Analyst Group

AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE

LL LUCKY GAMES

Mer att bevisa under kommande kvartal

2022-08-23

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

2022-08-23

LL Lucky Games (LADYLU)

Mer att bevisa under kommande kvartal

LL Lucky Games AB (”LL Lucky Games" eller "Bolaget”) visade lägre intäkter än väntat under Q2-22, där förklaringen är att integreringen med befintliga plattformar varit mer tidskrävande än väntat. Vi ser dock Q2 som ett hack i kurvan och att kommande kvartal fortsatt kan uppvisa bra tillväxt. Detta, i kombination med en påfylld kassa samt en pågående kostnadsoptimering om 8,5 MSEK på årsbasis, bör ge LL Lucky Games utrymme att förbättra sin prestation. Med hänsyn till en lägre försäljning under Q2 och rådande marknadsrisker justerar vi vår P/S-multipel till 3,5x (4,0), vilket i vår värderingsmodell ger ett nuvärde per aktie om 3,0 kr (3,5 kr) i ett Base scenario.

▪ Har mer att visa på intäktssidan

Under Q2-22 uppgick nettoomsättningen till 1,1 MSEK (0,03), motsvarande en ökning om 4 374 % Y/Y. Dock är detta, som det framgår, en ökning från låga nivåer, varför den procentuella ökningen blir missvisande. Likväl ser vi såklart positivt på att Bolaget ökade sin försäljning under Q2-22 relativt Q2-21, även om vi jämfört med Q1-22 hade räknat med en högre omsättning.

▪ Som väntat en högre kostnadsbas

Under Q2-22 uppgick EBITDA-resultatet till -8,2 MSEK (-3,0), en klar försämring mot 2021. Anledningen till detta är dock naturlig då LL Lucky Games är ett annat bolag idag, där flera investeringar har gjorts i försäljnings-främjande aktiviteter vilket är nödvändigt för att förbereda Bolaget för den fortsatta tillväxtfasen. Det ska även tilläggas att under Q2-22 har Bolaget belastats med engångskostnader hänförliga till bl.a. förvärvet av ReelNRG, såväl som emissionskostnader i samband med den genomförda företrädesemissionen. Justerat för dessa utgår vi från att LL Lucky Games rörelsekostnader under Q2-22 troligen var i nära linje med Q1-22.

▪ Räknar med snyggare siffror i höst

Under juli fyllde LL Lucky Games på kassan med en nettolikvid om ca 11,2 MSEK från tidigare företrädes-emission. Givet en liknande *burn rate* under juli–augusti som under Q2-22 estimerar vi att Bolagets kassa per den sista augusti uppgår till ca 9,5 MSEK. Under kommande månader räknar vi med en försäljningsökning i kombination med kostnadseffektiviseringar, till följd av övergången till spelplattformen från ReelNRG.

▪ Justerat värderingsintervall

I samband med Q2-rapporten justerar vi våra estimat i samtliga scenarion, vilket, i kombination med rådande marknadsrisker, resulterar i en något konservativare målmultipel. I analysen framgår vårt uppdaterade värderingsintervall i samtliga scenarion.

Aktiekurs 1,0 kr

Värderingsintervall (nuvärde)		
Bear	**Base**	**Bull**
0,9 kr	3,0 kr	4,2 kr

LL Lucky Games	
Senast betalt (2022-08-22) (SEK)	1,0[1]
Antal Aktier (st.)	58 704 578
Market Cap (MSEK)	58,7
Nettokassa (MSEK)	-6,0
Enterprise Value (MSEK)	52,7
Prisintervall 52 v. (SEK)	0,9 – 3,7
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Utveckling	
1 månad	-33,9 %
3 månader	-53,4 %
YTD	-64,7 %
1 år	-57,6 %
Huvudägare (Källa: Bolaget)	
Blue Horizon Investment	15,9 %
Fist of Doom Invest	12,5 %
Dionysus Properties Ltd.	12,1 %
VD och ordförande	
Verkställande Direktör	Mads Verner Jørgensen
Styrelseordförande	Per Eriksson
Finansiell kalender	
Delårsrapport #3 2022	2022-11-17

Prognos (Base), MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,1	1,9	11,8	27,5	64,0
Bruttoresultat	**1,2**	**0,9**	**14,1**	**21,3**	**50,4**
Bruttomarginal[2]	n.a	23%	90%	68%	74%
EBITDA	**-4,3**	**-18,9**	**-17,5**	**-4,4**	**15,7**
EBITDA-marginal[2]	neg.	neg.	neg.	neg.	23%
Nettoresultat	**-4,3**	**-21,4**	**-22,5**	**-9,2**	**11,1**
Nettomarginal[2]	neg.	neg.	neg.	neg.	16%
P/S	N/M	30,5	5,0	2,1	0,9
EV/S	N/M	27,3	4,5	1,9	0,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	3,3

[1]*Per senast betald aktiekurs 2022-08-22.*

[2]*Inkl. övriga rörelseintäkter.*

INVESTERINGSIDÉ

Tydliga drivare för framtida tillväxt på fragmenterad marknad

~9 %
UNDER-LIGGANDE MARKNADS-TILLVÄXT (CAGR)

Den globala spelmarknaden för kasino uppskattades enligt H2GC år 2019 vara värd cirka 400 mdEUR, varav onlinekasino stod för 12 %. Andelen estimeras växa till +14 % år 2023, samtidigt som onlinekasinosegmentet beräknas växa med en CAGR om ca 9 %. Marknaden karaktäriseras av en hög produktionstakt och till följd av de låga inträdesbarriärerna är konkurrens hög, med över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon i Europa.

Uttalad förvärvsstrategi väntas accelerera tillväxten

Förvärv av andra bolag och speltillgångar inom branschen är ett led i LL Lucky Games tillväxtstrategi, vilket således är i linje med den pågående konsolideringstrenden inom iGaming-marknaden. Genom både organisk och förvärvsdriven tillväxt tillåts Bolaget att snabbare nå en position vari de kan dra nytta av stordriftsfördelar, och på så sätt driva en marginalexpansion och vinna ytterligare marknadsandelar. Bolaget letar kontinuerligt efter potentiella förvärvs-objekt med stark omsättningstillväxt, positivt kassaflöde och populära spel, där förvärvet av danska Spigo under 2021 är ett tydligt bevis på just den strategin. Förvärvet adderade 27 nya kasinospel till spelportföljen och dessutom en attraktiv kundportfölj med huvudavtal med Danske Spil. Spigos spel kännetecknas av att vara mer *casual* och kompletterar därav LL Lucky Games egen spelportfölj, vilken utgörs av volatila högriskspel, och bidrar således till mer diversifierade intäktsströmmar genom att nya kundgrupper kan nås. Under maj 2022 slutfördes dessutom förvärvet av ReelNRG, där förvärvet innebär att hela 46 nya spel, samt viktiga licenser i både Storbritannien och Malta, adderas. Fler förvärv kan vara att vänta framöver, och planeras finansieras med en kombination av egen kassa och aktier i Bolaget.

