaden för iGaming förväntas följa i samma fotspår som sportbetting, vilket väntas resultera i en betydande skillnad i marknadsandelar för nätbaserade bolag kontra fysiska casinon.

OMREGLERING PÅ DEN AMERIKANSKA MARKNADEN

Den amerikanska spelmarknaden är på grund av dess varierande regleringar sedd som konservativ mot nya aktörer. Detta skapar en hög inträdesbarriär på marknaden, där den amerikanska spelpubliken vänder sig till stora välkända distributörer och operatörer. För att lyckas på den snabbt växande marknaden är det således av stor vikt för nya aktörer att etablera distributionsavtal med dessa välkända distributörer. Inom detta område ligger Fantasma i framkant, med redan slutna avtal med bl.a. Scientific Games, som är aktiv inom samtliga stater som legaliserat iGaming.

FINANSIELL PROGNOSE

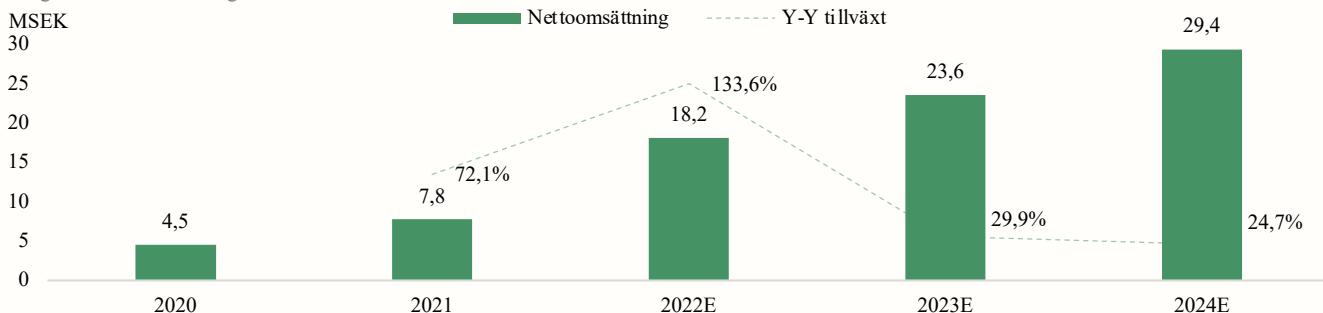
Stark omsättningstillväxt till följd av en utökad spelkatalog och bred räckvidd

~46 % CAGR
2020-2024E

Fantasma har i dagsläget 15 aktiva spel, som inbringar en stabil ström av intäkter, med en låg kostnad efter produktion. Efter flertalet viktiga investeringar i produktionen, samt genom ingångna distributionsavtal under år 2021, förväntas spelkatalogen utökas genom en accelererad spelutveckling under 2022. Framgent estimeras Fantasma lansera 6-8 spel per år. Bolaget har samtidigt en tydligt uttalad strategi att ytterligare öka räckvidden och nå ut till 250 operatörer fram tills år 2023 vilket förväntas att öka det genomsnittliga spelöverskottet per spel. Dessutom förväntas den prognostiserade omsättningstillväxten drivas av det nyligen genomförda förvärvet av Wiener Games, vilket slutfördes under november 2021. Under helåret 2021 omsatte Wiener Games totalt 6,5 MSEK, i redovisade siffror för 2021 erhöles däremot enbart intäkter från perioden efter förvärvet i november om 0,7 MSEK. Synergieffekter genom Wiener Games produktionskapacitet, i kombination med Fantasmas distributionsnätverk, förväntas driva omsättningstillväxten i båda bolagen framgent. Med en skalbar och beprövad affärsmodell, förväntas den utökade spelutvecklingen, i kombination med den utökade räckvidden, leda till en estimerad omsättningstillväxt om 46 % CAGR mellan år 2020-2024, i ett Base scenario.

Omsättningstillväxt om 46 % CAGR mellan åren 2020-2024 till följd av en accelererad spelutveckling och utökad räckvidd.

Prognostiserad omsättningstillväxt 2020-2024



Källa: Analyst Groups estimat

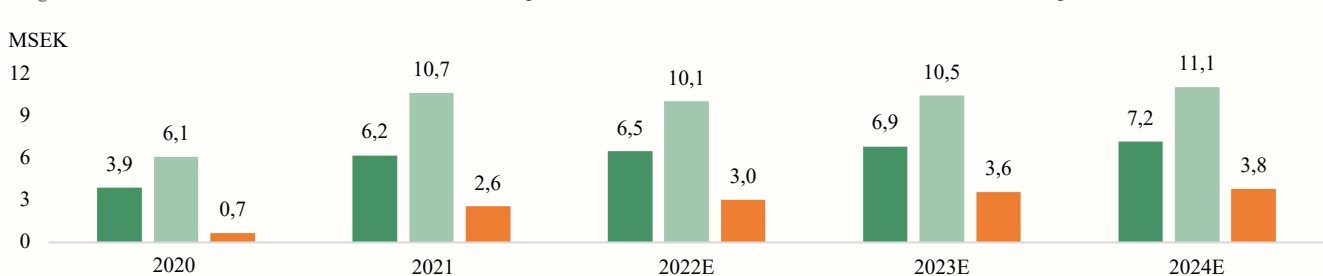
Stora investeringar genomförda under år 2021 borgar för tillväxt

