

Kasinförvärvare med stor potential

Förvärv sig till position som kasinoperatör

2020 har varit ett händelserikt år för Spiffbet som genom ett antal förvärv tagit steget från spelproduktion till att bli en kasinoperatör. Resan startade genom att bolaget förvärvade Metal Casino, ett etablerat varumärke med stor potential. Under året förvärvades ytterligare ett stort antal varumärken och bolagets kasinoverksamhet inrymmer i dag hela tolv varumärken. Förvärven ger tydlig effekt på koncernens intäkter, som ökat från 1,1 miljoner kronor 2019 till 19,4 miljoner kronor 2020. Året som helhet slutade på ett resultat på -29,2 miljoner kronor (-16) och kassaflödet från den löpande verksamheten -22,8 miljoner kronor (-15,7). Bolaget betonar att en rad operativa engångskostnader tagits i tredje och fjärde kvartalet som påverkar resultatet negativt, bland annat hänförligt till att vissa kasinon behövs lyftas över till nya plattformar samt bokföringsmässiga justeringar till följd av konsolideringsarbetet.

Synergier och stordriftsfördelar inom räckhåll

Grunden till bolagets förvärvsstrategi finns i den förändrade marknadssituationen inom betting och onlinekasino. De senaste årens ökade konkurrens och regleringar har inneburit att mindre aktörer ofta har svårt att nå lönsamhet. När mindre varumärken plockas in i Spiffbets organisation kan ett antal viktiga synergier nås. Samordning av administration, personalstyrka och tekniska plattformar gör att bolaget kan skapa tillväxt inom detta nya segment utan att markant öka kostnadsmassan. Bolagets roll som spelproducent skapar även försäljningssynergier där bolaget har möjlighet att distribuera sin egna spelportfölj på sina kasinon.

Nytt förvärv förväntas öka kasinointäkterna kraftigt

Den 11 mars genomförde bolaget ett nytt stort förvärv, denna gång av den maltabaserade kasinoperatören Manisol Gaming. Manisol Gaming bedriver de två kasinona TurboVegas och Scandibet. Spiffbet förväntar sig att förvärvet kommer öka bolagets kasinointäkter med hela 50 procent och att bolaget enkelt kommer att integreras i Spiffbets befintliga organisation då de redan idag använder sig av samma plattformar. Förvärvet genomfördes till ett pris av 30 miljoner kronor, fördelat i 20 miljoner för köpet och genom att Spiffbet övertar 10 miljoner kronor i skulder. Parallellt genomförde Spiffbet en riktad emission om 41 miljoner kronor, där totalt 109,5 miljoner aktier emitteras.

Spiffbet

Rapportkommentar

Datum 26 mars 2021
Analytiker Nils Hellström & Johan Hellström

Basfakta

Bransch iGaming
Styrelseordförande Karl Trollborg
Vd Henrik Svensson
Noteringsår 2015
Listning First North Stockholm
Ticker SPIFF
Aktiekurs 0,406 kr (2021-03-22)
Antal aktier, milj. 226,8
Börsvärde, mkr 92
Nettoskuld, mkr 11,1
Företagsvärde (EV), mkr 103
Webbplats www.spiffbet.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020	2021p	2022p
Omsättning	1,1	19,4	111,7	140,5
Bruttoresultat	-3,9	-1,8	52,9	67,0
EBITDA	-15,9	-24,1	6,1	10,8
Rörelseresultat, ebit	-16,0	-27,9	-10,7	-3,3
Periodens resultat	-16,0	-29,3	-10,7	-3,3
Vinst per aktie	-0,07 kr	-0,13 kr	-0,05 kr	-0,01 kr
Omsättningstillväxt	-	1663,6%	476,0%	25,8%
Bruttomarginal	-355%	-9,3%	47,3%	47,7%
Rörelsemarginal	-1445%	-124,2%	5,4%	7,7%
P/e-tal	-5,8	-3,1	-8,6	-28,1
EV/ebit	-6,4	-3,7	-9,7	-31,5
P/S-tal	83,7	4,7	0,8	0,7
EV/S-tal	93,8	5,3	0,9	0,7

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Investment Case

Konsolidering skapar synergier

Bolagets förvävsstrategi har stor potential att skapa stora effektivitetsfördelar inom organisationen. Detta hänförs bland annat till traditionella synergieffekter vid förvärv, såsom trimmad organisation och enhetlig administration. Vidare genererar det större antalet aktörer under samma paraply även synergier inom försäljning, utveckling och distribution. På längre sikt kan detta innebära ett bolag som kan uppnå lönsam tillväxt utan kraftigt svällande kostnadsmassa.

Bättre förhandlingspotential som större spelare

Den kanske största fördelen i bolagets strategi blir den dagen då koncernen växt tillräckligt mycket för att kunna ställa högre krav mot underleverantörer av plattformar, licenser, betalningslösningar och spelportföljer. Vedertaget inom branschen är att olika typer av in-täktsdelning där 40–50 procent av spelintäkterna ofta går direkt till teknikleverantörer. Denna siffra är generellt lägre hos större aktörer som opererar under egna licenser och på en egen teknikplattform. Bolaget har meddelat att de överväger att skaffa egna licenser och teknikplattform, samtidigt som de förhandlar med existerande leverantörer. I förlängningen kan bolagets nya inriktning innebära bättre lönsamhet och högre marginaler.

2021 blir tongivande

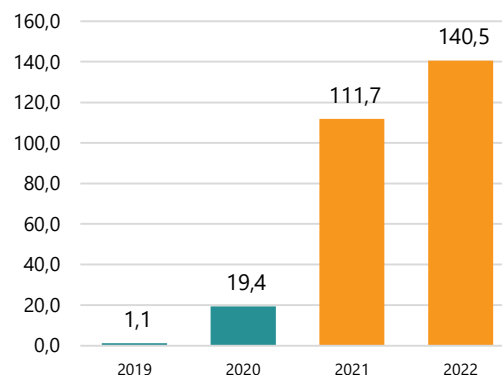
Resultatet fortsätter att påverkas i hög grad av de förvärv som bolaget genomför samt kostnader av engångskaraktär som belastar resultaträkningen. Detta gör prognoserna något osäkra men vi antar fortsatt att året kommer att innebära stark tillväxt. Särskilt intressant blir att följa hur väl bolaget utvecklar och förvaltar det stora antalet nya varumärken, något som kommer att påvisa hur väl förvävsstrategin genomförs. Vi förväntar oss stabilt tilltagande tillväxt under 2021, ett direkt resultat av den större organisationen och tillväxten inom onlinnekasino.