Hög produktionstakt och bred spelportfölj stärker marknadsposition och kundbas

+10
AVTAL MED AGGREGA-TORER

+30
OPERATÖRER

+400
KASINO-SAJTER

Marknaden för videoslots karaktäriseras av en kort livstid för spelen, vilket således kräver hög ”produktionstakt” av nya spel. Eftersom konsumenter ständigt efterfrågar nya spel ämnar LL Lucky Games producera ett nytt spel i månaden, en takt vilken Bolaget dessutom avser öka framöver. En hög produktionstakt möjliggör för Bolaget att stärka sin position i marknaden och tillika öka sannolikheten att utveckla spel som får en stor kommersiell framgång. LL Lucky Games har avtal med ett tiotal aggregatorer och har sina spel i drift hos ett trettiotal operatörer på global nivå, vilket ger tillgång till över 400 kasinosajter. Det inledda samarbetet med King Features Syndicate, vilket innebär att LL Lucky Games kommer lansera spel baserade på ikoniska karaktärer som Popeye och Flash Gordon, väntas öka räckvidden gentemot kunder och spelare i Europa och Asien ytterligare. Bolagets breda spelportfölj medför en diversifierad kundbas och innebär således mer stabila intäktsflöden.

Sammanfattad prognos och värdering

LL Lucky Games estimeras år 2025 nå en nettoomsättning om ca 100 MSEK, vilket motsvarar en CAGR om ca 170 % räknat från år 2021. Huvudsakligt fokus ligger på att växa omsättningen genom en accelererad produktionstakt av nya spel. Utifrån en värdering där en tidigare jämförbar transaktion har använts som utgångspunkt, motiveras ett nuvärde per aktie om 3,0 kr för LL Lucky Games i vårt Base scenario på 2022 års prognos.

Tillgång till kapital blir viktigt för att exekvera på tillväxtstrategin

LL Lucky Games uttalade förvärvsstrategi, i kombination med nödvändiga investeringar, kräver finansiering, vari Bolaget ämnar använda sig av en kombination av kassa och egna aktier till köpeskillingen. Vid utgången av juni 2022 uppgick kassan till 0,8 MSEK och under juli avslutades den tidigare kommunicerade företrädesemissionen, vilken tecknades till 100 %, och således tillförde en bruttolikvid om ca 13 MSEK. Det ska då även tilläggas att Bolaget per den sista juni 2022 hade rapporterade omsättningstillgångar om bl.a. 4,6 MSEK i totala kortsiktiga fordringar, vilket kan stärka kassan i närtid. Med hänsyn till detta bedömer vi att utrymme finns för nya förvärv där, om så blir fallet, köpeskillingarna antas kunna finansieras genom en kombination av kassa och egna aktier.

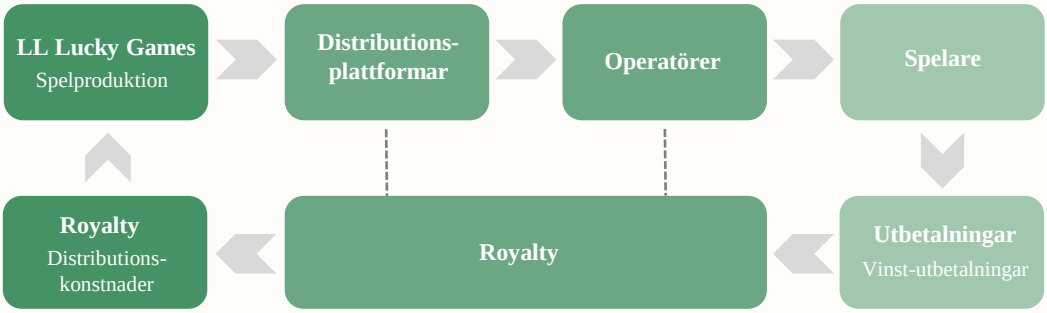
BOLAGSBESKRIVNING

ERFARNA PERSONER STYR BOLAGET FRAMÅT

LL Lucky Games grundades år 2019 och är därmed sett till företagets ålder en ung spelutvecklare, men som består av nyckelpersoner med lång branscherfarenhet. Bolaget utvecklar digitala videoslots med fokus på att skapa unika såväl som underhållande spelupplevelser, därtill erbjuder Bolaget en helhetslösning för integration av spelen till speloperatörer. LL Lucky Games har ett stort fokus mot att bygga ett fundament som möjliggör kontinuerlig tillväxt, vilket uppnås genom investeringar i hård- och mjukvara, personal, kombinerat med organisk och förvärvsdriven tillväxt. Ytterligare, Bolaget har identifierat produktinnovation, operativ förmåga och marknadsexpansion som nyckelområden för att bygga en stabil grund för framtida tillväxt.

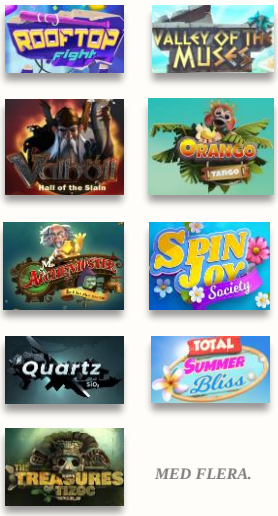
Royaltyintäkter medför en tacksam *risk-reward.*

Grafik över Bolagets affärsmodell



Källa: LL Lucky Games

URVAL AV SPEL



MED FLERA.

Lady Luck

LL Lucky Games tillhandahåller en egenutvecklad teknisk plattform med spelprodukter och tjänster, bestående av en diversifierad och balanserad portfölj av videoslots baserat på olika teman och underhållningsvärldar. Bolagets spel erbjuds genom direkt eller indirekt integration till operatörer, eller till distributionspartners som har integrerat sina licensierade plattformar till en stor mängd operatörer, som i sin tur erbjuder spelen till slutkunden. När ett samarbete inleds så kommer LL Lucky Games tillsammans med operatör överens om vilka spel som ska erbjudas, varpå spelen sedan kan integreras direkt hos kunder, alternativt kopplas en aggregator in som teknisk mellanhand. Bolaget ingår även samarbeten med aggregatorer som marknadsför erbjudanden till anslutna operatörer på plattformen. Samtliga spel fokuserar på roliga och överlägsna spelupplevelser, där spelen bygger på en slumptalsgenerator som avgör utfallet och därmed distributionen av vinsten till spelare. Bolagets spel karaktäriseras av en hög riskprofil, med möjlighet till stora vinster – *high risk, high reward*.

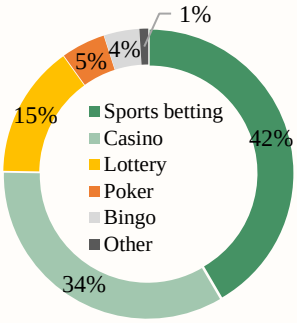
Reel NRG Slots

ReelNRG är en London-baserad spelstudiogrupp och har idag nio anställda varav åtta utvecklare baserade i Indien. ReelNRG har med sin egen utvecklingsstudio i Hyderabad, Indien, utvecklat och byggt sin egen teknologi och etablerat en stark distribution i Storbritannien samt andra reglerade marknader under UKGC, MGA och Gibraltar-licenser. I dagsläget består ReelNRG:s portfölj av 46 spel och över 30 integrationer.