PERSONAL-
OCH CAPEX-
INVESTERINGAR
ÄR FRÄMSTA
KOSTNADS-
DRIVARNA

Under 2021 genomgick Fantasma en expansiv fas där stora investeringar genomfördes för att utöka organisationens produktionskapacitet. Fantasmas organisation växte från 8 personer år 2020 till 15 personer år 2021. Investeringarna i organisationen innebär att Fantasma står på en stabil bas för att möta den kommande efterfrågan på spel till den globala casinomarknaden online, framgent har Bolaget som målsättning att bibehålla en relativt liten och fokuserad arbetsgrupp för att effektivisera spelutvecklingen. Övriga kostnadsdrivare härleds till utökade CapEx-investeringar i verksamheten, kopplade till effektivisering av spelproduktionen. Dessa investeringar i verksamheten förväntas leda till totala avskrivningar om 3,8 MSEK år 2024. Med bakgrund till detta, förväntas totala OPEX växa från 19,5 MSEK (139 % av totala intäkter) år 2021, till 22,1 MSEK (59 % av totala intäkter) år 2024.

Investeringar för att utöka, samt effektivisera, spelutvecklingen är nödvändigt för framtida tillväxt.

Prognostiserade rörelsekostnader 2020-2024E



Källa: Analyst Groups estimat

FINANSIELL PROGNOSE

Ny post i resultaträkning kopplat till distributionskostnader

Under år 2021 redovisas en ny post i Bolagets resultaträkning kopplat till distributionskostnader (kostnad för sålda tjänster). Posten innehåller externa kostnader för distribution samt certifiering och förväntas växa i takt med Bolagets utökade produktionsapparat och antalet nya spel som lanseras på marknaden av Fantasma samt Wiener Games.

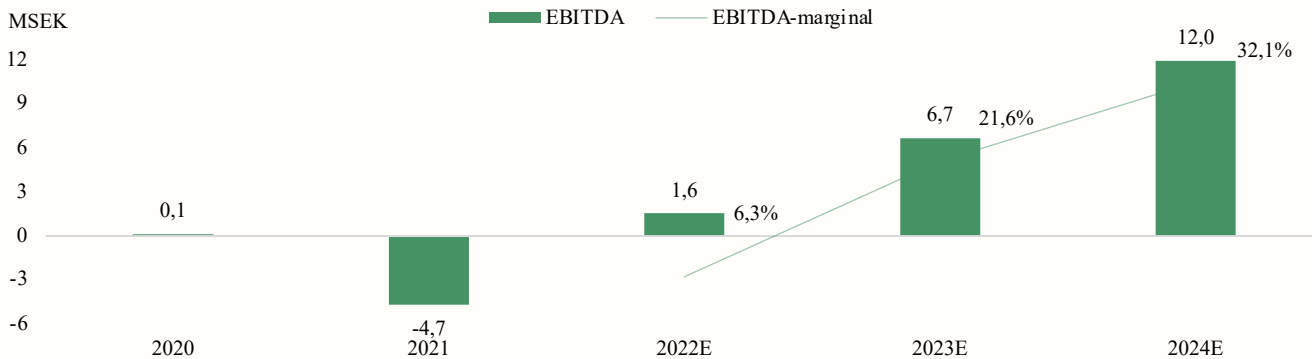
Investeringar i verksamheten förväntas bära frukt under 2022

Med bakgrund till estimerade intäkter och kostnader som presenterats, förväntas Bolagets investeringar i organisation och produktion bära frukt redan under år 2022 där Analyst Group estimerar en positiv EBITDA-marginal om 6 %. Efter den tydliga kostnadsökningen 2020-2021 förväntas Bolaget stå på en stabil grund, med en koncentrerad och agil organisation, redo att möta den förväntade efterfrågan på Bolagets spel. Framgent förväntas EBITDA-marginalen stiga till följd av dels en noterbar skalbarhet kopplad till en *long tail*-effekt, med låga kostnader efter produktion, dels i takt med den växande spelkatalogen. Framgent estimeras detta leda till en EBITDA-marginal om 32,1 % år 2024, i ett Base scenario.

**ESTIMERAD
EBITDA-
MARGINAL OM
~32 % ÅR 2024**

Investeringar i organisation och spelproduktion förväntas leda till en positiv EBITDA-marginal år 2022.