Lågt värderad växande aktör

Sammantaget ser Spiffbet något lågt värderat ut med ett börsvärde på cirka 90 miljoner kronor. Förvärven har resulterat i en substantiell utspädning av aktieantalet, som efter den nyligen utannonserade emissionen kommer uppgå till 336,3 miljoner. Skulle bolaget dock lyckas med sin ambitiösa strategi är lönsamhet inte långt borta. Kas-san uppgår till 2,9 miljoner kronor vid årets slut, men finansieringen till det senaste förvärvet bör ge stabilitet ett tag framöver. Med en DCF-värdering som kontrollerats mot en peer-grupp hittar vi ett motiverat värde idag på 0,9–1,0 kronor aktien på 12–18 månaders sikt. Riskerna är fortsatt stora, där vi ser ökande kostnadsmassa och utebliven tillväxt som främsta hoten.

Förvärv skapar tillväxt

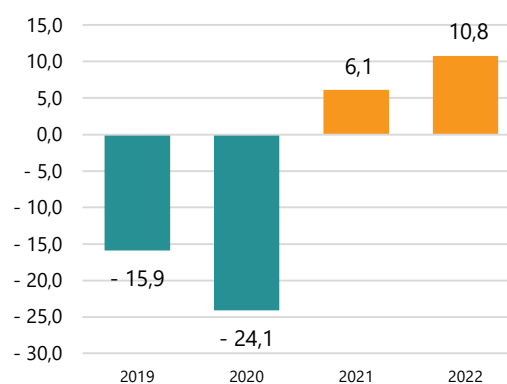
Omsättning 2019–2022, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Positivt EBITDA inom räckhåll

Rörelseresultat innan avskrivningar, EBITDA, 2019–2022 i miljoner kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Kraftigt växande koncern

Varumärken inom Spiffbets koncernen efter senaste årets förvärv.



Källa: Bolaget

Motiverat värde: 0,9–1,0 kr

Spiffbets historia

Spiffbet grundades 2011 och arbetade de inledande åren med arbitragehandel inom betting med automatiserad orderhantering. Detta utvecklades till en bettingbörs, vilken lanserades skarpt 2014. Året därpå börsnoterades bolaget på Nasdaq First North Growth Market, till ett börsvärde på 36,5 miljoner kronor.

Åren efter omfokuserades verksamheten och bettingbörsen pausades samt den maltesiska exchange-licensen avvecklades. Under denna tid vidareutvecklades en av bolagets egna produkter, kasinospellet Take5, som licenserades ut till ett antal olika spelföretag. 2018 förvärvade bolaget omkring 30 kasinospel med syftet att modernisera och uppdatera spelen.

Året efter, 2019, genomförde bolag sitt första förvärv och tog över spelutvecklingsföretaget STHLM Gaming Sweden AB. Detta innebar att bolaget tog över en beprövad spelportfölj med totalt sju kasinoslottar som genererade löpande intäkter. Förvärvet innebar också att bolaget skapade leverantörsrelation till Relax Gaming och Kindred.

2020 var ett händelserikt år för företaget som innebar ett antal stora förändringar. Året inleddes med att bolaget la ett bud på speloperatören Metal Casino. Metal Casino är en etablerad operatör som bedriver spel med fokus på Sverige, Storbritannien, Tyskland och Finland. Bolaget rapporterade ett spelaröverskott på 26 miljoner kronor 2019 och ett negativt rörelseresultat. Fokuset nu ligger på att bygga det starka varumärket och skifta mot lönsamhet. Året innebar också en ny teknikplattform för speldistribution samt ett antal nya spel som adderades till portföljen.

Ytterligare förvärv kom därefter av Goliath Casino, Bellis Casino, Cashmio, Wishmaker och Zenspin. 2021 inleddes med ytterligare två förvärv, Sir Jackpot och Live Lounge och strax därefter Manisol Gaming, med varumärkena Scandibet och TurboVegas.

Det stora antalet förvärv under 2020 har inneburit att bolaget nu förvandlats från en renodlad spelutvecklare till att både arbeta med spelproduktion samt agera som kasinooperatör. Spiffbet leder idag konsolideringen av mindre kasinovarumärken i Europa.

Spelproducent och kasinooperatör

Spiffbet har gått från att enbart producera spel till att idag även verka som en kasinooperatör på den växande iGaming-marknaden.



Källa: Bolaget

Växer snabbt till följd av förvärv

Under 2020 startade bolagets aggressiva förvärvsresa, som inneburit en stor mängd nya varumärken i koncernen.



Källa: Bolaget

Marknad

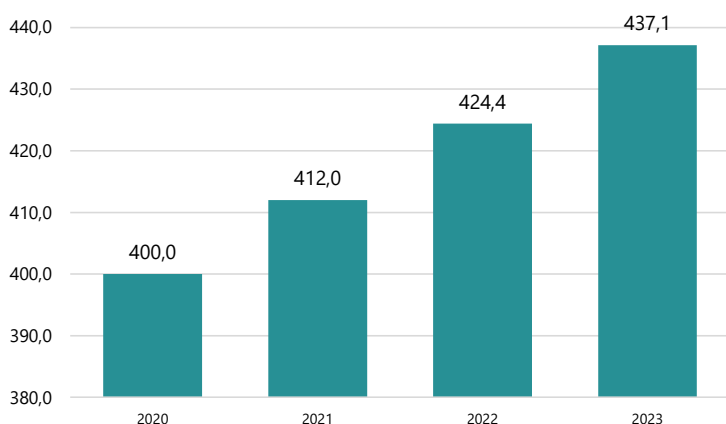
Marknaden för onlinespel och betting har växt kraftigt de senaste åren. Siffror från H2 Gambling Capital uppskattar storleken på den globala spelmarknaden till cirka 400 miljarder euro. Detta innefattar både landbaserade spel, vilket är traditionella kasinon, samt onlinespelande. Marknaden som helhet förväntas växa omkring tre procent årligen men den särskilt starka tillväxten hittas inom online-segmentet där en årlig ökning om 8,6% förutspås

Onlineandelen, även kallat iGaming, står idag för uppskattningsvis 15–20 procent av den totala marknaden och förväntas växa snabbt de kommande åren. Geografiskt är Europa den tydligt starkaste marknaden, som står för över 50 procent av den globala onlinemarknaden. GMI Insights uppskattar storleken på den totala iGamingmarknaden idag till över 55 miljarder dollar och förväntar sig att marknaden kommer växa omkring 15 procent årligen de kommande 5 åren. Tillväxten kommer vara något större i Nordamerika, där onlinespel ännu inte slagit igenom fullt ut.