Spigo

Spigo grundades år 2006 i Danmark och är idag en leverantör såväl som utvecklare av onlinespel och mjukvara. Bolaget är en av de ledande B2B leverantörerna av digitala och anpassningsbara kasinospel. Spigo har idag +27 egenutvecklade kasinospel som är aktiva ute hos olika kunder, och genom den certifierade aggregatorplattformen i Danmark, Spigo Station, kan företaget på ett effektivt sätt distribuerar och erbjuda sitt erbjudande. Spigos spelportfölj är nischade mot enklare och mer avslappnande upplevelser, vilket innebär lägre spelrisk såväl som lägre vinstsumma.

MARKNADSANALYS



En marknad med flera segment

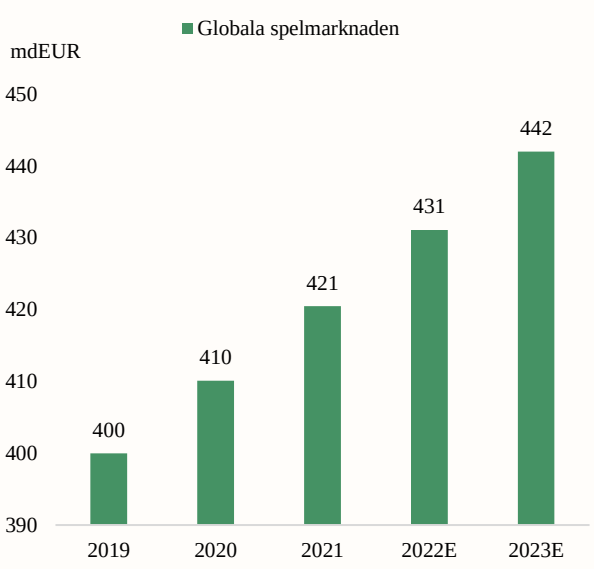
LL Lucky Games är verksamma på marknaden för iGaming, mer specifikt inom spelutveckling av videoslots. Den totala marknaden för iGaming består av sex huvudsakliga segment: online sports betting (42 %), online casino (34 %), online lottery (15 %), online poker (5 %), online bingo (4 %) och övriga (1 %).

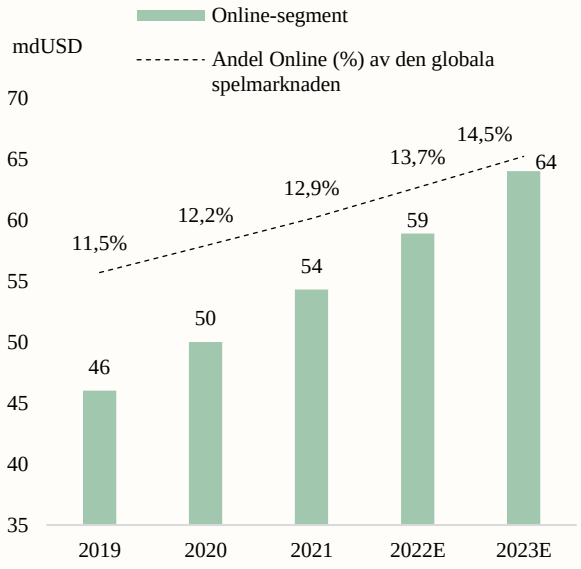
Digitaliseringen öppnar upp för nya möjligheter på spelmarknaden

Pandemin har påskyndat övergången från landbaserade kasinon till online, med bakgrund av den ökade digitaliseringen. Tillväxten har drivits på ytterligare av faktorer såsom ökad användning av smartphones och förbättrad hårdvara samt bandbredd, vilket har möjliggjort för onlinekasinon att nå en större målgrupp. Enligt H2GC uppskattades storleken på den globala spelmarknaden för kasino till cirka 400 mdEUR år 2019, varav onlinekasino stod för 12 %. Fram till 2023 förväntas den totala marknaden årligen växa med en tillväxttakt om 2,5 %, medan motsvarande siffra för onlinesegmentet är 8,6 %. Den globala marknaden för onlinespel omsatte år 2019 ca 46 mdUSD och beräknas år 2024 ha växt med drygt 2x till 94 mdUSD, enligt H2GC och Statista. Enligt H2GC väntas onlinesegmentets andel av den totala spelmarknaden växa från 12 % till +14 % fram till år 2023.

Starka underliggande trender för digitaliseringen av spelmarknaden för kasino.

Globala spelmarknaden och online-segmentet, 2019-2023





Källa: H2GC

FRAGMENTERAD MARKNAD SKAPAR MÖJLIGHETER TILL FÖRVÄRV

iGaming-marknaden kännetecknas av att vara förvärvsintensiv

Till följd av låga inträdesbarriärer finns det i Europa i dagsläget över 300 leverantörer av spel till onlinekasinon, vilket innebär en konkurrensutsatt marknad som dessutom fortfarande i hög grad är fragmenterad. American Gaming Association estimerade år 2018 antalet globalt aktiva internetsidor som erbjuder poker, lotteri, bingo och kasino till 2 800. Sett till marknaden för spelutveckling av videoslots karaktäriseras denna av en hög produktionstakt, där det på en global nivå lanseras ~100 spel i månaden till operatörer globalt, vilket åskådliggör den höga konkurrensen på marknaden. iGaming-marknaden kännetecknas även av att vara förvärvsintensiv, vilket ligger i linje med LL Lucky Games uttalade förvärvsstrategi. Eftersom marknaden består av flera mindre aktörer har detta öppnat upp för flera större serieförvärvande bolag som vill konsolidera delar av industrin.