Prognostiserad EBITDA 2020-2024



Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	18,2	23,6	29,4
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,7	7,3	7,8
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	24,9	30,9	37,3
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-6,7	-6,8	-7,0
Bruttoresultat	10,2	12,3	18,2	24,1	30,3
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	73,2%	77,9%	81,3%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-6,5	-6,9	-7,2
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-10,1	-10,5	-11,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	0,1	-4,7	1,6	6,7	12,0
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	6,3%	21,6%	32,1%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-3,0	-3,6	-3,8
EBIT	-0,5	-7,2	-1,5	3,1	8,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	12,7%	26,9%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	-1,5	3,1	8,2
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,6	-1,6
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-1,5	2,4	6,5
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	17,5%

Källa: Analyst Groups estimat

VÄRDERING

Relativvärdering	Marknadsvärde		Finansiella värden 2024E		Värderingsmultiplar 2024E		
Bolag	Market Cap	Enterprise value	EBITDA-marginal	20-24E Omsättnings CAGR	EV/EBITDA	P/E	EV/S
Acroud	232,7	408,7	36,8%	29,1%	3,3	4,4	1,2
Better Collective	7 819,3	8 999,1	35,1%	38,7%	7,2	8,5	2,5
LL Lucky Games	115,6	98,9	12,9%	322,0%	11,9	30,8	2,0
Spiffbet	40,7	35,3	7,6%	86,6%	2,1	Neg.	0,2
Median	174,2	253,8	24,0%	62,6%	5,2	8,5	1,6
Medel	2 052,1	2 385,5	23,1%	119,1%	6,1	14,6	1,5
Fantasma Games	69,0	60,9	32,1%	38,2%	5,4	29,8	1,7

Källa: Bloomberg och Analyst Groups estimat

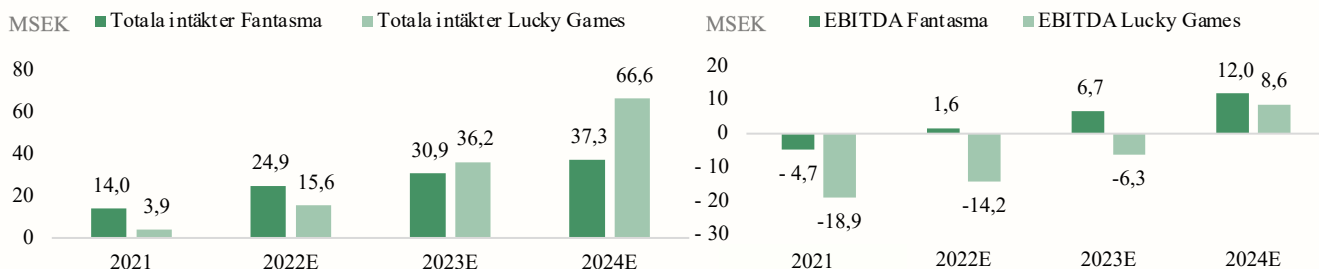
Base scenario

Analyst Group har valt att härleda värderingen utifrån 2024 års prognos, eftersom Fantasma Games då förväntas befinna sig ett ”mognare” stadie. Genom en relativvärdering presenterad ovan, har Fantasma rörelsemarginal och omsättningstillväxt satts i relation till liknande aktörer på marknaden. De *peers* som används är bolag inom onlinespelsbranschen, med en liknande kärnverksamhet och kapitalstruktur jämfört med Fantasma. Relativvärderingen belyser Fantasma omsättningstillväxt samt EBITDA-marginal, där Analyst Group anser att Fantasma bör handlas till en premie gentemot snittet för Bolagets peers på grund av följande faktorer:

- Enligt Analyst Groups estimat bedöms Fantasma beprövade och lönsamma affärsmodell resultera i en EBITDA-marginal om 32 % år 2024, samma jämförelsetal för konkurrerande peers visar ett medelvärde om 23 %.
- Fantasma estimeras växa med en omsättningstillväxt om 46 % CAGR mellan åren 2020-2024. Samma jämförelsetal för konkurrerande peers är ett medianvärde om 63 %.

För att ytterligare ge värderingen perspektiv har en fördjupad jämförelse genomförts kontra bolaget med närmast kärnverksamhet, *LL Lucky Games*, som även befinner sig i en liknande marknadsposition.

Jämförelse mellan Fantasma och Lucky Games tyder på skillnader i tillväxt och lönsamhet.



Källa: Analyst Groups estimat

Även om det råder vissa skillnader mellan Fantasma och LL Lucky Games, adresserar bolagen samma marknad och producerar spel ämnade åt casinobranschen. Trots dessa likheter råder det stora skillnader sett till värderingen, där LL Lucky Games värderas till ca 12x EV/EBITDA och Fantasma till ca 5x EV/EBITDA, på 2024 års prognos. En premie för Lucky Games kan motiveras utifrån en estimerad högre tillväxttakt, men Analyst Group anser att utifrån rådande marknadsklimat så bör även lönsamheten tas i beaktning, där Fantasma prognostiseras nå en EBITDA-marginal om 32 % år 2024, kontra 13 % för Lucky Games. Skillnaden i tillväxttakt vägs därmed upp av att Fantasma kommit längre sett till lönsamhet, och dessutom besitter en rutinerad och förtroendeingivande ledning vilket Analyst Group anser bör premieras av marknaden.