Spelmarknaden i stort består av en stor mängd olika spelformer som innefattar bland annat kasino, sportspel, poker och lotto. Spelen kan delas in i två huvudsakliga grupper; sportspel och kasinospel. Sportspel täcker en lång mängd olika sporter men är i stort där kunderna har möjlighet att spela på utfallet i olika matcher, ofta även live. Den andra stora vertikalen i branschen är kasinospel, en marknad som förväntas växa omkring sju procent årligen inom Europa de kommande åren. Detta innefattar spel med olika typer av slot-maskiner, roulette, blackjack och dylikt. Särskilt starkt inom detta segment är live-kasino, vilket innebär att spel med livestreamade kasinospel med riktiga personer som dealers.

Miljardmarknad som växer

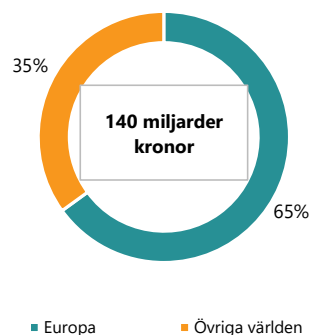
Totala värdet på spelmarknaden, 2020–2023, i miljarder euro.



Källa: Bolaget, H2GC

Europa största onlinemarknaden

Totala marknadsstorleken för onlinekasino samt andel per geografisk område.



Källa: Bolaget

Två huvudsakliga vertikaler

Marknaden för online spel kan i huvudsak delas in i två grupper, sportspel (även kallat betting) och kasinospel.



Källa: Bolaget

Värdekedjan inom spel och betting

Spelbranschen i stort består av ett antal olika aktörer som alla spelar distinkt olika roller i att leverera onlinespel till konsumenterna. Generellt kan sägas att marknaden i stort består av spelutvecklare, plattformslieferantörer, betaltjänster, marknadsföring och speloperatörer.

Närmast konsumenten finns de faktiska speloperatörerna. Dessa äger varumärken och arbetar aktivt ut mot konsumenten och tjänar sina pengar genom spel på olika typer av kasinospel, sportbetting och annat. Kasinooperatören i sin tur nyttjar en teknisk plattform för att leverera spelupplevelsen till kund. Denna plattform kan vara egen-utvecklade eller så nyttjas en tredjepartsleverantör för detta. Tredjepartsleverantörer erbjuder en så kallad white-label-lösning, där kasinooperatören får tillgång till grundstommen för sidan och sedan lägger på sitt eget varumärke och grafiska profil. Spiffbet nyttjar idag tre white-label-plattformar.

De faktiska spelen inne på kasinot kan antingen vara egenutvecklade eller komma från en extern spelleverantör. Exempel på välkända spelleverantörer är NetEnt och Evolution Gaming. Slutligen kopplas betalningsleverantör på till plattformen. Intäkterna från spelarna delas sedan med white-label-leverantören, speldistributörer, spelproducenter och betalningsleverantörer. En intäktsdelning om 40–50 procent mellan ovan nämnda aktörer är inte ovanlig. Kasinon marknadsförs ofta genom affiliate-marknadsföring, där spelsidan promotas av tredje-parter, som i sin tur ersätts genom en intäktsdelning samt direktbetalningar för kampanjer.

Stor marknad med många aktörer i värdekedjan

Spelmarknaden består av en mängd olika bolag med olika platser i värdekedjan, bland annat som plattformoperatörer, kasinooperatörer, spelleverantörer, betalningsleverantörer och marknadsföringsbyråer.



Källa: Pexels

Produkt och affärsmodell

Spiffbet har en bred produktportfölj och befinner sig i både konsument- och B2B-segmentet av iGamingmarknaden. Traditionellt har bolagets fokus legat på spelproduktionen, vilket är B2B-delen av affären. Detta innebär att bolaget själva utvecklar spel som de säljer vidare till spelleverantörer och andra kasinoooperatörer.

Spelproduktion för B2B

B2B-delen av Spiffbets verksamhet, spelproduktionen, bedrivs idag inom fyra huvudsakliga produktportföljer. Produktionen bedrivs i bolaget STHLM Gaming Sweden AB samt i den maltesiska underkoncernen. Utvecklingen och driften sköts från Stockholm och Sydafrika från bolagets tekniska team, samt med konsulter i Ukraina och samarbetspartners i Brasilien.

Spiffbet Sports är produktportföljen med olika typer av sportspel. Här finns bland annat Take 5 Live, Arena Live och Timebet.

Spiffbet Casino är en produktfamilj av traditionella kasinospel. Dessa innefattar bland annat bordsspel, såsom roulett, blackjack, videopoker och videolotter.

STHLMGAMING innefattar huvudsakligen bolagets videolotter och liknande produkter riktade mot den europeiska marknaden. Exempel på dessa är Icarus Wilds, Ricky Riches - Booster Reel och Casino on the House.

Bolaget har också, sedan i maj 2020, ingått ett partnerskap med den latinamerikanska spelutvecklaren Copacabana Gaming. Tillsammans har bolaget skapat ett samarbetsprojekt för att satsa på tillväxtmarknader i Latinamerika, med produktportföljerna Ipanema Gaming och Copacabana Games. Samtliga spel utöver STHLMGAMING distribueras via en egen spelplattform, där andra tredjepartsspel och figurerar.

Produktions-, distributions- och försäljningssynergier

Med sin breda produktportfölj och mix av B2B och B2C lyckas bolaget nyttja ett antal synergier i sin affärsmodell.



Källa: Bolaget

Fyra produktportföljer med spel

Spiffbets erbjudande inom B2B innehåller idag hela fyra produktportföljer.

Spiffbet
Sports

Spiffbet
Casino

STHLMGAMING

COPACABANA
GAMING

Växer snabbt som kasinoperatör

Under 2020 har bolaget adderat ytterligare en arm till sin verksamhet. Denna är som kasinoperatör, där bolaget själva tillhandahåller kasinospel direkt mot slutkonsument.

Denna resa startade med bolagets förvärv av Metal Casino, något som slutfördes i juni 2020. Speloperatören Metal Casino har bedrivit verksamhet sedan hösten 2017 med fokus på bland annat Sverige, Storbritannien, Tyskland och Finland. Kasinot har ett tydligt hårdrocksfokus och har tidigare genomfört marknadsföringskampanjer bland annat med Ozzy Osbourne.

Genom sin livstid kan operatören uppvisa mer än 50 000 depone- rande användare och insättningarna 2019 uppgick till 147 miljoner kronor. Spelöverskottet, net gaming revenue, uppgick samma år till 26 miljoner kronor med ett negativt rörelseresultat. Målsättningen från ledningen har varit att uppnå lönsamhet under 2021.