FINANSIELL PROGNOS

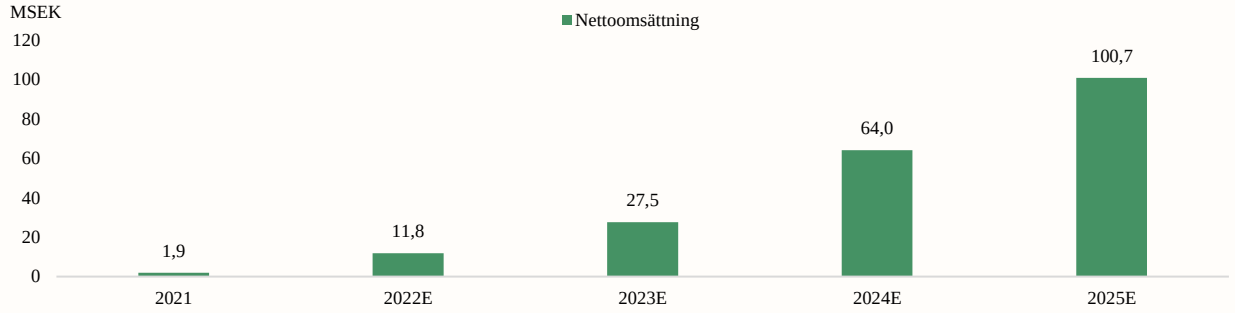
Omsättningsprognos åren 2022-2025

~100 MSEK NETTO-OMSÄTTNING ÅR 2025

LL Lucky Games intäkter består huvudsakligen av royaltyintäkter från distributionsplattformar och speloperatörer. Analyst Group prognostiserar en kraftig omsättningstillväxt om ca 510 % under år 2022, dock från låga nivåer. En av drivarna är gjorda förvärv av Spigo och ReelNRG, samt att Bolaget förväntas levererar nya spel i en högre takt än under år 2021. Vidare väntas tillväxttakten fortsatt ligga på en högre nivå än marknaden under år 2022, givet att Bolaget befinner sig i en stark tillväxtfas, men väntas efter år 2022 avta något och för år 2025 estimerar Analyst Group en nettoomsättning om ca 100 MSEK, motsvarande en CAGR om ~170 % under perioden 2021-2025. Bolaget har en uttalad förvärvsstrategi med stort fokus på att växa sin *top line*, vilket kan accelerera tillväxten under prognosperioden och öka Bolagets marknadsandelar såväl som produktportfölj. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av storlek, tajming, struktur på finansieringen etc., väljer Analyst Group att exkludera potentiella framtida förvärv i gjorda prognoser, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

LL Lucky Games nettoomsättning prognostiseras växa snabbt framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, Base scenario



Analyst Groups prognoser

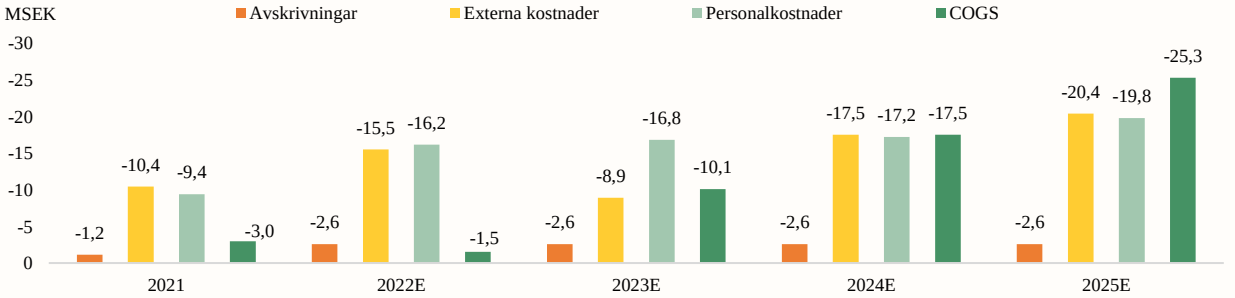
Rörelsekostnader åren 2022-2025

BRUTTO-KOSTNADER FÖRVÄNTAS UTGÖRA DEN STÖRRE DELEN

Bolagets kostnader utgörs i dagsläget främst av övriga externa kostnader och personalkostnader, kopplade till utveckling av spel och den operativa verksamheten. Bolaget befinner sig i en uppbyggnads- och tillväxtfas där stort fokus ligger på marknadsföring och sälj av spel, samt rekrytering av speldesigners, *back-end*-utvecklare och säljare. På längre sikt väntas den största kostnadsposten vara COGS, vilken är kopplad till utveckling av nya spel och kostnader för användning av tredje parts infrastruktur, och estimeras utgöra ca 25 % av nettoomsättningen och således uppgå till ca 25 MSEK år 2025. Framgent prognostiserar Analyst Group att Bolaget kommer att växa sin ”kostym”, understött av både organisk och förvärvsdriven tillväxt. Överlag väntas rörelsekostnaderna i ett Base scenario överstiga omsättningen fram till år 2023, därefter estimeras Bolaget vända till positivt EBITDA-resultat om ca 16 MSEK år 2024.

Bruttokostnaderna (COGS) väntas utgöra störst andel av kostnadsbasen på sikt.

Estimerade bruttokostnader, personalkostnader, externa kostnader och avskrivningar, Base scenario



Analyst Groups prognoser

VÄRDERING

Jämförbara bolag	MCAP (MSEK)	Omsättning CAGR 2020-2022E	P/S 2022E	P/S LTM
Playtech	17 783	16%	1,1	1,4
Fantasma Games	105	124%	4,7	6,0
Better Collective	8 291	69%	3,0	3,8
Zeal Network SE (D)	814	9%	7,4	9,6
Medel	**6 748**	**55%**	**4,0**	**5,2**
Median	**4 552**	**42%**	**3,8**	**4,9**
LL Lucky Games	59	1 150%[1]	5,0	11,4

Källa: Analyst Groups prognoser & Bloomberg

Jämförbart uppköp	
Köpare	Kindred Group PLC
Säljare	Relax Gaming Ltd
Transaktionsvärde (TV)	807,3 MSEK
TV/LTM omsättning	5,1x
TV/LTM EBITDA	51,1x
EBITDA-marginal	10,0%

Källa: Bloomberg

[1]Då omsättningen under 2020 uppgick till 0,1 MSEK, blir CAGR procentuellt hög.

Base scenario

För att härleda en tänkbar värdering av LL Lucky Games idag utgår vi från 2024 års prognos, då Bolaget förväntas vara i ett verksamhetsmässigt mer ”moget” stadie, med en mer omfattande intäktsbas. Med hänsyn till rådande förvärvstrender är det möjligt att LL Lucky Games i detta skede kan bli föremål för uppköp av en större aktör. För att härleda vad en tänkbar transaktionsmultipel i detta skedet skulle kunna vara, kan Kindred Groups tidigare uppköp av Relax Gaming under 2021 utgöra en bra referenspunkt. Relax Gaming designar och utvecklar onlinekasinospel samt egna poker- och bingoprodukter, där uppköpet gjordes till en multipel om 5x försäljningen (LTM). I ett Base scenario, för LL Lucky Games, antar vi dock en något försiktigare målmultipel då LL Lucky Games är av mindre storlek och ännu har kvar att bevisa sin affärsmodell, vilket medför risk och osäkerhet.