**46 SEK
PER AKTIE
ETT BASE
SCENARIO**

Likväl, ur ett konservativt perspektiv, anser Analyst Group att en modest multipelrabatt om 10% för Fantasma, jämfört med LL Lucky Games, kan vara motiverat, vilket ger en EV/EBITDA-multipel om ~11x baserat på 2024 års prognos. För att Fantasma ska värderas till 11x EV/EBITDA *forward* på 2024 års prognos, skulle det motsvara ett Enterprise Value (EV) idag, d.v.s. nuvärde, om 131 MSEK. Med hänsyn till aktuell nettokassa motsvarar det ett Market Cap om 139 MSEK, vilket utifrån ca 3m utestående aktier innebär ett värde per aktie om 46 kr i ett Base scenario.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BULL & BEAR

58 SEK
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Bull scenario

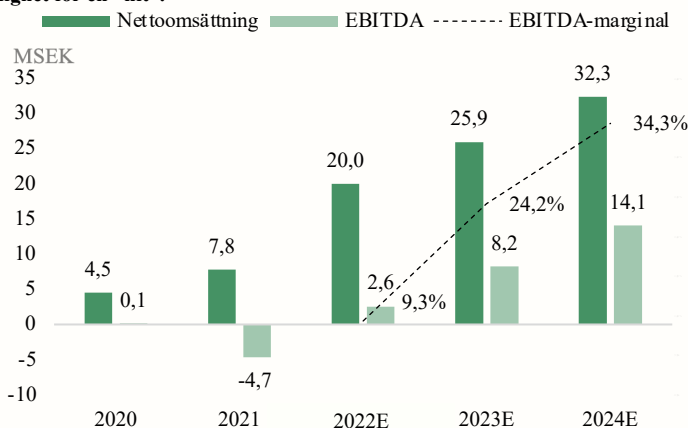
I ett Bull scenario förväntas Fantasma öka sin omsättning i högre takt genom att dels knyta an nya distributionsavtal för att öka räckvidden, dels genom att producera spel i en snabbare takt (8-10 spel-lanseringar per år). Tack vare en utökad spelproduktion stiger även möjligheten för Bolaget att utveckla en *hit*. En hit är inom spelbranschen känd som en stor spelsuccé som via ett mycket gott kundbemötande har möjlighet att under en period inbringa ett mycket stort spelöverskott och därefter generera intäkter under lång tid i *long tail*-stadiet. I ett Bull scenario, motiveras en *forward*-multipl om 12x EV/EBITDA. Baserat på ett EBITDA-resultat om 14,1 MSEK för 2024 års prognos, resulterar det i ett nuvärde värde om 58 SEK per aktie.

I ett Bull scenario estimeras en utökad produktionstakt samt ökad möjlighet för en "hit".

Estimerad nettoomsättning och EBITDA-resultat, Bull scenario

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	20,0	25,9	32,3
Totala intäkter	10,2	14,0	27,4	34,0	41,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-7,0	-7,2	-7,3
Bruttoresultat	10,2	12,3	20,4	26,8	33,7
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	74,4%	78,9%	82,2%
EBITDA	0,1	-4,7	2,6	8,2	14,1
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	9,3%	24,2%	34,3%
EBIT	-0,5	-7,2	-0,6	4,4	10,1
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	16,4%	29,9%
Nettoresultat	-0,5	-7,4	-0,6	3,5	8,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	10,4%	19,6%

Källa: Analyst Groups estimat



Bear scenario

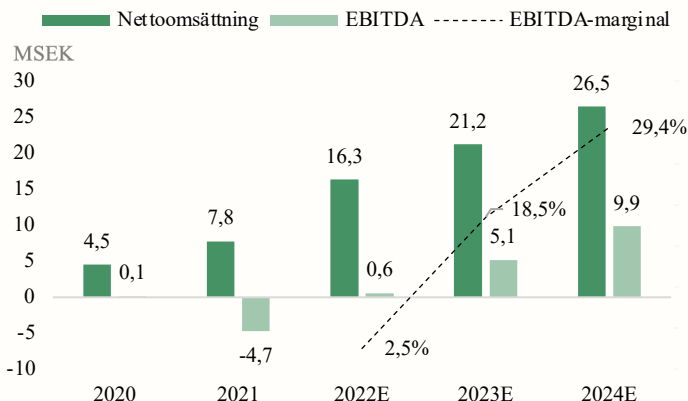
I ett Bear scenario förväntas Fantasmas marginaler öka i en lägre takt till följd av sämre omsättningstillväxt, i kombination med bibehållna rörelsekostnader som tynger resultatet. Dessutom finns det risk att de tänkbara synergier mellan Fantasma och Wiener Games inte får lika stort genomslag. Då Fantasma ser stora tillväxtpotentialer på den amerikanska marknaden är det även tagit i beaktning i ett Bear scenario att avregleringen i flera stater tar längre tid än väntat, vilket på kort sikt sänker tillväxtutsikterna på dessa marknader. I ett Bear scenario, vid en lägre lönsamhet, bör rabatten mot LL Lucky Games stiga och Fantasma värderas i linje med övriga peers, därmed motiveras en målmultipl om 6,1x EV/EBITDA i linje med peer-medelvärde. Baserat på en EBITDA om 9,9 MSEK, resulterar det i ett motiverat värde om 23 SEK per aktie.

I ett Bear scenario estimeras försämrade marginaler till följd av uteblivna synergieffekter samt fördröjda avregleringar på den amerikanska marknaden.