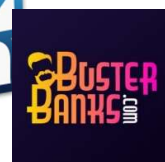
Efter sommaren fortsatte utvecklingen och bolaget meddelade sitt nästa förvärv, Goliath Casino som har varit i gång sedan 2018. Foku- set historiskt har varit större spelare och totalt 25 000 deponerande kunder kan bolaget uppvisa. Under 2019 uppgick spelinsättningarna till 37 miljoner kronor med ett spelöverskott på 15 miljoner kronor och ett negativt resultat. Första halvåret uppvisade Goliath nollresul- tat, dock med lägre omsättning.

Strax därefter kom nästa nyhet då bolaget förvärvade Bellis Casino. Bellis Casino är ett danskt onlinekasino som uppvisar ett spelaröver- skott första nio månaderna 2020 på cirka 2 miljoner kronor. Detta följdes upp med att Cashmio förvärvades i oktober, med en beräknad omsättning 2020 på 45 miljoner kronor och 3 miljoner kronor i vinst. Cashmio är främst verksamt i Europa med sina tre varumärken Cashmio, SuperNopea och Busterbanks. Därefter kom nästa tillskott i verksamheten genom onlinekasinot Wishmaker, med en omsättning de första nio månaderna 2020 på 12 miljoner kronor. Kasinot foku- serar huvudsakligen på den europeiska marknaden.

Året avslutades med att bolaget gratis tog över onlinekasinot Zenspin, med en omsättning årets första tre kvartal om 3,6 miljoner kronor och 2021 inleddes med ytterligare ett förvärv; Sir Jackpot och Live Lounge. Båda varumärkena finns i flera europeiska länder och bola- get förväntar sig en omsättning omkring 6 miljoner kronor på årsba- sis. I februari tillkännagavs även nästa förvärv, av maltabaserade Manisol Gamling Ltd med varumärkena TurboVegas och Scandibet. Förvärvet kommer innebära att bolaget ökar kasinoomsättningen 50 procent.

Kasinospel under 10 varumärken

Spiffbets erbjudande som kasinoperatör och de varumärken bolaget har förvärvat under 2020 och 2021.



wishmaker



SIR JACKPOT



Källa: Bolaget

Förvävsstrategi

Något som är tydligt från sidan innan är det starka förvärvsfokuset Spiffbet inlett under 2020. Bolagets förvävsstrategi är resultatet av förändrade förutsättningar på spelmarknaden vilket skapar möjligheter för stora synergieffekter.

I takt med att regleringar tilltagit finner sig många mindre bolag i en situation där det blir svårt att nå lönsamhet. Många av de varumärken Spiffbet har tagit över rapporterar relativt stabil omsättning men har inte lyckats nå positiva rörelseresultat. Genom att konsolidera minder aktörer under ett paraply, i detta fall Spiffbets koncern, finns ett antal stora kostnadsfördelar att nå.

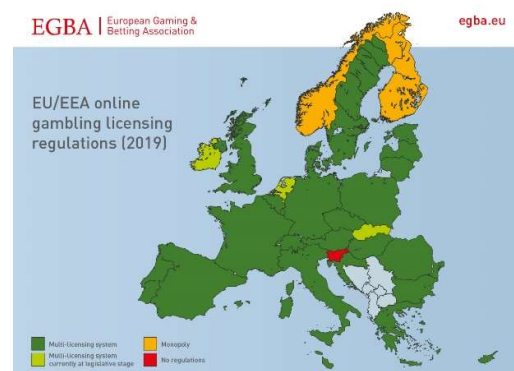
Exempel på synergier som bolaget kan uppnå med sin förvävsstrategi är många. Underhåll av befintliga operatörer kräver ofta inte en anseelig personalstyrka och genom att förvärva in fler operatörer kan Spiffbet därmed trimma personalstyrkan och hålla nere kostnader. Vidare finns det försäljningsstrategier, då bolaget kan utnyttja sin roll som en spelutvecklare för att själva leverera sina egna spel på egna plattformar. Långsiktigt blir fördelarna ännu större om man tittar på bolagets ställning gentemot andra leverantörer i värdekedjan. Som en större aktör med flera varumärken och större mängd spelare har bolaget möjlighet att ställa högre krav gentemot sina leverantör och eventuellt lyckas förhandla fram lägre fördelning av intäktsdelning. Detta innebär att lönsamheten ökar på sikt när bolaget behåller en högre grad av de intäkter de tar in.

Som börsnoterad aktör har också Spiffbet ett antal fördelar. Företagen och varumärkena bolaget tar över tas in i en börsnoterad miljö vilket ofta kan innebära en uppvärdering av verksamheten. Därtill möjliggör detta bättre finansieringsmöjligheter som mindre privata aktörer ofta inte har tillgång till.

Bolagets förvävsstrategi är tvådelad. Man fokuserar delvis på regelrätta bolagsförvärv och även tilläggsförvärv, även kallat inkråmsförvärv. För bolagsförvärven letar Spiffbet efter bolag med omsättning upp till 100 miljoner kronor och positiva operativa resultat. Därtill ska tydlig synergipotential vara uppenbar eller att förvärvet tillför strategiska värden till koncernen. Tilläggsförvärven fokuserar ofta på mindre varumärken med omsättning mellan 10 och 20 miljoner kronor. Detta innebär ofta att Spiffbet förvärvar själva onlinekasinot och varumärket men inte tar över bolaget. Här är synergipotentialen ofta ännu större och bolaget fokuserar på varumärken med låga multiplar och inkluderar ofta tilläggsköpeskillningar baserade på resultat och omsättning.

Reglering skapar affärsmöjligheter

De senaste åren har inneburit hårdare regleringar för online-spel i Europa, något som skapar affärsmöjligheter för en konsoliderande aktör som Spiffbet.



Källa: EGBA

Konsoliderar mindre aktörer

Strategin innebär att bolaget samlar många mindre aktörer under ett paraply och skapar därmed stora synergier.



Källa: Bolaget

Tvådelad förvävsstrategi

Spiffbets förvävsagenda för bolagsförvärv och tilläggsförvärv.