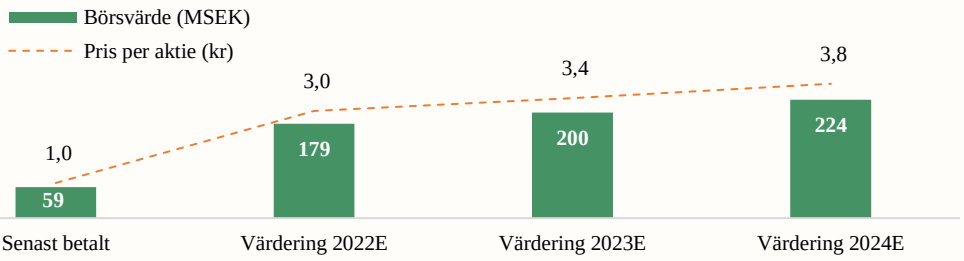
3,0 KR PER AKTIE I ETT BASE SCENARIO

Med en konservativt applicerad multipelrabatt om ca 30 % tillämpas en målmultipel om 3,5x försäljningen, vilket utifrån då 2024 års omsättningsprognos om 64 MSEK implicerar ett bolagsvärde om 224 MSEK. Givet en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett bolagsvärde om 179 MSEK idag, vilket baserat på ca 58,7M utestående aktier ger ett nuvärde per aktie om 3,0 kr i vårt Base scenario.

Då ovan värdering utgår från ett diskonterat bolagsvärde år 2024 kan detta även kompletteras med en illustrativ utveckling över hela tidshorisonten 2022-2024. Gjord värdering tar utgångspunkt i en organisk tillväxt och inkluderar ej förvärv, med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, när det kan tänkas ske, vilket finansieringsupplägg som blir aktuellt m.m.. Samtidigt räknar vi med att LL Lucky Games kommer att genomföra fler förvärv, vilket i sig kommer att innebära justerade prognoser och värderingsscenarion, vilket således får ses som en option i värderingen. Dessutom utgår nuvarande värdering från en konstant kapitalstruktur vilket således kan komma att förändras givet att t.ex. LL Lucky Games väljer att resa externt kapital för att öka expansionstakten ytterligare. Det kan bli en faktor redan under hösten 2022, där TO1 ger innehavaren rätt att teckna aktier för 2 kr per aktie, vilket således kan tillföra LL Lucky Games ytterligare kapital om teckningsoptionerna är *in the money*. Nedan framgår en illustrativ värdeutveckling givet de faktorer som är kända idag, och kan inkluderas i värderingsmodellen.

Illustrativ graf av potentiell värdeutveckling.

Börsvärde och pris per aktie på 2024 års prognos, nuvärde, illustrativ organisk utveckling



Källa: Analyst Group

BULL & BEAR

Bull scenario

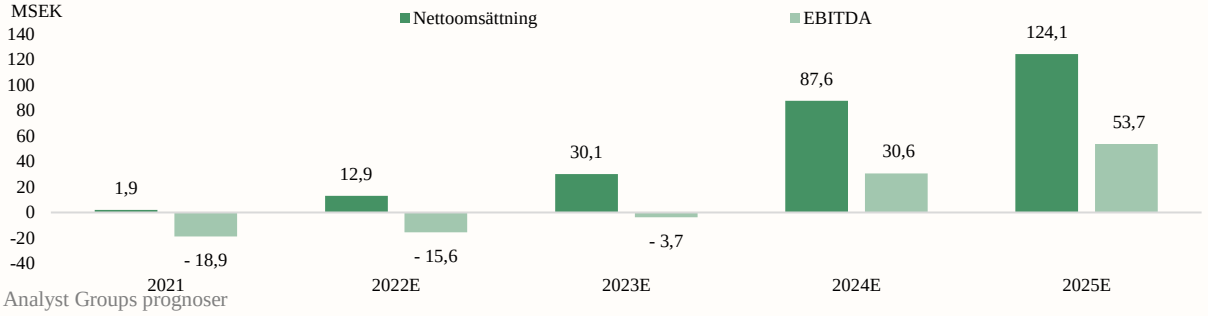
I ett Bull scenario väntas Bolaget ingå en rad lyckade samarbeten med större speloperatörer och aggregatorer, vilket snabbare ger tillgång till en bredare global marknad. Detta i kombination med att Bolaget lyckas lansera en rad spel som får brett kommersiellt genomslag bland spelare, leder till en högre omsättningstillväxt (CAGR) om 183 % mellan år 2021 och 2025. Omsättningsprognosen landar i en nettoomsättning om 124 MSEK år 2025. Den högre omsättningen och således ökade bolagsstorleken ger LL Lucky Games fler skalfördelar, vilket följaktligen leder till en högre EBITDA-marginal om 42 % år 2025.

4,2 KR PER AKTIE I ETT BULL SCENARIO

I ett Bull scenario antas LL Lucky Games, likt i ett Base scenario, kunna bli uppköpta. Med en målmultipel om 3,5x försäljning på 2024 års estimerade nettoomsättning om 88 MSEK ger det ett bolagsvärde om 307 MSEK. Med en diskonteringsränta om 12 % motsvarar det ett nuvärde om 245 MSEK, motsvarande 4,2 kr per aktie i ett Bull scenario.

Lyckade samarbeten och spellanseringar väntas bidra till högre omsättningstillväxt

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bull scenario



Analyst Groups prognoser

Bear scenario

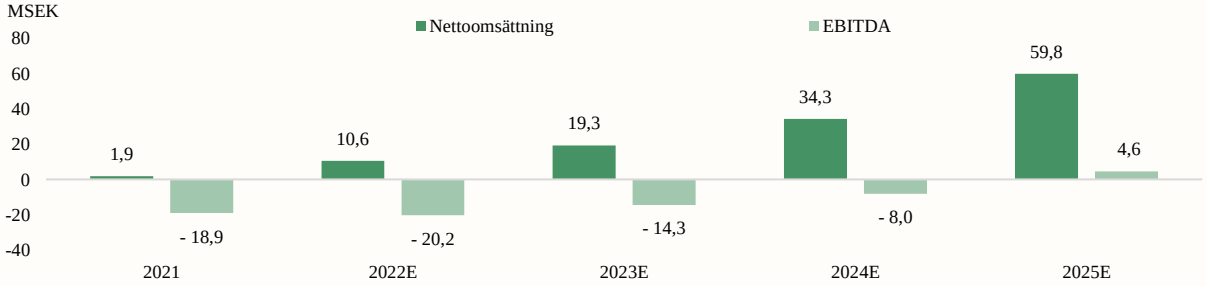
I ett Bear scenario väntas Bolaget misslyckas med att ta fram spel som får brett kommersiellt genomslag, vilket innebär en lägre tillväxt, medan de fasta kostnaderna belastar resultatet och kassan. Prognosen landar likväl i en nettoomsättning om 60 MSEK år 2025, men med en lägre EBITDA-marginal om 7 %. Till följd av detta tvingas Bolaget finansiera den kassaflödes-negativa verksamheten genom ytterligare nyemissioner, vilket leder till utspädning av ägandet.

0,9 KR PER AKTIE I ETT BEAR SCENARIO

I ett Bear scenario antas ingen företagsförsäljning till en större aktör, till följd av Bolagets mindre attraktiva ställning. I detta scenario motiveras även en lägre värdering, givet lägre omsättningstillväxt och utdragna negativa kassaflöden. Utifrån tillämpad målmultipel om P/S 2x för 2024 års nettoomsättning om 34 MSEK, motiveras ett nuvärde per aktie om 0,9 kr i ett Bear scenario.