Estimerad nettoomsättning och EBITDA-resultat, Bear scenario

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	16,3	21,2	26,5
Totala intäkter	10,2	14,0	22,4	27,8	33,6
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-6,4	-6,5	-6,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	16,1	21,3	27,0
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	71,7%	76,7%	80,3%
EBITDA	0,1	-4,7	0,6	5,1	9,9
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	2,5%	18,5%	29,4%
EBIT	-0,5	-7,2	-2,3	1,7	6,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%	23,2%
Nettoresultat	-0,5	-7,4	-2,3	1,4	5,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,9%	14,9%

Källa: Analyst Groups estimat



LEDNING & STYRELSE



Jacob Sachs, tf. VD

Utbildning och erfarenhet: BSc i finans och företagsekonomi vid Handelshögskolan i Göteborg. Jacob har en bakgrund som analytiker vid investment banken Kaupthing samt som controller vid Besedo Global Services. Jacob är sen 10 månader tillbaka CEO i Fantasma och har tidigare haft roll som CFO. Tidigare uppdrag innefattar ledande roller hos EBAY samt Lybe.

Ägande: 25 847 aktier (0,9 %) och 20 000 teckningsoptioner



Fredrik Johansson, Commercial Director

Utbildning och erfarenhet: BSc i handel och finans vid Griffith University. Fredrik har mer än 10 års erfarenhet inom spelbranschen från roller hos exempelvis ComeOn och LeoVegas. Fredrik är en av medgrundarna till Fantasma och har varit med sen starten 2016, Fredrik har även grundat bolagen MyChance, Shogun Media och Simple Trade Pty Ltd. Utöver rollen som Commercial Director sitter Fredrik även med i styrelsen i Fantasma.

Ägande: 495 166 aktier (17,9 %) och 14 902 teckningsoptioner



Björn W Ericsson, Styrelseordförande

Utbildning, övriga uppdrag och erfarenhet: Master of Laws vid Uppsala Universitet. Björn har tidigare erfarenhet från seniora roller inom spelindustrin från bland annat Quickspin, Svenska Spel och bertil.com. Björn har suttit med som ordförande i styrelsen sen 2019 och utöver sitt uppdrag i Fantasma är Björn även ordförande i twlCEme.

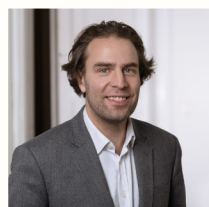
Ägande: 118 000 aktier (4,3 %)



Christina Andersson, Styrelseledamot

Erfarenhet och övriga uppdrag: Christina har tidigare erfarenheter från seniora positioner inom spelbranschen hos Quickspin, United Industries Stockholm samt Svenska Spel. Utöver sin nuvarande position som styrelseledamot i Fantasma är även Christina Partner i LiveLounge Holding Ltd, samt aktiv som styrelseledamot i bolagen Gidde AB, Gidde Nybro samt Stiftelsen för Förändring.

Ägande: 203 420 (7,4 %)



Martin Fagerlund, Styrelseledamot

Utbildning, övriga uppdrag samt erfarenhet: MSc i företagsekonomi vid Stockholms Universitet. Martin har över 10 års erfarenhet inom juridik och finans, han har tidigare arbetat vid Mannheimer Swartling, samt är en av medgrundarna till firman Fagerlund Hallberg. Utöver sin aktiva roll som styrelseledamot i Fantasma är Martin även aktiv som styrelseledamot vid bland annat Vaccinova, Impilo samt Dumbo.

Ägande: 166 716 aktier (5,5 %)