Förvävsagenda

Bolagsförvärv

- Omsättning upp till 100 MSEK
- Positivt operationellt resultat
- Synergipotential/ strategiska värden

Tilläggsförvärv inom B2C

- Omsättning 10-20 MSEK
- Ta över/förvärva onlinekasinot
- Mycket stor synergipotential
- Låga multiplar och tilläggsköpeskillning baserad på resultat och omsättning

Källa: Bolaget

Finansiell historik

Spiffbets intäkter har hittills varit relativt blygsamma och uppgått till ungefär 1–1,5 miljon kronor per år. Bokslutet för 2020 talar om kraftigt ökad tillväxt, som för helåret uppgår till 19,4 miljoner kronor. Den starka intäktsökningen under året är hänförlig till de många förvärven som genomförts. Metal Casino konsolideras från den första juli vilket innebar att omsättningen ökade sekventiellt från andra till tredje kvartalet med cirka 2,3 miljoner kronor. Från den första oktober 2020 konsolideras även verksamheterna Goliath, Bellis, Cashmio och Wishmaker. Detta innebär att nettoomsättningen för det fjärde kvartalet ökade cirka 2850 procent från 0,5 miljoner kronor 2019 till 15,4 miljoner kronor. Därtill var Metal Casino helt nere under september till oktober, till följd av ett plattformsbyte. Detta innebär att kasinot tillfälligt låg helt nere, något som påverkade omsättningen negativt.

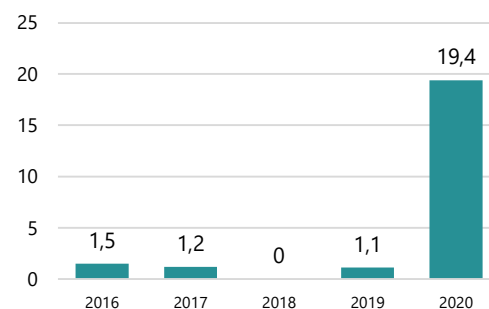
De direkta kostnaderna från verksamheten har historiskt uppgått till cirka 2 miljoner kronor, för att öka till fem miljoner 2019 och 21,2 miljoner kronor 2020. Kostnadsbilden 2020 blir något snedvriden i takt med att bolag införlivas i koncernen och vissa engångskostnader tas. Detta kan exempelvis vara kostnader för att konsolidera bolagen in i Spiffbets struktur, byte av plattform och dylikt. Bolaget själva kommunicerar att vid framtida förvärv kommer plattformsbyten och dylikt ske innan själva förvärvet, för att minimera nedtid i verksamheten och engångskostnader. Den totala kostnadsmassan har ökat från 12,1 miljoner kronor 2016 till 47,3 miljoner kronor 2020.

Resultatmässigt har bolaget rapporterat ett resultat på cirka -10 till -15 miljoner kronor fram till 2020 då resultatet minskade till -29,2 miljoner kronor. Trots detta uppvisar bolaget sin bästa bruttomarginal hittills senaste året, på -9 procent att jämföra med -355 procent under 2019. EBITDA-marginalen under året uppgick till -124 procent (-1445) och rörelsemarginalen till -144 procent (-1455). Den förbättrade marginalen och det faktum att engångskostnader vid förvärv dämpar resultaten pekar mot att när bolagen är fullt konsoliderade och stordriftsfördelar blir synliga kan resultatet förbättras markant.

Spiffbet lämnar 2020 med en kassa på 2,9 miljoner kronor (1,2) och totala omsättningstillgångar på 8,9 miljoner kronor (2,3). Långfristiga skulder uppgår till cirka 14 miljoner kronor (0) och totala skulder 21,3 miljoner kronor (5). Flera av förvärven har genomförts genom nyemission av aktier till säljarna, vilket, tillsammans med kontantemissioner, inneburit att det totala antalet aktier i Spiffbet ökat från 49,0 miljoner vid slutet av 2019 och till 226,8 miljoner vid slutet av 2020. Därtill har ytterligare ett förvärv tillkommit efter bokslutet, av Manisol Gaming Ltd. Parallellt genomförs en kontantemission som innebär en utspädning med 32,6 procent vilket innebär att antalet aktier ökar till 336,3 miljoner.

Historiskt blygsamma intäkter

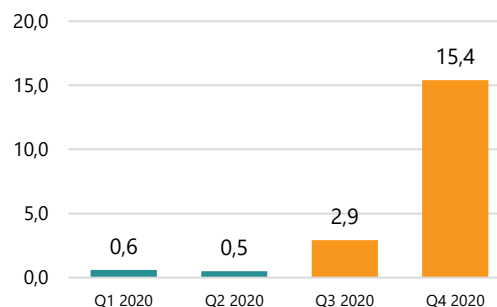
Intäkter 2016–2020, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

Förvärv skapar stark tillväxt

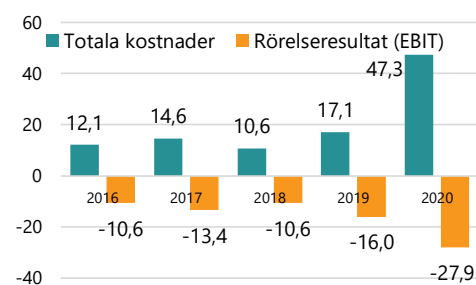
Nettoomsättning Q1 2020 – Q4 2020, i miljoner kronor. Från tredje kvartalet började förvärv konsolideras.



Källa: Bolaget

Ännu inte lönsamma

Totala kostnader och rörelseresultat, EBIT, 2016–2020, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

Ledning och ägare

Spiffbet leds sedan 2019 av vd Henrik Svensson. Henrik Svensson har en bakgrund i olika roller inom finanssektorn, bland annat som chef för business control och rapportering på Svensk Exportkredit. Han har även varit specialist inom omstrukturering och kreditåtervinning på Swedbank samt arbetat med corporate finance med fokus på teknik och media, bland annat på KPMG och Hagströmer & Qviberg. Under 2020 förstärktes organisationen med Jens Bruno som CFO. Jens Bruno kommer från en roll som CFO på det börsnoterade bolaget Swedish Stirling och har tidigare arbetat på konsultbasis för företaget och som ekonomiansvarig på deltid.

I styrelsen finns Karl Trollborg som ordförande, med erfarenhet från företagsfinansiering och finansmarknadsfrågor. Karl Trollborg har även varit en tidig investerare i bland annat Betsson AB och Mr Green Ltd samt arbetat som fondanalytiker. Styrelsen innehåller också Jacob Dalborg, tidigare vd hos Bonnier Books samt Per Ganstrand med bakgrund som auktoriserad revisor med flera företagsledande roller inom Baker Tilly-organisationen.

Ägandet i styrelse och ledning uppgår till omkring 27,6 miljoner aktier per den sista december 2020 samt ytterligare cirka 10 miljoner teckningsoptioner. Räknat på antalet utestående aktier efter utspädning den sista december 2020 innebär detta ett ägande, om vi antar att alla teckningsoptioner nyttjas, i ledning och styrelse på cirka 16 procent. Största ägaren är styrelseordförande Karl Trollborg genom företag som äger omkring 9 procent av bolaget.