Uteblivet kommersiellt genomslag innebär lägre tillväxttakt och marginaler

Prognostiserad nettoomsättning och EBITDA, Bear scenario



Analyst Groups prognoser

LEDNING & STYRELSE

Mads Jørgensen, grundare och VD

Innehav: Mads Verner Jørgensen har varit verksam inom mobilspelindustrin i över 20 år. Som entreprenör bakom ett flertal välkända bolag och nätverk. Exempelvis Zellsoft med TDC, vilket senare blev Atchik Realtime. Rezet.net som förvärvade rättigheterna för mobilinnehåll från Disney och Daydream Software, den första börsnoterade speloperatören på den svenska börsen. Mads Verner Jørgensen främsta områden är entreprenörskap, spel och finansiering. Mads Verner Jørgensen är VD för bland annat Sports Equipment Scandinavia AB (publ), BHI Fond1 ApS och The Wine Cellar ApS samt styrelseledamot i Capitalor Financial Services AB, Queensland ApS och Employment Care A/S. Mads har tidigare varit styrelseledamot och VD för Norventures AB och Citilio Holding ApS samt VD för Odinn ApS. Tidigare styrelseledamot i Amgo Igaming Danmark A/S, Equitec Holding A/S och MR Invest ApS.

Per Eriksson, Styrelseordförande

Per Eriksson har varit verksam i IT- och spelbranschen under en längre tid och kommer närmast från NetEnt där han arbetade som VD. Med särskild inriktning inom management och affärsutveckling. Per Eriksson är styrelse-ordförande för Accedo.tv chef och tidigare VD för NetEnt, koncernchef för Dustin Group, chef för Dell EMC i Europa, Mellanöstern och Afrika samt VD för Dell i Norden.

Claes Kalborg, Styrelseledamot

Claes Kalborg har över 20 års erfarenhet från rättighets- och varumärkeslicensiering inom film, tv och spel. Med bakgrund inom Rovio kring Angry Birds globala licens-verksamhet och inom King kring varumärkes-licensiering av Candy Crush. Claes Karlborg är aktiv som investerare och styrelsemedlem. Claes Kalborg är styrelseledamot och VD för Barn Storm Media AB, Bodiam AB och Every Sense Entertainment AB samt styrelse-ledamot och vice VD för Sentinella Aktiebolag. Vidare är Claes Kalborg styrelseledamot i FunRock AB, FunRock Development AB, Non Violence Licensing AB, Adventure Box Technology AB (publ) och CF Entertainment AB.

Carl Falkenberg, Styrelseledamot

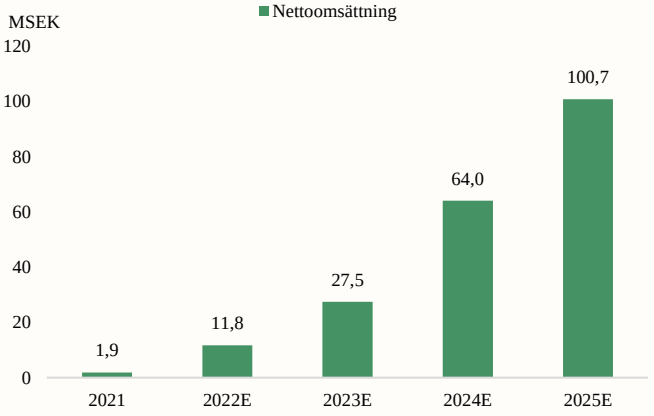
Carl Falkenberg har över 25 års erfarenhet inom retail banking för SEB. Inom ett flertal ledarroller varav de sista åren som CEO för SEB A/S i Köpenhamn. Carl Falkenberg är idag verksam inom bolagstransaktioner och styrelse-arbete samt investeringar. Civilekonom från universiteten i Lund och Stockholm. Carl Falkenberg är styrelseordförande i Linköpings Golf AB och VD för Pir in Sweden AB. Tidigare styrelseledamot för Länsförsäkringar Östgöta.

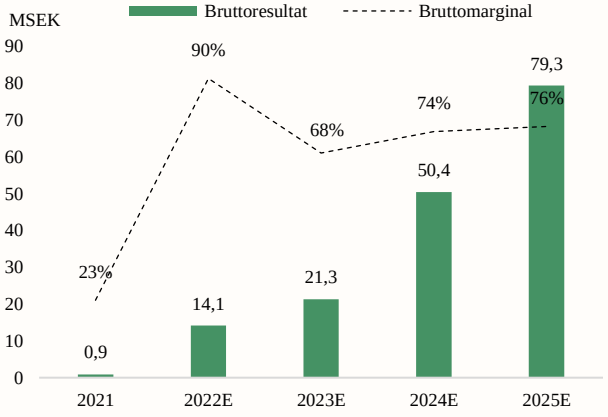
Rasmus Guldberg-Kjær, Styrelseledamot

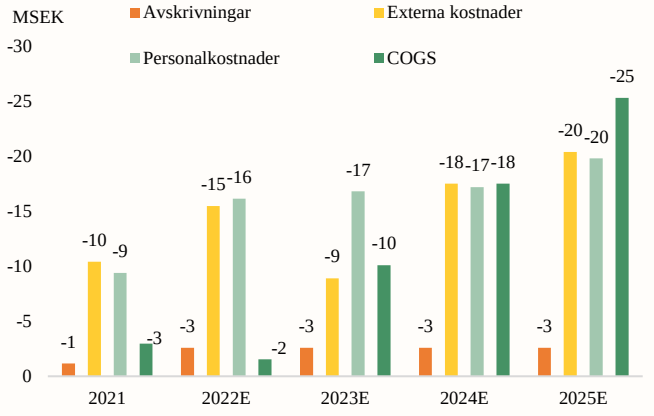
Rasmus Guldberg-Kjær har betydande erfarenhet och kunskap inom användarupplevelse, design och kreativ spelutveckling, som Art Director inom spelbranschen med ett flertal spelsuccéer. För Rasmus Guldberg-Kjær är passionen att skapa spelkoncept genom de små detaljerna som berättar och ger atmosfär. Rasmus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

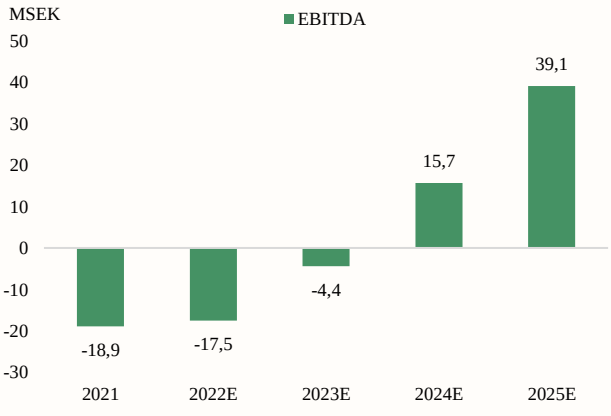
APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	11,8	27,5	64,0	100,7
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**1,2**	**3,9**	**15,7**	**31,4**	**67,9**	**104,6**
COGS	0,0	-3,0	-1,5	-10,1	-17,5	-25,3
Bruttoresultat	**1,2**	**0,9**	**14,1**	**21,3**	**50,4**	**79,3**
Bruttomarginal	n.a	23%	90%	68%	74%	76%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-15,5	-8,9	-17,5	-20,4
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-16,2	-16,8	-17,2	-19,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-4,3**	**-18,9**	**-17,5**	**-4,4**	**15,7**	**39,1**
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	23%	37%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
EBIT	**-4,3**	**-20,1**	**-20,1**	**-7,0**	**13,1**	**36,5**
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	19%	35%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,8
EBT	**-4,3**	**-21,4**	**-22,5**	**-9,2**	**11,1**	**34,7**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-4,3**	**-21,4**	**-22,5**	**-9,2**	**11,1**	**34,7**
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	16%	33%