Johan Köningslehner, Styrelseledamot

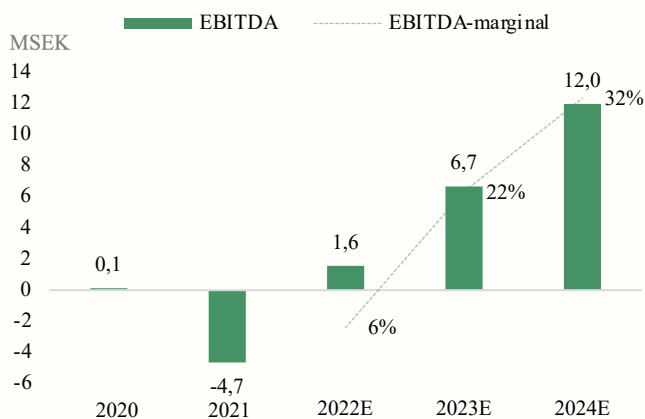
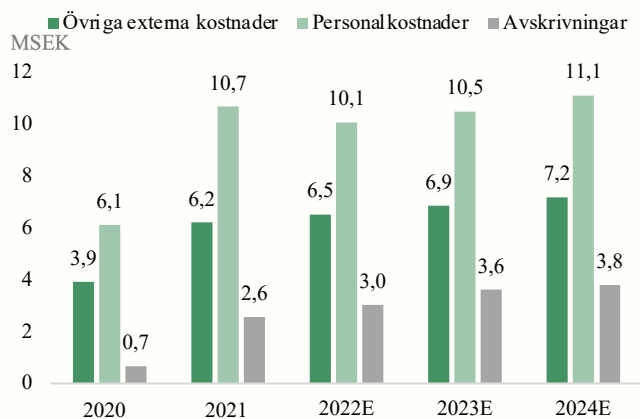
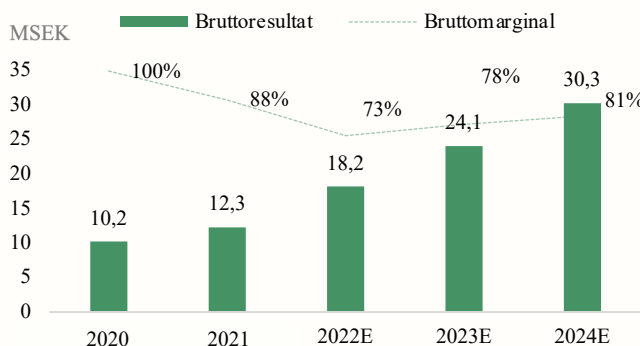
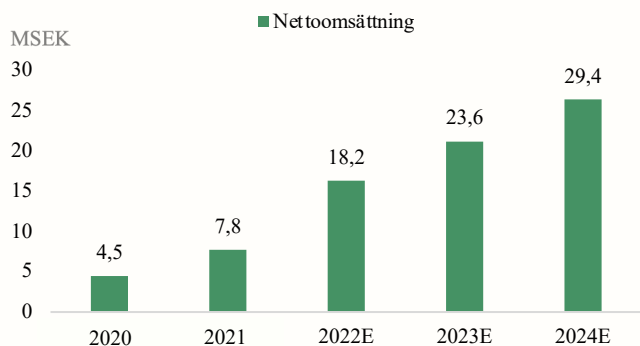
Utbildning och erfarenhet: MSc i datateknik vid Kungliga Tekniska Högskolan. Johan har över 10 års erfarenhet från ledande befattningar inom iGaming industrin som bland annat CEO hos Dumarca Gaming. 2018 grundade Johan bolaget Glitnor Group och är fortfarande aktiv som konsult inom bolaget.

Ägande: 1 019 (0,0%)



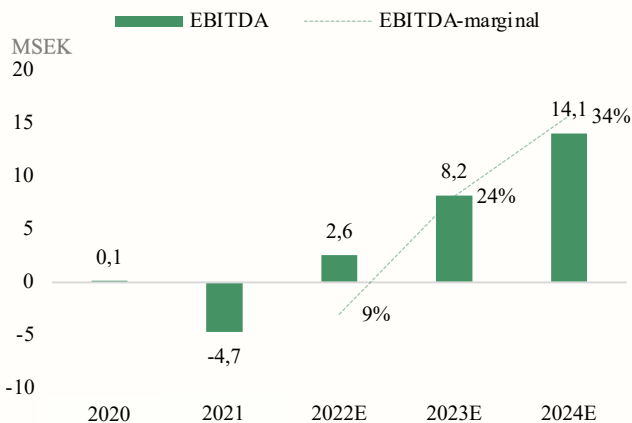
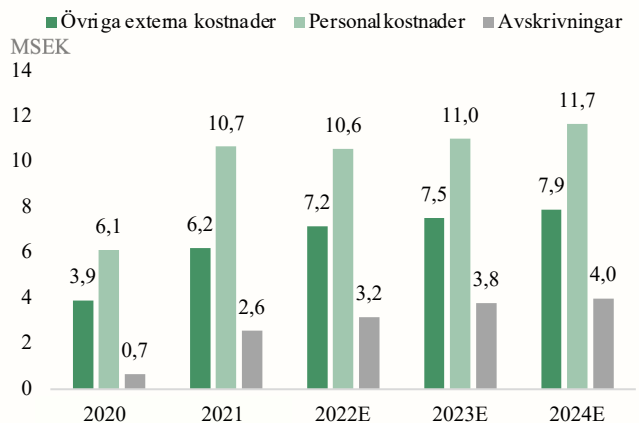
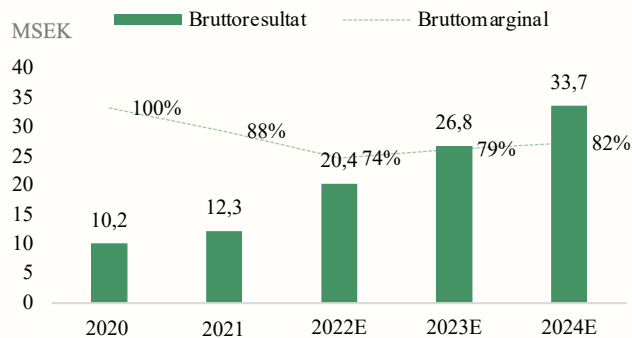
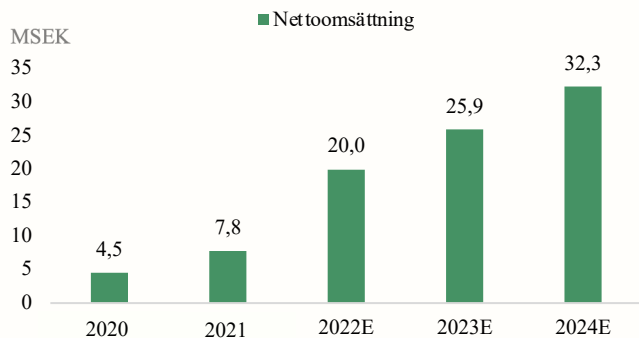
APPENDIX