Största aktieägarna, %

A Veces AB (Karl Trollborg)	9,3%
Avanza Pension	7,0%
Phontome de Genolier	6,7%
Double Down AB	5,2%
SIX SIS AG, W8IMY	3,2%
SEB Life International	2,9%
Ålandsbanken i ägares ställa	2,0%
Camp Jarl	1,7%
Lobtec Holding AB	1,5%
Avanza Pensionsförsäkring	1,2%

Källa: Avanza, per 2020-12-30

Värdering

För att värdera Spiffbet med en DCF-analys samt genom relativ värdering kommer vi först göra ett antal antaganden om förväntas tillväxt i nettoomsättning samt marginaler och kostnader. Den aggressiva förvärvsstrategin gör intäkterna och kostnader något svåröverskådliga till följd av att nya förvärv kan ge upphov till engångskostnader men också starkt öka tillväxten. Vår fokus blir alltså att hitta en rimlig, konservativ, tillväxttakt samt en rimlig kostnadsstruktur för bolaget.

Nettoomsättning

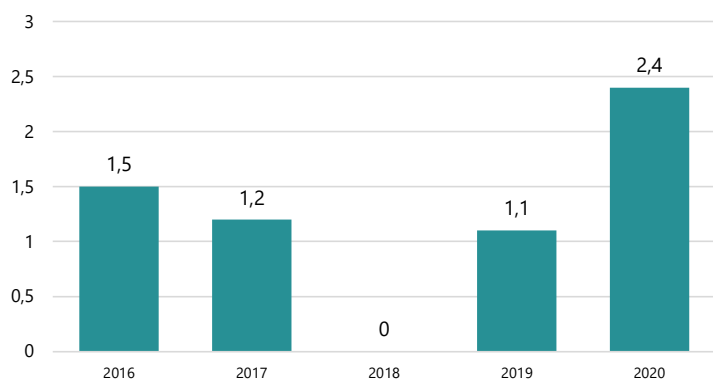
Omsättningen från bolagets förvärv har ökat intäkterna för koncernen starkt senaste året och detta kommer troligen fortsätta in i det nya året. B2B-verksamheten, spelutvecklingen, står fortsatt för relativt låga intäkter och vi tror att bolagets roll som kasinooperatör i stort kommer driva tillväxten i bolaget.

Tittar vi på bokslutet ser vi att intäkterna från B2B-verksamheten för helåret 2020 landade på cirka 2,4 miljoner kronor, fortsatt blygsamt i relation men samtidigt en markant ökning från 1,1 miljoner kronor 2019. Vi antar fortsatt relativt stabil tillväxt inom detta affärsområde där vi ser potential till synergieffekter nu när bolaget även agerar som kasinooperatör och därmed har möjlighet att tillhandahålla egna spel på egna plattformar. Samarbetsprojektet i Latinamerika Copacabana Gaming kommer troligen driva tillväxten inom detta segment.

Tittar vi historiskt på B2B verksamheten så har intäktsökningen sett ut som följande:

Intäkter från spelproduktion

Intäkter från spelproduktionen, bolaget B2B del, 2016–2020, i miljoner kronor.



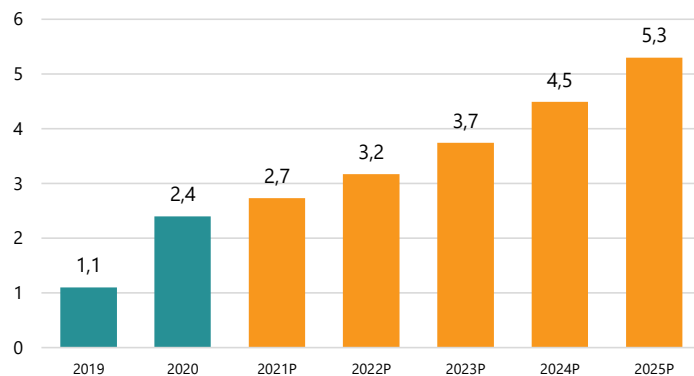
Källa: Bolaget

Tredje kvartalet 2020 innebar en skarp ökning från denna del av verksamheten, vilket bolaget hänförs till att spelportföljen erbjudits till fler kunder samt att förbättringar har gjort i spelen.

Vi ser det som rimligt att intäkterna från denna del av verksamheten fortsatt kommer växa kommande år, inte minst till följd av att synergier inom koncernen blir tydligare. Historiskt har vi ingen tydlig tillväxttakt att luta oss tillbaka på men vi landar i ett rimligt antagande om cirka 15–20 procent tillväxttakt årligen inom B2B segmentet för bolaget. Detta kan visa sig vara ett konservativt antagande men lämnar oss i så fall med viss säkerhetsmarginal i prognoserna. Detta innebär att förväntade intäkter för B2B-verksamheten 2021–2025 ser ut som följande:

Antar 15–20 procents tillväxt inom B2B

Nettoomsättning inom B2B verksamheten, 2019–2025, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget, Analysguiden prognoser

Den andra delen av verksamheten, som kasinooperatör, står för lejonandelen av bolagets intäkter i dagsläget. Under fjärde kvartalet 2020 uppgick intäkterna totalt till 15,4 miljoner kronor, varav 97 procent kom från onlinekasinon.

De förvärv Spiffbet gjort under 2020 och under de inledande månaderna 2021 förväntas bidra kraftigt till omsättningen det kommande året. Intäkterna för respektive förvärv är något svåröverskådligt men genom att läsa igenom pressreleaserna och anta siffrorna från 2020 som vägledande ser vi en gemensam omsättning på årsbasis upp mot 100 miljoner kronor som tänkbar. Utöver detta tillkommer också det nyligen tillkännagivna förvärvet av Manisol, med varumärkena Scandibet och Turbovegas, som vi antar bidrar med cirka 30 miljoner kronor på årsbasis.

Förvärven kommer att konsolideras vid olika tidpunkter under året samt att flera plattformar genomför förändringsarbeten och omstruktureringar. Flertalet av de förvärvade verksamheterna konsoliderades under sista kvartalet 2020. Under kvartalet tillkom Wishmaker och Zenspin. Därefter har Sir Jackpot och Live Lounge tillkommit under första kvartalet och förväntas tillföra 6 miljoner kronor omsättning på årsbasis. Blickar vi framåt antar vi att första kvartalet blir Zenspin-förvärvet tydligare samt att vi antar att Sir Jackpot och Live Lounge konsolideras under kvartalet. Vi antar att Scandibet och Turbovegas dyker upp i siffrorna från det andra kvartalet.