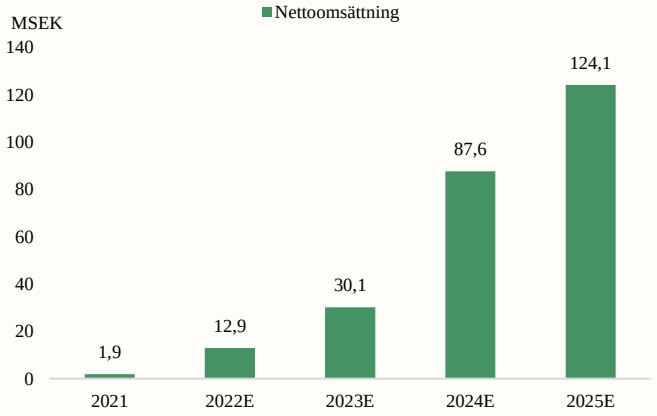


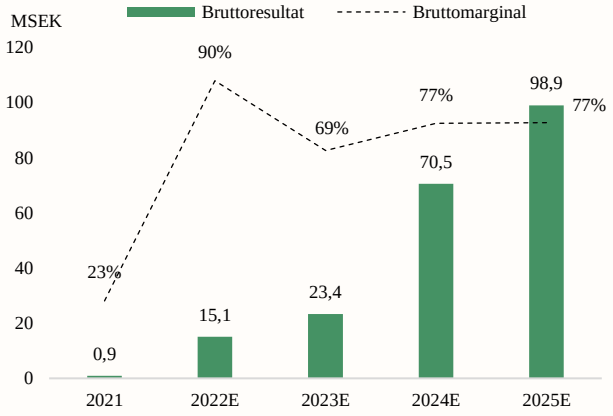


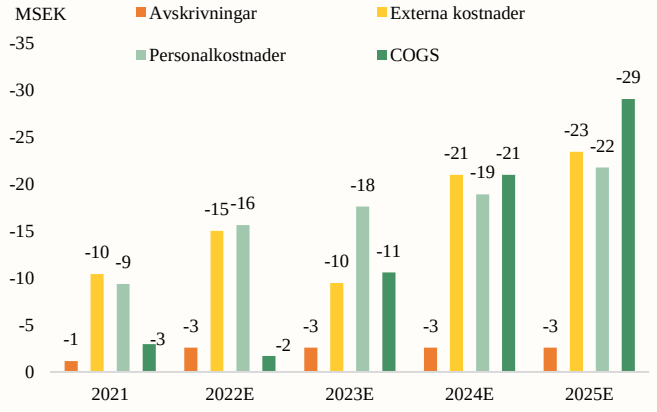


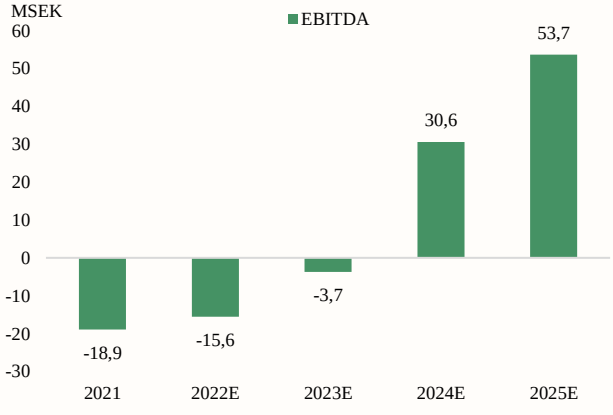
APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	12,9	30,1	87,6	124,1
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**1,2**	**3,9**	**16,8**	**34,0**	**91,5**	**128,0**
COGS	0,0	-3,0	-1,7	-10,6	-21,0	-29,1
Bruttoresultat	**1,2**	**0,9**	**15,1**	**23,4**	**70,5**	**98,9**
Bruttomarginal	n.a	23%	90%	69%	77%	77%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-15,0	-9,5	-21,0	-23,5
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-15,7	-17,6	-18,9	-21,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-4,3**	**-18,9**	**-15,6**	**-3,7**	**30,6**	**53,7**
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	33%	42%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
EBIT	**-4,3**	**-20,1**	**-18,1**	**-6,3**	**28,0**	**51,1**
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	31%	40%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,8
EBT	**-4,3**	**-21,4**	**-20,5**	**-8,5**	**26,0**	**49,3**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-4,3**	**-21,4**	**-20,5**	**-8,5**	**26,0**	**49,3**
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	28%	39%