Base scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	18,2	23,6	29,4
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,7	7,3	7,8
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	24,9	30,9	37,3
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-6,7	-6,8	-7,0
Bruttoresultat	10,2	12,3	18,2	24,1	30,3
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	73,2%	77,9%	81,3%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-6,5	-6,9	-7,2
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-10,1	-10,5	-11,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	0,1	-4,7	1,6	6,7	12,0
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	6,3%	21,6%	32,1%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-3,0	-3,6	-3,8
EBIT	-0,5	-7,2	-1,5	3,1	8,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	12,7%	26,9%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,6	-7,2	-1,5	3,1	8,2
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,6	-1,6
Nettoresultat	-0,6	-7,4	-1,5	2,4	6,5
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	7,9%	17,5%



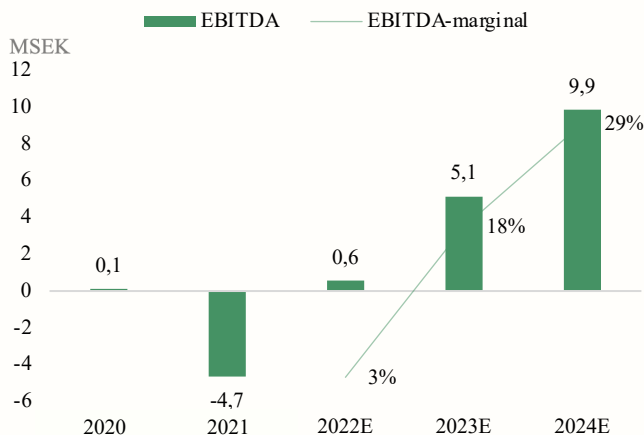
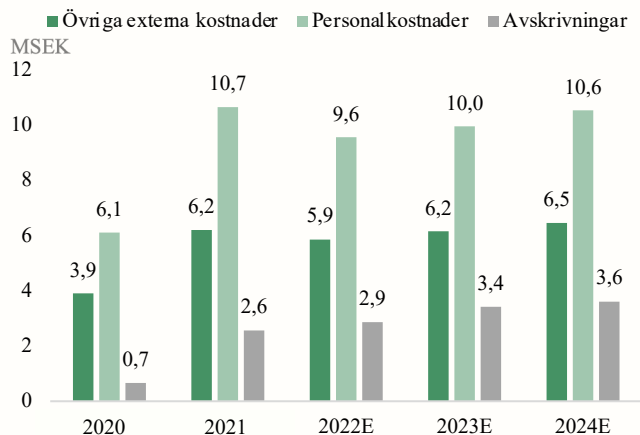
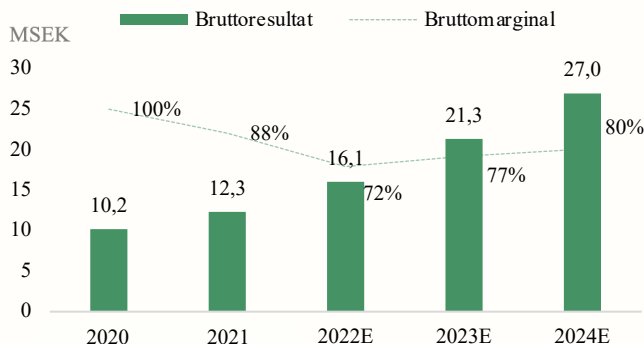
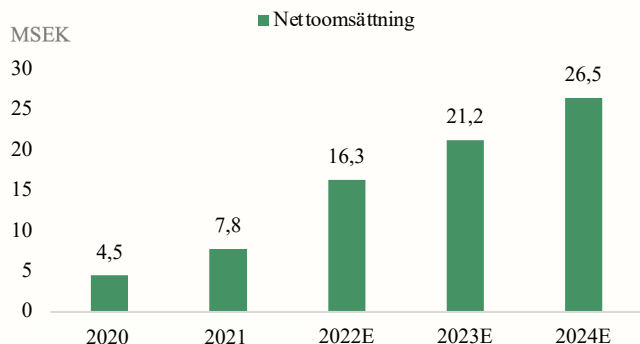
APPENDIX

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	20,0	25,9	32,3
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	7,4	8,0	8,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	27,4	34,0	41,0
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-7,0	-7,2	-7,3
Bruttoresultat	10,2	12,3	20,4	26,8	33,7
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	74,4%	78,9%	82,2%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-7,2	-7,5	-7,9
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-10,6	-11,0	-11,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	0,1	-4,7	2,6	8,2	14,1
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	9,3%	24,2%	34,3%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-3,2	-3,8	-4,0
EBIT	-0,5	-7,2	-0,6	4,4	10,1
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	16,4%	29,9%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,5	-7,2	-0,6	4,4	10,1
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,9	-2,0
Nettoresultat	-0,5	-7,4	-0,6	3,5	8,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	10,4%	19,6%