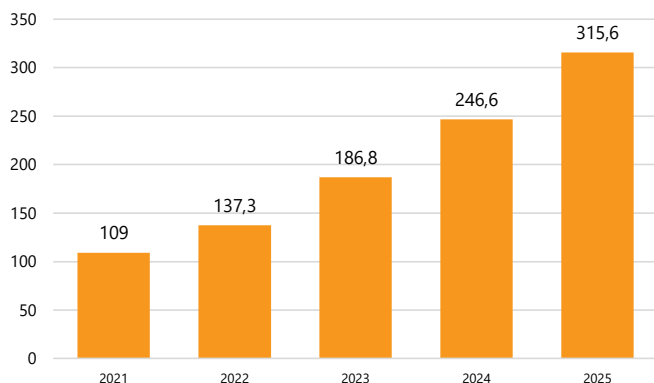
Om vi har räknat en omsättning på kring 100 miljoner som tänkbar för befintliga förvärv antar vi också att det kommer ta ett tag innan bolaget når detta. Många varumärken är i behov av upprustning och skall införlivas i koncernen. Dock antar vi att Manisols omsättning kommer börja synas från och med det andra kvartalet under året.

Det är också troligt att ytterligare förvärv tillkommer under året, något som är svårprognosierat men även innebär att vi får en inbyggd säkerhetsmarginal i prognoserna om vi inte räknar med dem.

Med antaganden enligt ovan, samt en tillväxttakt från 2022 och framåt som ser rimlig ut mot industrin i stort landar vi i följande prognoser för nettoomsättningen inom kasinoverksamheten 2021–2025:

Stark tillväxt från förvärv väntas

Nettoomsättning för kasinoverksamheten 2020–2025, i miljoner kronor.

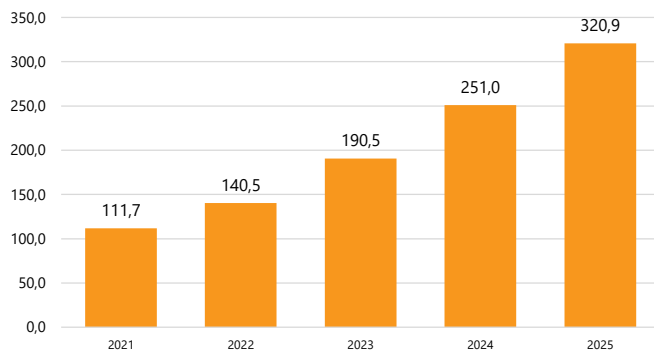


Källa: Analysguidens prognoser

Detta antar en tillväxt 2021–2025 på mellan 36 och 26 procent årligen, vilket är en hög tillväxttakt men ligger i linje med den genomsnittliga tillväxttakten senaste tre åren för bettingbolag noterade i Sverige. Detta innebär att om vi slår ihop intäkterna från B2C-verksamheten samt B2B-verksamheten landar vi i en total intäktsprognos enligt nedan:

Genomsnittlig tillväxttakt 2021–2025 på 30 procent

Antagen nettoomsättning 2021–2025 för Spiffbet, i miljoner kronor. Motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt, CAGR, på 30 procent.



Källa: Analysguidens prognoser

Kostnader

Under sista kvartalet 2020 uppgick totala kostnader för verksamheten till 29,3 miljoner kronor, med avskrivningar inkluderat. Värt att notera är dock att sista kvartalet innebar ett antal extraordinära kostnader som belastade koncernen. I bokslutet berättar bolaget att övriga externa kostnader, som uppgår till 7,6 miljoner kronor (1,5), i stort utgörs av bokföringsmässiga justeringar som behövde göras i den förvärvade verksamheten. Även de finansiella posterna, på 2 miljoner kronor, utgörs av valutakursdifferenser hänfört till dessa justeringar. Utöver detta bedömer bolaget att andra poster av engångskaraktär uppgår till cirka 3 miljoner kronor för kvartalet.

Rensat för allt detta, om vi antar att övriga externa kostnader ligger kring 2,5 miljoner kronor, innebär detta en total kostnadsbas fjärde kvartalet på cirka 21 miljoner kronor. Värt att notera är dock att dessa extraordinära kostnader kan tänkas fortlöpa, då bolaget löpande förvärvar nya verksamheter och liknande poster kan komma att upprepas.

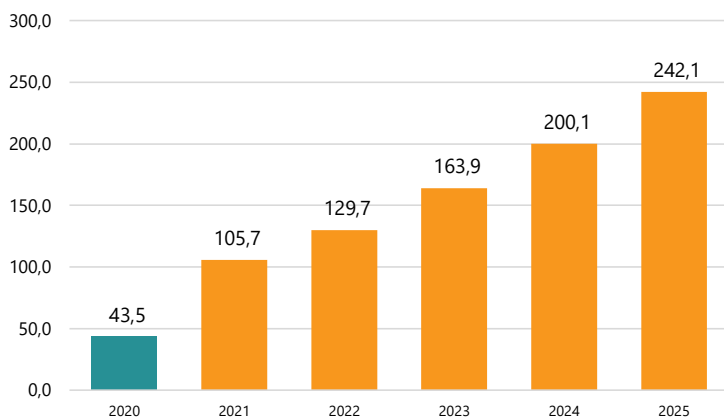
Tittar vi på andra aktörer på marknaden så ser vi en genomsnittlig bruttomarginal på mellan 60 och 67 procent. Detta inkluderar dock aktörer väsentligt större än Spiffbet, så ett antagande om marginal närmare 40–50 procent ser rimligt ut långsiktigt. På EBITDA-nivå ligger marginalerna relativt stabilt kring 27 procent och på EBIT-nivå mellan 14 och 20 procent.

Vi antar i vår beräkning att det kommande året fortsatt kommer innebära förhöjda kostnader främst till följd av förvärv vilket medför engångskostnader. Långsiktigt ser vi bolaget röra sig mot en genomsnittlig bruttomarginal på 50 procent, EBITDA-marginal på cirka 30 procent och på rörelsenivå 25 procent.

Detta resulterar i följande prognoser för utvecklingen av kostnaderna inom koncernen:

Långsiktigt förbättrade marginaler

Totala kostnader, 2020–2025, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

DCF-Värdering

Med basis i antaganden ovan landar vi i en DCF-värdering som ger ett motiverat värde per aktie på 0,918 kronor per aktie. Detta är beräknat på totala antalet utestående aktier efter utspädningen från pågående nyemission. Slutvärdet har vi dels beräknat på ett terminalvärde, dels på en exit-multipel på mellan fyra och sex gånger sista årets EBITDA resultat.

Beräkningen antar en genomsnittlig årlig tillväxttakt i intäkterna 2021 – 2025 på 30 procent och använder en diskonteringsränta på 17 procent. Beräkningen tar inte hänsyn till eventuella ytterligare utspädningar av aktieantalet, något som ser troligt ut beaktande det höga antalet förvärv som bolaget genomfört senaste året med tillhörande ökning i antalet aktier. Vi använder därtill en 25 procentig säkerhetsmarginal i beräkningen.

Risfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,6%
Småbolagspremie	4,6%
Bolagsspecifik riskpremie	5%
WACC	17%
CAGR 2021-2025	30%
Slutvärde, milj.	362,9
EBITDA-multipel	3 - 5
Enterprise Value, milj.	423
Kassa, milj.	2,9
Långfristiga skulder	14,0
Börsvärde	411,8
Säkerhetsmarginal	25%
Antal utestående aktier, milj.	336,3
Motiverat värde per aktie, SEK	0,918
Senaste värde, 2021-03-22, SEK	0,41
Uppside/nedsida	126%

Relativ värdering

Tittar vi i stället på branschen i stort värderat på ett antal olika värderingsmultiplar får vi följande sammanställning:

Bolag	Börsvärde, Mkr	P/S, snitt 3 år	P/E, snitt 3	EV/S, snitt 3 år	EV/E, snitt 3 år
Betsson	9755	2	10	2	10
Kindred	30404	2	19	2	20
ENLABS	3449	5	19	4	17
Kambi	13744	8	50	7	47
Blick Global	55	4	-9	4	-9
Angler Gaming	2025	3	14	3	13
Acroud	315	3	14	5	21
Future Gaming	49	3	39	6	53
Evolution Gaming	195239	16	36	16	35
Catena Media	2539	4	0	5	-2
LeoVegas	4127	1	23	1	24
Aspire Global	2618	2	156	1	157
Scout Gaming	1027	23	-12	21	-11
Better Collective	9022	7	36	7	39
Raketeck	699	3	14	3	14
Gaming Innovation	1764	1	-4	2	-7
Medel	17302	5	25	6	26
Median	2578	3	16	4	18

Källa: Bolagens finansiella rapporter, Refinitiv, per 2021-03-09

DCF-värderingen ovan innebär ett börsvärde för Spiffbet på 336,5 miljoner kronor efter säkerhetsmarginal. Tittar vi på den prognostiserade omsättningen för 2022 innebär detta en P/S multipel om cirka 2,4. Detta ligger relativt väl med genomsnittet för branschen i helhet. Jämförelsen ovan innehåller samtliga bolag i branschen och det finns bolag som är närmre respektive längre bort från affärsidén och verksamheten som Spiffbet bedriver. Antar vi i stället en värderingsmultipel om 3 – 4 gånger försäljningen 2022 innebär detta ett börsvärde på 422 – 562 miljoner kronor. Delat med antalet aktier vid slutet av 2020 innebär detta ett pris per aktie på mellan 1,75 kronor och 2,35 kronor.

Osäkerheten är dock stor och aktörer skiljer sig mycket åt i både storlek och värdering. Jämförelsen ger dock riktlinjer för rimligheten i DCF-värderingen där ett P/S tal om cirka 2 ser fullt rimligt ut.

Risker

Det finns ett antal huvudsakliga risker som bolaget står inför både i närtid och på längre sikt.

Spiffbet befinner sig i en expansiv förvärvsfas som ser ut att kunna ge god utdelning. Risken existerar dock att vissa av förvärven bolaget genomför inte ger den förväntade utdelningen. Exempelvis kan stora engångskostnader, bokföringsmässiga konsolideringar och andra oförväntade utgifter innebära att förvärvet påverkar bolaget negativt. Bolaget har kommunicerat att exempelvis framtida förvärv kan komma att genomföra plattformbyte innan tillträde sker, men risken existerar fortsatt att bolaget går på minor i förvärvsskedet.

Därtill är bolaget verksamt inom en bransch som i hög grad påverkas av regleringar. Huvuddelen av bolagets verksamhet bedrivs i Europa, en marknad som kommit relativt långt i regleringsarbetet. Detta kan delvis minska risken då regleringar redan finns på plats i marknaden. Däremot existerar fortsatt risken att hårdare regleringar negativt kommer påverka bolagets tillväxt.

Bolaget gör ännu inte vinst och trots den nya, spännande inriktningen på bolaget så finns det ännu inte lång historik av stabil tillväxt och goda resultat att luta sig tillbaka på. Prognoserna innehåller därmed en hög grad av osäkerhet och risken är stor att utfallet blir anorlunda.

Den kraftiga expansionen har också inneburit stor utspädning i aktieantalet. Med en stärkt kassa från den senaste nyemissionen finns inget omedelbart behov av ytterligare emissioner. Fortsatta förvärv kan emellertid innebära ytterligare emissioner.

Slutsatser

Sammantaget befinner sig Spiffbet just nu i en spännande fas och bolaget håller på att bygga en stark position i en växande marknad. Strategin att agera som en konsoliderande spelare för att skapa stordriftsfördelar har potential att ge god utdelning och de kommande åren kommer att bli spännande att följa.

Risker existerar fortsatt och de kommande åren kommer bli tongivande för hur väl Spiffbet kan förvalta den växande portföljen varumärken bolaget knyter till sig. Särskilt intressant blir det att följa utvecklingen i omsättningen samt hur kostnaderna utvecklas, där synergier bör bli tydliga under året. Förvärvsarbetet fortsätter skapa något svårprognostiserade resultat kommande år men bolagets mål om att nå break-even under 2021 ser ut att vara inom räckhåll.

I vår värdering landar vi i ett rimligt motiverat värde för aktien på 0,9 till 1,0 kronor, på 12–18 månaders sikt. Vi lutar oss huvudsakligen på DCF-värderingen och har rimlighetskontrollerat denna mot jämförbara kollegor i branschen i stort. Detta skulle innebära ett börsvärde på cirka 300–400 miljoner kronor, vilket inte ser orimligt ut givet intäktsprognoserna och den starka förväntade tillväxten. Värderingen lutar sig mot antaganden om kraftig tillväxt och god kostnadskontroll de kommande åren och 2021 kommer bli tongivande för hur väl bolaget är på väg att uppfylla våra högt ställda förväntningar.

Disclaimer

Aktiespararna, 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.

Analytikerna Nils Hellström & Johan Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvariga analytiker:

Nils Hellström & Johan Hellström