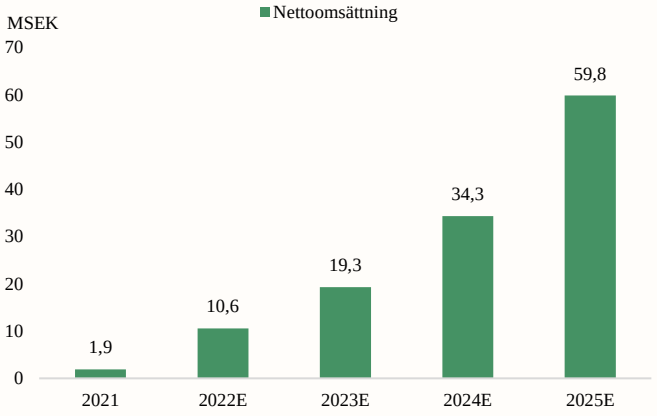


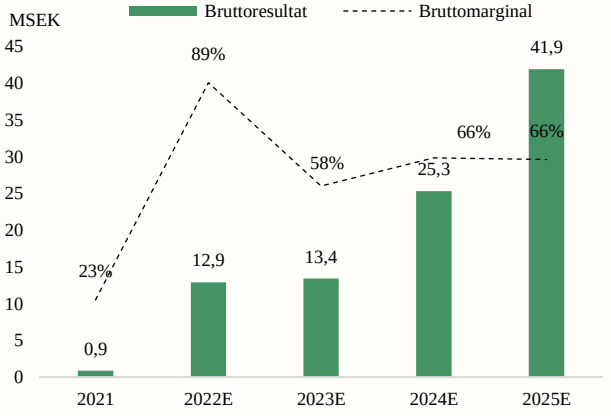


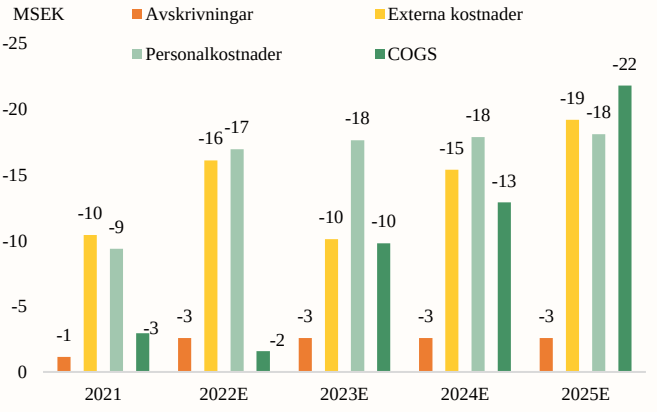


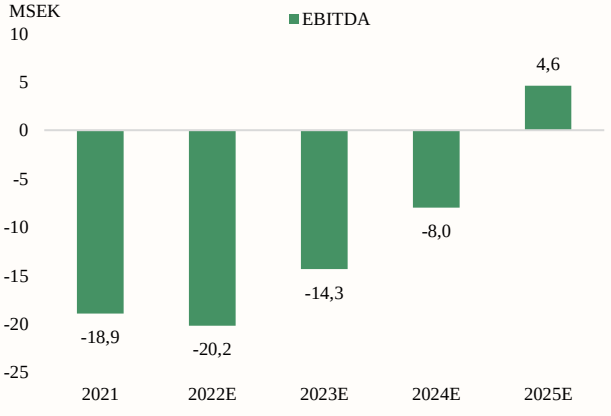
APPENDIX

Bear scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,1	1,9	10,6	19,3	34,3	59,8
Aktiverat arbete för egen räkning	1,0	1,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	**1,2**	**3,9**	**14,5**	**23,2**	**38,2**	**63,7**
COGS	0,0	-3,0	-1,6	-9,8	-12,9	-21,8
Bruttoresultat	**1,2**	**0,9**	**12,9**	**13,4**	**25,3**	**41,9**
Bruttomarginal	n.a	23%	89%	58%	66%	66%
Externa kostnader	-3,0	-10,4	-16,1	-10,1	-15,4	-19,2
Personalkostnader	-2,5	-9,4	-17,0	-17,6	-17,9	-18,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**-4,3**	**-18,9**	**-20,2**	**-14,3**	**-8,0**	**4,6**
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	7%
Avskrivningar	0,0	-1,2	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
EBIT	**-4,3**	**-20,1**	**-22,8**	**-16,9**	**-10,6**	**2,0**
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	3%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	-1,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,6
EBT	**-4,3**	**-21,4**	**-25,1**	**-19,1**	**-12,6**	**0,4**
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-4,3**	**-21,4**	**-25,1**	**-19,1**	**-12,6**	**0,4**
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	1%









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

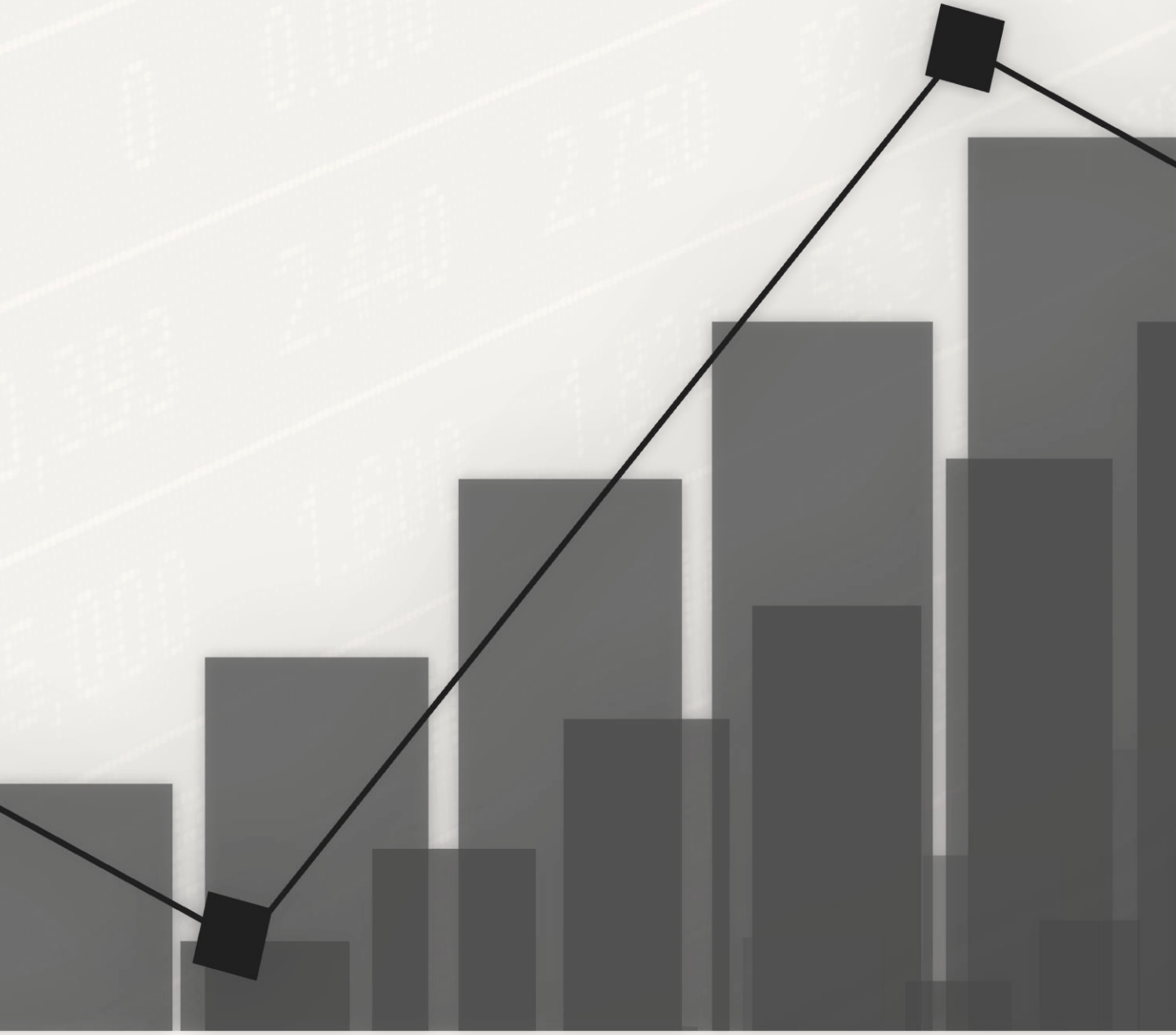
Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **LL Lucky 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.

Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

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