APPENDIX

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4,5	7,8	16,3	21,2	26,5
Aktiverat arbete för egen räkning	5,7	6,2	6,1	6,6	7,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	10,2	14,0	22,4	27,8	33,6
Kostnad sålda tjänster	0,0	-1,7	-6,4	-6,5	-6,6
Bruttoresultat	10,2	12,3	16,1	21,3	27,0
Bruttomarginal	100,0%	88,0%	71,7%	76,7%	80,3%
Övriga externa kostnader	-3,9	-6,2	-5,9	-6,2	-6,5
Personalkostnader	-6,1	-10,7	-9,6	-10,0	-10,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
EBITDA	0,1	-4,7	0,6	5,1	9,9
EBITDA-marginal	1,3%	Neg.	2,5%	18,5%	29,4%
Avskrivningar	-0,7	-2,6	-2,9	-3,4	-3,6
EBIT	-0,5	-7,2	-2,3	1,7	6,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%	23,2%
Finansiella poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-0,5	-7,2	-2,3	1,7	6,2
Skatt	0,0	-0,2	0,0	-0,3	-1,2
Nettoresultat	-0,5	-7,4	-2,3	1,4	5,0
Nettomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,9%	14,9%



DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

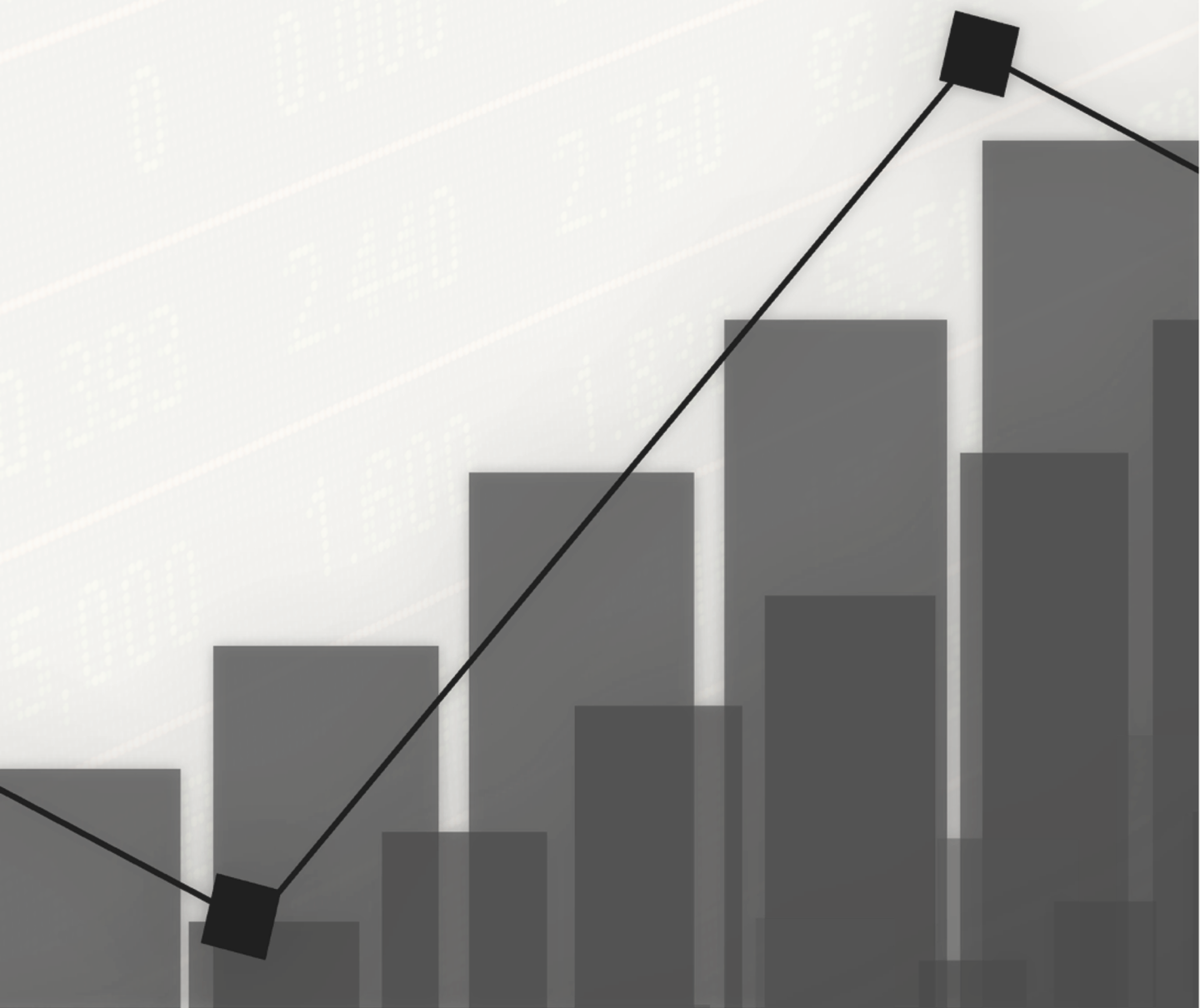
Övrigt

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm