

FUTURE GAMING GROUP

KURS (SEK): 0,26

Aktietorget

Konsumentvaror och -tjänster

- iGaming-aktör inom affiliation och onlinespel
- Framtiden framför sig
- Fokus mot reglerade marknader

iGaming-aktör inom affiliation och onlinespel. Future Gaming Group är ett snabbväxande bolag inom iGaming. Bolaget har varit noterat sedan 2012, men beslutade under det andra halvåret 2017 att byta namn samt ändra verksamhetsfokus. Den tidigare verksamheten, betecknad under namnet Playhippo, var främst verksam inom onlinebingo samt onlinecasino. Den nya koncernen, skapad genom tre olika förvärv, har främst ett fokus mot affiliation (paid media), men har därtill en kompletterade del som operatör inom iGaming (onlinecasino samt sportsbook). Omställningen i koncernen inträffade genom en sakutdelning av den tidigare verksamheten till aktieägarna.

Framtiden framför sig. Den globala spelmarknaden präglas av tillväxt, både inom online- och offlinesegmenten. H2GC, den ledande analysfirman inom spel, estimerar att den årliga tillväxten för onlinespel kommer uppgå till 7% de närmaste åren. Samtidigt utgör onlinespel endast 10% av den globala spelmarknaden, som under 2017 totalt omsatte 400 miljarder EUR. Historiskt har diskrepansen mellan online och offline kontinuerligt minskat - en trend som förväntas fortsätta framgent. Detta bådär för en god framtid för aktörer verksam inom detta segment.

Fokus mot reglerade marknader. Under den senaste tiden har allt fler och fler marknader flaggat för att införa regleringar/omregleringar inom onlinespel. Future Gaming Groups vision är att ta del av denna trend genom att i framtiden vara en ledande affiliateaktör inom paid media med fokus mot reglerade marknader. Det finns flera fördelar med att vara verksam inom paid på reglerade marknader. En anledning är att det öppnar upp för nya kanaler, såsom marknadsföring via sociala medier, en annan är att det höjer inträdesbarrärer i branschen. Sammantaget gynnar det etablerade aktörer som FGG. Vidare väntas FGG vara väl positionerade för att ta del av sommarens stora spelhändelse, fotbolls-vm, vilket torde synas i både omsättning och resultat. Vi estimerar att omsättningen under helåret 2018 uppgår till 88 MSEK med en EBITDA-marginal om 38,9%.

BOLAGSBESKRIVNING

Future Gaming Group är iGaming-aktör med primärt fokus mot affiliation inom paid media på reglerade marknader. Därtill har bolaget en kompletterade operatörsverksamhet inom onlinecasino samt sportsbook.

Analytiker:

Simon Granath, simon.granath@remium.com, 08 454 32 21

Stefan Knutsson, stefan.knutsson@remium.com, 08 454 32 48

NYCKELDATA

Marknadsvärde (MSEK)	155	1 mån (%)	-6,8
Nettoskuld (MSEK)	160	3 mån (%)	-6,2
Enterprise Value (MSEK)	314	12 mån (%)	0,0
Soliditet (%)	19,1	YTD (%)	3,0
Antal aktier f. utsp. (m)	595	52-V Högst	0,4
Antal aktier e. utsp. (m)	786	52-V Lägst	0,1
Free Float (%)	69,0	Kortnamn	FGG

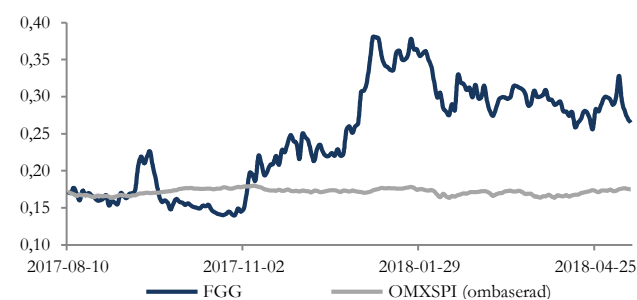
KURSUUTVECKLING

	2016A*	2017A*	2018E	2019E
Omsättning (MSEK)	6	16	88	95
EBITDA (MSEK)	-3,0	-6,0	34,1	36,0
EBIT (MSEK)	-5,9	-13,4	33,7	35,6
EBT (MSEK)	-6,0	-14,2	21,1	22,5
EPS (just.SEK)	-0,03	-0,02	0,02	0,02
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00
Omsättningstillväxt (%)	-22,2	144	457	8,4
EPS tillväxt (%)	nmf	nmf	nmf	7,1
EBITDA-marginal %	nmf	nmf	38,9	37,9

*Siffrorna avser den tidigare koncernen

	2016A*	2017A*	2018E	2019E
P/E (x)	neg.	neg.	12,3	11,5
P/BV (x)	5,4	4,0	2,3	1,4
EV/S (x)	9,1	15,9	3,4	3,0
EV/EBITDA (x)	neg.	neg.	8,7	8,0
EV/EBIT (x)	neg.	neg.	8,8	8,1
Direktavkastning (%)	0,0	0,0	0,0	0,0

KURSUUTVECKLING



Källor: Infront, Bolagsrapporter, Remium Nordic, Holdings

HUVUDÄGARE	KAPITAL	RÖSTER
Avanza Pension	17,4%	17,4%
West Aros Consulting	13,6%	13,6%
Nordea Liv & Pension	9,0%	9,0%
New Equity	8,4%	8,4%

LEDNING

		FINANSIELL KALENDER	
Ordf.	Tobias Fagerlund	1Q-rapport	2018-05-25
VD	Björn Mannerqvist	2Q-rapport	2018-08-24
CFO	Alexander Pettersson	3Q-rapport	2018-11-22

RESULTATRÄKNING

MSEK	1Q17A	2Q17A	3Q17A	4Q17A	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015A*	2016A*	2017A	2018E	2019E	2020E
Omsättning	1,2	2,2	3,2	9,1	19,5	21,2	22,6	24,3	8,1	6,3	15,7	87,6	95,0	101
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-1,3	-2,4	-4,8	2,5	7,0	8,1	8,9	10,0	-0,8	-3,0	-6,0	34,1	36,0	39
Avskrivningar	-1,1	-1,1	-1,0	-4,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-4,4	-3,0	-7,4	-0,4	-0,4	-0,4
EBIT	-2,4	-3,5	-5,8	-1,7	6,9	8,0	8,8	9,9	-5,3	-5,9	-13,4	33,7	35,6	38,5
Finansnetto	0,4	0,0	0,0	-1,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	0,0	-0,1	-0,8	-12,6	-13,0	-13,0
EBT	-2,1	-3,5	-5,8	-2,8	3,8	4,9	5,7	6,7	-5,3	-6,0	-14,2	21,1	22,5	25,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,4	-2,3	-2,5
Nettoresultat	-2,1	-3,5	-5,8	-3,8	3,4	4,9	5,7	6,7	-5,3	-6,0	-15,2	20,8	20,3	22,9
EPS f. utsp. (SEK)	-0,01	-0,03	-0,02	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	-0,04	-0,03	-0,03	0,03	0,02	0,03
EPS e. utsp. (SEK)	-0,01	-0,03	-0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	-0,04	-0,03	-0,02	0,02	0,02	0,03
Omsättningstillväxt Q/Q	-32%	82%	47%	185%	114%	9%	6%	7%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Omsättningstillväxt Y/Y	-31%	49%	119%	415%	nmf	872%	605%	165%	N/A	-22%	144%	457%	8%	7%
EBITDA-marginal	-110%	-109,5%	-150,8%	27,4%	36,0%	38,4%	39,6%	41,1%	-10,2%	-45,7%	-38,4%	38,9%	37,9%	38,4%
EBIT-marginal	-202%	-159,8%	-181,7%	-18,7%	35,5%	37,9%	39,2%	40,7%	-63,7%	-91,8%	-85,5%	38,5%	37,5%	38,0%

*Siffrorna avser den tidigare verksamheten

KASSAFLÖDE

MSEK	2015A*	2016A*	2017A	2018E	2019E	2020E
Kassaflöde från rörelsen	0	-5	-3	21	23	26
Förändring rörelsekapital	-2	1	-3	-3	-2	0
Kassaflöde löpande verksamheten	-2	2	-7	18	21	25
Kassaflöde investeringar	0	4	-134	-65	-5	-5
Fritt kassaflöde	-2	6	-140	-47	16	20
Kassaflöde fin. verksamheten	0	4	178	29	42	0
Nettokassaflöde	-2	5	38	-17	58	20

DATA PER AKTIE & AVK. EGET KAPITAL

SEK	2015A*	2016A*	2017A	2018E	2019E	2020E
EPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Just. EPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
CEPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
ROE	-21%	-69%	-30%	21%	12%	12%
Just. ROE	-21%	-69%	-37%	19%	12%	12%
Soliditet	91%	29%	25%	40%	52%	56%

BALANSRÄKNING

MSEK	2015A*	2016A*	2017A	2018E	2019E	2020E
Immateriella tillgångar	26	26	214	214	218	223
Likvida medel	0	3	41	23	81	102
Totala tillgångar	28	30	268	253	318	344
Eget kapital	26	9	51	101	166	191
Nettoskuld	0	12	93	114	56	35
Rörelsekapital (Netto)	-1	-5	-6	-2	0	0

AKTIESTRUKTUR

Antal A-aktier (m)	-	BOX 7066
Antal B-aktier (m)	595,0	103 86
Totalt antal aktier (m)	595,0	Stockholm

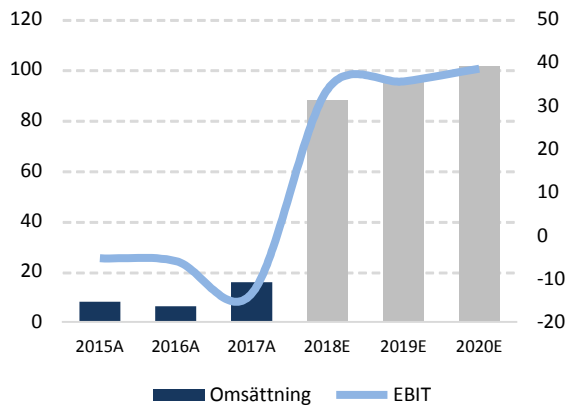
BOLAGSKONTAKT

www.futuregaminggroup.com

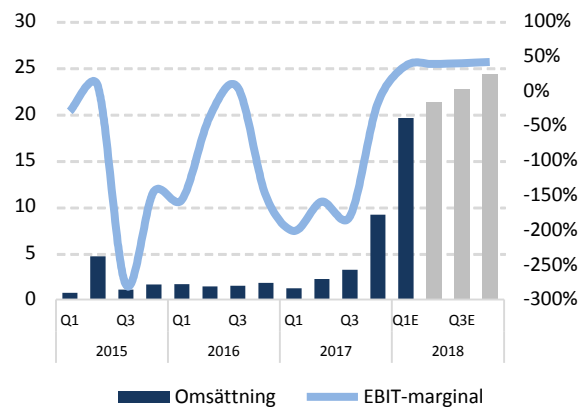
Källor: Bolagsrapporter, Remium Nordic

RESULTATRÄKNING, ÅR & KVARTAL

OMSÄTTNING & RÖRELSERESULTAT, Y/Y (MSEK)

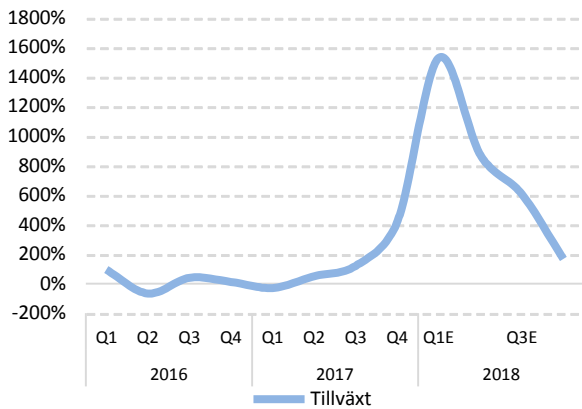


OMSÄTTNING & RÖRELSEMARGINAL, Q/Q (MSEK)

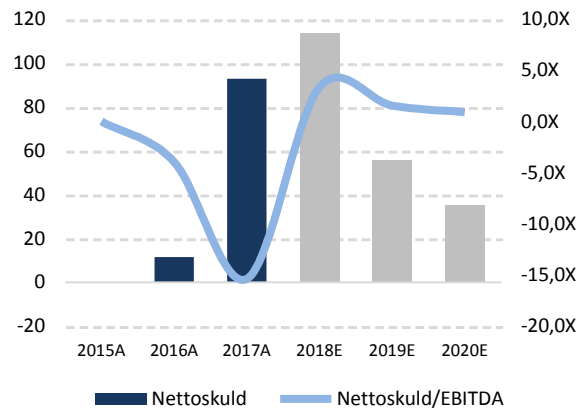


TILLVÄXT & BALANSRÄKNING

OMSÄTTNINGSTILLVÄXT, Y/Y

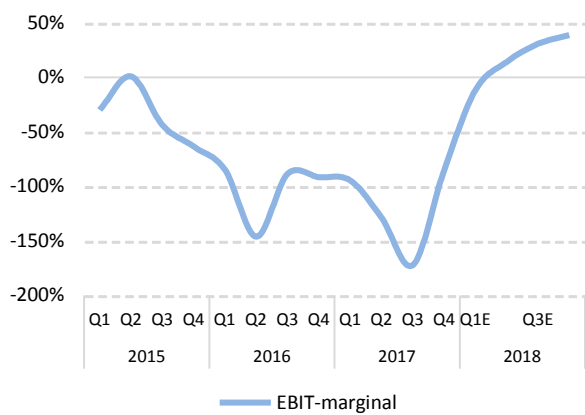


NETTOSKULD & NETTOSKULD/EBITDA

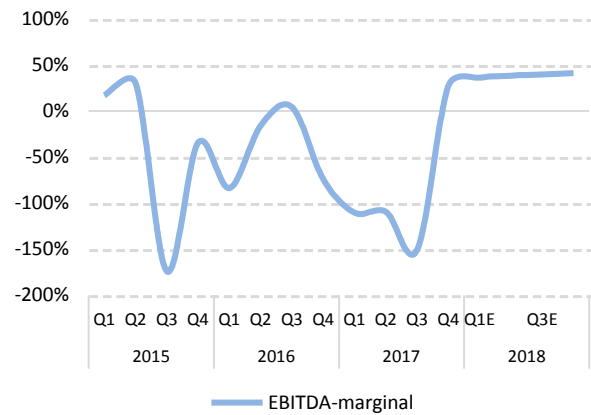


EBIT- & EBITDA-MARGINAL

EBIT-MARGINAL



EBITDA-MARGINAL



TIDIGARE VERKSAMHET

Under hösten 2017 (19e oktober) offentliggjorde bolaget att styrelsen har beslutat att undersöka möjligheterna att, via dotterbolaget AMGO iGaming AB, genomföra en sakudelning av dåvarande befintliga operatörsverksamheter till aktieägarna. Orsaken härleds till styrelsens avsikt att ändra bolagets verksamhetsfokus mot de nya förvärven samt att den tidigare verksamheten med fördel kan bedrivas under ny ledning. Per 2017-12-31 uppgick det bokförda värdet för AMGO till 25 445 TSEK.

*Sakutdelning av
tidigare
verksamhet*

Beslutet trädde i kraft på ordinarie bolagsstämma 7 maj 2018. Den tidigare verksamheten bestod av varumärkena PlayHippo, HappyBingo, LyckoBingo, Mywin24, Paradisewin, VIPstakes samt Grandwild vilka är verksamma inom onlinecasino, onlinebingo samt sportsbetting. Bolagen har under de senaste åren präglats av en negativ omsättnings- och lönsamhetstrend.

Finansiering

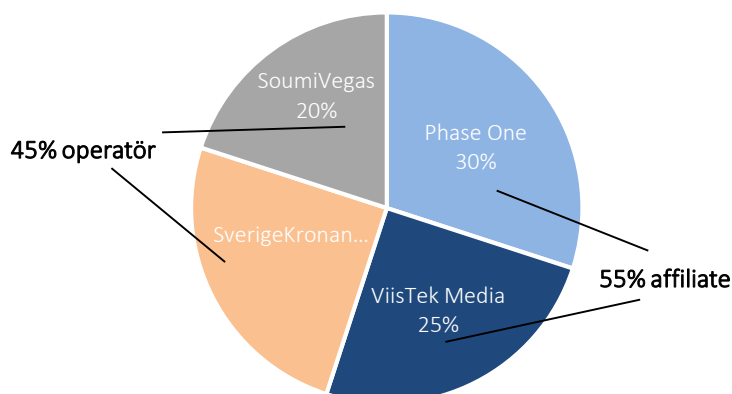
Till detta meddelande bolaget den 10e november 2017 att man inlett en obligationsfinansieringsprocess i avsikt att ta in 140 MSEK för att finansiera två stycken annonserade förvärv. Processen blev sedermera lyckad, där bolaget lyckades få in de 140 MSEK under ett totalt obligationsramverk om 200 MSEK. Obligationen sattes med en fast ränta om 9,75% och avses listas på Nasdaq Stockholm First North inom ett år från emissionsdagen. I tillägg till räntan har investerarna mottagit ett erbjudande om erhålla warranter för 300 000 SEK per obligation, med teckningskursen 0,22 kr per aktie. En obligation innebär 1 MSEK och teckning av aktier kan ske under hela 2019.

*Upptag av
obligation om 140
MSEK*

Vi ser obligationsförfarandet som positivt då det visar på ett intresse bland investerare för bolaget. Därtill medför det, vad vi anser, en gynnsam finansieringslösning som vid annan metod, såsom fullständig emittering av nya aktier, riskerar vara ofördelaktigt för befintliga aktieägare.

Efter sakutdelning och tillträde av de nya förvärven estimerar vi att koncernens intäkter fördelas enligt 55% affiliation och 45% operatör.

INTÄKTSFÖRDELNING, NYA KONCERNEN



Source: Remium Nordic, company reports

Ny redovisningsstandard

Tidigare har bolaget redovisat enligt K3-regelverket. I samband med bolagets Q4-rapport tillika bokslutskommuniké meddelade bolaget att de avser ändra redovisningsstandard till IFRS. Allt annat lika resulterar detta beslut i att bolagets avskrivningstakt på goodwill-tillgångar förändras. Enligt IFRS ska bolaget, istället för rak avskrivning av goodwill, löpande utföra så kallade impairment-test, vilket innebär att goodwill-posten kontinuerligt testas för eventuella ned/uppskrivningsbehov.

*IFRS kan komma
påverka goodwill-
avskrivningar*

AFFÄRSMODELL

Future Gaming Groups koncern har verksamheter med två stycken olika inriktningar. Dels en operatörsverksamhet, som härrör förvärvet av Sverige-kronan & Suomivegas av Bethard Group, och dels en affiliateinriktning, där Viistek Media samt Phase One Performance är verksamma.

Affiliate

Ett affiliatebolag agerar som en förmedlare, en så kallad lead generator, av potentiella kunder (lead) till de iGaming-operatörerna som bolaget har ett samarbete med. iGaming står för internet gaming och täcker alla bolag som är verksamma inom olika sorters spel på internet. Däribland ingår onlinecasinon, bettingssidor, lotterier mm. För att lyckas med denna förmedling av potentiella kunder tillämpar affiliatebolag olika sorters distributionskanaler. Oftast används SEO (söktrafik) eller Paid Media (PPC, pay per click), men det går även att nyttja andra kanaler såsom sociala medier och e-post.

Förmedlare av potentiella kunder

SEO står för Search Engine Optimization vilket innebär processen att optimera websidor för att rankas högre upp i sökmotorer (Google, Bing, med mera). Detta görs genom att anpassa webbsidornas nyckelord och innehåll för att bli så relevanta som möjligt för sökmotorernas algoritmer. Upplägget kan ses som organisk driven trafik där det följaktligen krävs en bred förståelse för hur dessa algoritmer är strukturerade och fungerar. Samtidigt gör det att tredjepartsberoendet till dessa aktörer blir stort. Om sökmotorerna skulle ändra sin struktur, eller kunskapen om hur dessa fungerar blir obsolet, existerar således en risk att sökoptimeringen tappar sin effekt. Denna så kallade "Google-risk" undviker den andra vanligen förekommande kanalen, Paid Media, som syftar till att affiliatebolaget betalar sökmotorerna (eller liknande) för att synas högt upp i sökningar. Metoden innebär att bolaget köper marknadsföring å bolagens vägnar, vilket bland annat berör olika nyckelord (AdWords etc.) och annonsplatser, som i sin tur förväntas driva in potentiella kunder på bolagets webbsida. Till följd av denna kostnad är marginalerna lägre för Paid Media än SEO.

SEO medför "Google-risk"



Kostnaden för att marknadsföra sig via olika PPC-kampanjer förekommer oftast med stor variation. Faktorer som påverkar är exempelvis målgruppens karaktär (intressen, köp- och responsbenägenhet etc.) och tidpunkt på dygnet som annonsen är aktuell. Dessutom påverkar annonsens lokalisering. En annons som dyker upp på en sökmotor till följd av en sökning (search engine results page, SERP) klassas högre än en annons på en tredjepartssida. Detta då omvandlingsfrekvensen är högre på det förstnämnda.

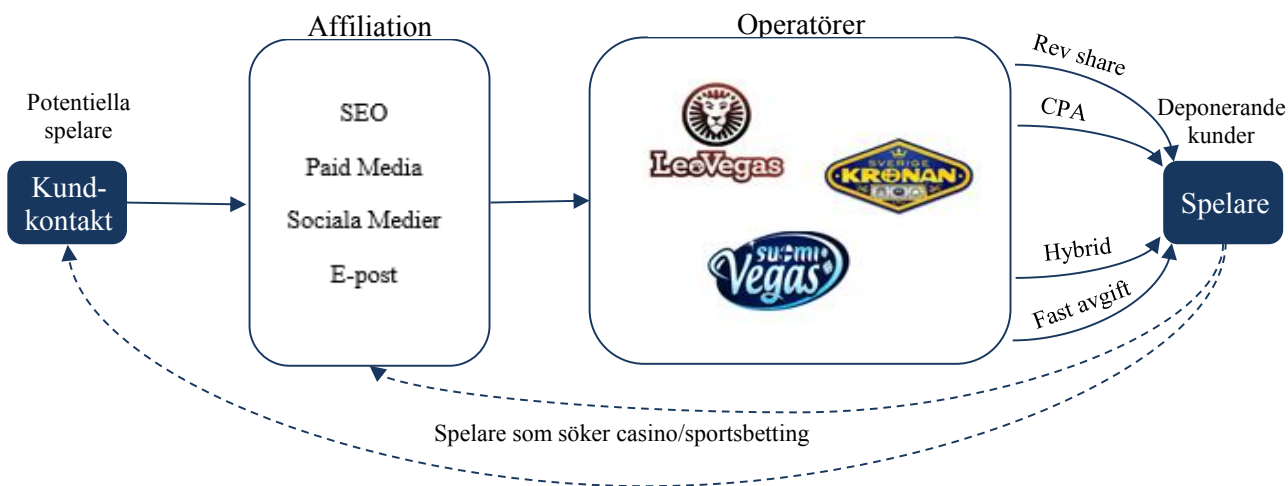
Priset är därefter antingen satt till ett fast belopp, där annonsören erhåller en summa per klick (flat-rate PPC), eller till det pris som högstbjudande i en budprocess väljer att offerera (bid-based PPC). Här har olika aktörer skrivit under avtal om att ingå i budprocesser för diverse annonser, vanligen anordnat av ett annonsnätverk. Processen tenderar att ske hastigt och automatiskt via algoritmer, vilka är programmerade till att maximera vinst, maximera trafik, träffa rätt målgrupp mm.

Flat-rate PPC vs bid-based PPC

AFFÄRSMODELL

Målet med de olika kanalerna är att antingen attrahera kunder till affiliatebolagets egna webbsidor, med avsikten att därefter slussa dem vidare till operatörerna, eller hoppa över detta mellanled för att direkt föra kunden vidare till operatören. I de fall då affiliateaktören tillhandahåller en egen webbsida kan den potentiella kunden jämföra och utvärdera olika erbjudanden, för att sedan välja det erbjudande som är bäst lämpat. Det finns tusentals onlinespelvarumärken, så behovet att jämföra dem är stort. Jämförelsen kan bland annat beröra diverse bettingodds eller casinoerbjudanden, såsom free-spins och bonusar. Om kunden därpå finner något erbjudande som lockande förmedlas denne vidare till operatören. Bland operatörerna återfinns bolag som Betsson, Bet365, Mr Green och Pokerstars m.fl.. Dessutom vidareutvecklar jämförelsesidorna sitt innehåll genom att tillhandahålla de senaste spelnyheterna, expertkommentarer, recensioner, bloggar mm. Denna parameter, att fokusera på innehållet, är viktig vid SEO, då det är ett centralt sätt för att locka in den potentiella kunden på affiliatesidan samt rankas högt upp i sökmotorerna.

Tusentals olika erbjudanden skapar ett stort jämförelsebehov



Intäktmodell - affiliation

Intäktmodellen är uppbyggd på två olika sätt. Antingen erhåller affiliatebolaget ett fast belopp varje gång en kund väljer att deponera pengar hos en operatör till vilken man refererat en spelare, vilket benämns CPA (cost per acquisition), eller så tillskrivs bolaget en del av den slutliga vinsten som operatören genererar av kunden (revenue share). I branschen är det inte ovanligt att det senare alternativet uppgår till 35-45% av NGR (net gaming revenue) och det förstnämnda till 200-400 EUR per kund. Net gaming revenue motsvarar nettointkomsten, vilken bland annat är justerad för återbetalningar, skatt och bonusar.

CPA vs rev share

En fördel med revenue share är att det tenderar gälla under hela kundens livstid och kan följaktligen uppgå till en ansevärt mycket större summa än CPA. Dock under förutsättning att kundens livstid hos operatören är varaktig. Med CPA är fördelen emellertid att affiliatebolaget erhåller betalning oavsett kundens långsiktiga lojalitet till operatören. Generellt tenderar kunder vara mer lojala till sportsbook- än casinooperatörer, vilket leder till att intäktmodellen kan variera beroende på verksamhetens fokus.

Intäktmodellen är beroende av operatörens inriktning

Från operatörens synvinkel finns både för- och nackdelar med respektive alternativ. Vid traditionell marknadsföring, utan affiliates (tv, tidningar etc), riskerar operatören att betala höga upfront fees varvid en revenue share-lösning bidrar till "säkra" intäkter oavsett försäljningsvolym från den slussade kunden, det vill säga en resultatbaserad prissättningsmodell. Nackdelen är däremot att affiliatebolaget tar en relativt stor del av den totala volymen om kundens livstid är långvarig.

AFFÄRSMODELL

Casino & Sportsbook

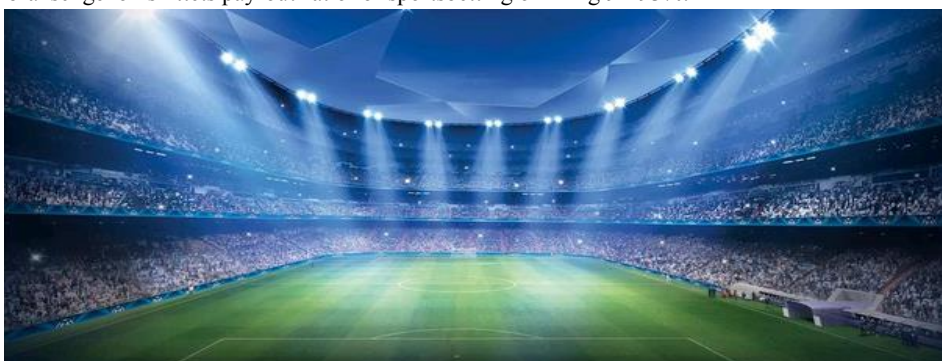
FGGs operatörsverksamheter Suomivegas och Sverigekronan är verksamma inom onlinecasino och sportsbetting. Inom onlinecasinosegmentet existerar tusentals olika produkter, där det vanligast förekommande är slotmaskiner och i synnerhet spelleverantören NetEnts storsäljande produkt Starburst. Utöver dessa återfinns även många andra välkända produkter i casinobolagens erbjudande, såsom blackjack, roulette och baccarat. Sportsbetting, däremot, är baserat på att förutspå utfall utifrån givna odds. Som namnet avslöjar innebär det oftast vadslagning om olika sportevent, men betting kan bland annat även ske på politiska händelser och andra specialevent (exempelvis Eurovision Song Contest).

*Slotmaskiner,
blackjack,
roulette,
sportsbook...*

Inom casinosegmentet är de olika spelen uppbyggda så att oddsen alltid verkar i casinots favör. Exempelvis uppgår den så kallade pay-out-ration (återbetalnings-ration) för slotmaskiner till ca 95-97%, vilket säkerställer långsiktig lönsamhet för casinot. Då de olika spelen oftast härrör från en extern spelleverantör skapas ett förtroende till operatören från kunden att återbetalningsration är korrekt. I annat fall kan en misstro mot casinot existera, gällande huruvida casinot på eget initiativ sätter/ändrar oddsen på ett otillbörligt sätt.

*Oddssättning i
casinots favör
säkerställer
lönsamhet*

Även sportsbetting tenderar att nyttja externa leverantörer för att leverera spelen, men gällande oddssättning är situationen annorlunda då lönsamheten är en funktion av hur resultaten faller ut. I allmänhet påverkas operatören negativt om lågoddسالternativ går ut som vinnare. Därtill är det skillnader i lönsamheten mellan dels olika geografier, och dels de diverse eventens popularitet. Sammantaget medför detta en större volatilitet i intjäningen för operatören. Idag är branschgenomsnittets pay-out-ratio för sportsbetting omkring 92-93%.



Intäktmodell - operatör

Ett vanligt begrepp inom iGaming är antalet deposits (deponeringar) och är, tillsammans med deponeringens summa, en essentiell faktor för att operatörer ska tjäna pengar. Konkurrensen för deponeringar är hård, så för att locka kunder använder operatörer sig av bonusar. Ofta är dessa bonusar behäftade med olika sorters hållhakar för att kunden ska kunna ta dem tillgodo (dvs uttag av bonusen). Typiskt är att kunden måste omsätta bonusens belopp ett specifikt antal gånger. Strävan mot att kunden ska omsätta summan utgör en viktig parameter då en deponering hos en operatör inte nödvändigtvis innebär att kunden spelar för beloppet. När kunden väl satt pengarna i omsättning är emellertid oddsen i casinots förmån, vilket sedermera, efter avdrag för återbetalningar, genererar casinots gross gaming revenues (GGR). Justeras även detta belopp för bonusar ges NGR. Därefter dras eventuella regulatoriska skatter samt COS (cost of sales) av. Normalt inkluderar det senare licenskostnader (och dylikt), leverantörskostnader (spel och betalningslösningar) samt affiliatekostnader. Summa summarum alstras bruttoresultatet.

*Marknadsföring
sker bland annat
via
bonuserbjudanden*

RESULTATRÄKNING

+	Intäkter
-	Återbetalningar (payback)
=	GGR
-	Bonusar
=	NGR
-	Ev. regulatorisk skatt (ex. 15%)
-	COS (cost of sales)
=	Gross profit (bruttoresultat)

FÖRVÄRVSMODELL

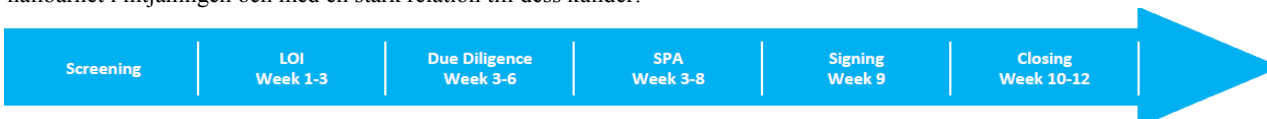
Förvärvsstrategi

Future Gaming Group är ett bolag som kontinuerligt eftersöker potentiella förvärv. Den i dagsläget fragmenterade marknaden talar för att det finns ett stort antal åtkomliga potentiella förvärvsobjekt. Ledningen menar på att attraktiva förvärv är bolag som är verksamma inom iGaming samt är kompletterande till den nuvarande verksamheten. Genom dessa objekt hoppas FGG uppnå synergier som på så vis gör förvärven värdeskapande för koncernen.

Förvärv ska komplettera nuvarande verksamhet

Kriteriet för förvärvsbolagens inriktning är således relativt brett. Detta medför att bolag inom andra vertikaler och på nya marknader blir intressanta förvärvskandidater. Vidare ska förvärven ha bevisat sig operationellt under en fungerande affärsmodell som kännetecknas av hög hållbarhet i intjäningen och med en stark relation till dess kunder.

Ej främmande för nya marknader och vertikaler



Ovan beskrivs hur en typisk förvärvsprocess kan se ut i FFG. Inledningsvis sker en screening över potentiella förvärv. När väl ett attraktivt bolag har påträffats följs screeningen upp av ett Letter of Intent (LOI). Här klarläggs förväntningar och grunder för transaktionen för båda parter. Visar det sig att det råder oklarheter eller oenighet i affären är FGG inte obenäma till att dra sig ur processen i ett tidigt stadié.

Vidare genomförs därefter en due diligence (DD). Processen utförs in-house där en genomlysning av förvärvsbolagets verksamhet sker. Bland annat utvärderas resultatet, balansräkningen och ledningen. Därtill undersöker FGG så att förvärvet inte är associerat med några "röda flaggor", det vill säga att bolaget betalar skatt, inte är utsatt för några legala tvister etc. Såvida det inte råder några oklarheter i samband FGGs due diligence, eller några oenigheter gällande avtalsvillkor, avslutas förvärvsprocessen med att avtalet (SPA, Sales and Purchase Agreement) signeras av båda parter.

Due diligence-process

Förvärvsstorlek & köpeskilling

Det är inte ovanligt att förvärven är små och med en liten operationell ledningsstyrka. Bolagen drivs således av ett fåtal nyckelpersoner. För att motivera dessa personer att stanna kvar och integrera sin verksamhet på bästa möjliga sätt tenderar FGG nyttja olika earn-out-lösningar. Dels kan betalningen av bolaget ske med nya aktier, vilket på så vis gör att de gamla ägarna blir delägare i koncernen, men det är inte ovanligt att FGG dessutom finansierar förvärven via diverse tilläggsköpeskillingar. För att delägarna ska erhålla full betalning krävs då att det förvärvade bolaget uppnår vissa mål, exempelvis avseende omsättning och resultat. Betalningen kan ske kontant, via nya aktier, eller genom en hybrid av dessa.

Earn-outs gynnar integrerings-processen

Ett annat investeringskriterie är avseende prislappen på transaktionen. Här har bolaget som mål att rörelsen bör förvärvas till 3-5 gånger rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA), men enskilda förvärv kan göras enligt andra premisser. Detta kan till synes tolkas som lågt, och väcka frågor hänförligt de tidigare ägarnas benägenhet att acceptera transaktionen, men det rör sig helt sonika var den fragmenterade branschens genomsnittliga förvärvsköpeskillingar tenderar att ske.

Förvärv till 3-5x EBITDA

Ambition & Vision

Bolaget har som finansiell målsättning att år 2021 uppnå över 30% årlig tillväxt, vilket ska ske både organiskt och via förvärv. Därtill ska EBITDA-marginalen uppgå till 40%.

"Bli en ledande affiliateaktör i reglerade marknader inom paid media"

FGGs strategiska vision är att skapa en ledande affiliateaktör inom paid media med starkt fokus på reglerade marknader.

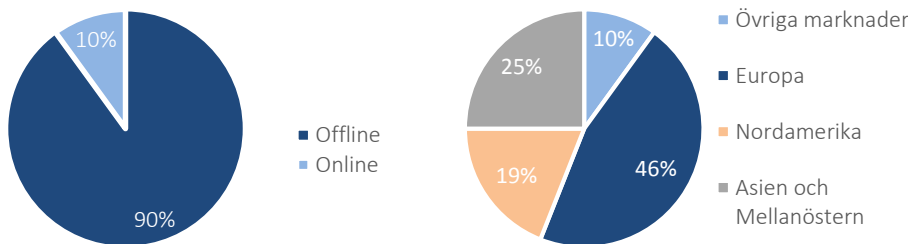
MARKNAD

Marknad

Enligt H2GC omsätter den globala spelmarknaden nära 400 miljarder EUR om året, där den totala tillväxten genomsnittligt uppgått till fyra procent årligen de senaste 10 åren. Tillväxten innefattar både marknaden för offline- och online-gaming, varvid onlinepenetrationen idag uppgår till ca 10%. Skiftet från offline till online har under flertalet år varit stadigvarande, drivet av snabbare uppkopplingar, ökad internetpenetration och nya teknologiska innovationer. Bland flera kan tilläggas den starka tillväxten för mobilspele, vilket resulterat i en avsevärt förbättrad tillgänglighet av casino- & sportsbook-plattformar för kunder oavsett plats och tid. Vidare har online-delen historiskt växt snabbare än offline, med en CAGR om 10% de senaste 10 åren, och detta förhållande förväntas fortsätta framgent. Att onlinespel konsekvent växer snabbare än offlinespel, samtidigt som den totala marknaden växer, bådär gott inför framtiden för aktörer likt FGG, verksamma på det nuvarande redan stora onlinesementet. Under de närmaste åren estimerar H2GC en årlig tillväxt om 7% för den globala onlinespelmarknaden.

Online växer snabbare än offline

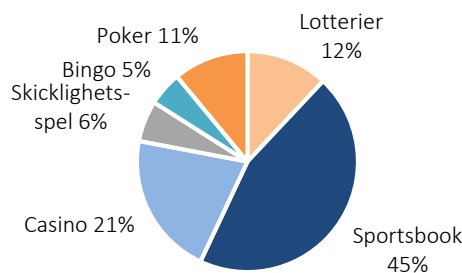
GLOBALA SPELMARKNADEN 2017



Source: Remium Nordic, H2GC

Den globala marknadens produktmix utgörs till större delen av sportsbook och casino (66%). Bland de mindre produkterna återfinns lotterier, poker mm., vilka tillsammans står för resterande 44%.

GLOBAL PRODUKTMIX 2017



Source: Remium Nordic, H2GC

En omfattande andel av casino- och sportsbetting-marknaden genereras via olika affiliate-aktörer. Totalt estimerar vi att 30% respektive 20% av intäkterna i vardera segment alstras via affiliates. Med utgångspunkt i en global marknad om 400 md EUR sår detta om en potentiell global marknad för sportbetting-affiliates uppgående till 3,6 md EUR, respektive 2,5 md EUR för casino-affiliates. Detta alltså givet 10% penetration för onlinespel samt 66% marknadsandel för sportsbook och casino.

Total marknad om 3,6 resp. 2,5 miljarder EUR

MARKNAD

Regleringar/omregleringar

Under de senaste åren har vi kunnat observera en tydlig trend att fler och fler länder inför krav på aktörer att inneha spellicenser. Trenden är i synnerhet noterbar i Europa, där varje enskilt land fattar sitt egna beslut i frågan. För operatörerna, liksom affiliatebolagen, uppstår både för- och nackdelar med dessa regleringar, varav några kommer att tas upp nedan.

Ökad andel reglerade marknader

Regleringar medför ökade krav på respektive aktör på marknaden. Det ställer krav på att både inneha spellicenser och myndighetstillstånd. Därtill bidrar det till ökade skattekostnader och har således en negativ marginalpåverkan, allt annat lika. Det kan dessutom förekomma regleringar för bonussystem, vilket kan påverka operatörernas marknadsföringspenetration. Samtidigt leder ökad reglering till att oseriösa aktörer försvinner från marknaden. Detta skapar ett högre förtroende för branschen. Det blir även svårare för mindre aktörer att etablera sig då inträdesbarriärerna höjs, bland annat till följd av att de tenderar sakna nödvändiga legala kompetenser. Vidare sänks den regulatoriska risken i bolaget samtidigt som fler marknadsföringskanaler öppnas upp (exempelvis marknadsföring via sociala medier såsom Facebook, Youtube etc.). En annan fördel med reglering uppstår i de fall då det tidigare förelegat statligt monopol. Detta skapar möjligheter för privata aktörer att vinna marknadsandelar, exempelvis genom effektiviseringar i branschen.

Både för- och nackdelar med reglering

I Europa är de flesta kärnmarknader antingen redan reglerade, eller i sin linda med att bli det. Samtidigt råder det ofta stora skillnader mellan marknaderna kring hur de olika regleringarna är utformade. Ett exempel är avseende skattesats och skattegrund, där skatten i vissa fall baseras på GGR (ex. Storbritannien) och i andra fall på omsättningen (ex. Irland). Gällande skattesatsen är en viktig parameter att nivån balanseras utifrån kanaliseringsgraden (totala graden reglerade intäkter av den, inom ett land eller område, totala marknaden). En för hög skattenivå resulterar i en låg kanaliseringsgrad medan en för låg skattenivå mynnar ut i för låga skatteintäkter.

Varierande skatteregler beroende på marknad

I nedanstående tabell listas ett urval av, vad vi uppskattar som, attraktiva marknader för FGG. Som synes är merparten av dessa marknader reglerade, vilket är något som FGG eftertraktar. I USA är marknaden reglerad både på statlig och federal nivå, men somliga stater tillåter vissa spelprodukter (Nevada, New Jersey, Pennsylvania). Vidare ryktas det om att delstater som Michigan, Massachusetts och New York överväger nya regler (omregleringar), något som i ett positivt scenario skulle vara gynnsamt för iGaming-aktörer då det öppnar upp för nya potentiella marknader.

USA - en intressant framtida marknad

Marknader	Reglerat	Ej reglerat	Marknader	Reglerat	Ej reglerat
Australien	x		Mexico	x	
Belgien	x		Nederländerna	2019e	
Brasilien	x		Norge		x
Bulgarien	x		Polen	x	
Colombia	x		Portugal	x	
Danmark	x		Rumänien	x	
Estland	x		Schweiz	x	
Finland		x	Slovakien	x	
Frankrike	x		Slovenien	x	
Grekland	x		Spanien	x	
Indien	x		Sverige	2019e	
Irland	x		Tjeckien	x	
Italien	x		Tyskland	x	
Kanada	x		Ungern	x	
Lettland	x		USA	x	
Litauen	x		Österrike		x
Malta	x				

Source: Remium Nordic, H2GC

Phase One Performance

Phase One Performance grundades 2006 som en del av den svenska annonsmäklaren Wiget Media och är idag verksam inom affiliation med inriktning mot iGaming-industrin. Bolaget har ett primärt fokus mot Paid Media och i synnerhet vertikalen sportsbetting, men bedriver även viss verksamhet mot onlinecasino. För att attrahera potentiella spelare har bolaget specialiserat sig på att köpa media på diverse annonsplattformar. Köpen av media sker antingen direkt, via person-till-person, eller genom programmerade köpalgoritmer, och genomförs i samarbete med aktörer som AdSupply, Adcash och PropellerAds. De jobbar sedermera för att nå rätt användare via rätt kanal, vilket görs via kanaler som video, mobilt, sociala medier och sök.

*Specialisering
inom PPC*

Bland kunderna påträffas framstående referenser som Bet365, SkyBet, Mr Green, Leo Vegas m.fl.. Dessa är kunder som är verksamma på många olika marknader, utspridda världen över. Följaktligen är Phase One en aktör med global närvaro.

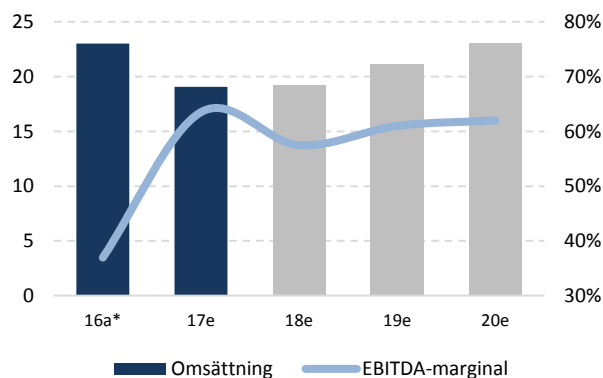
Då spelare inom sportsbetting tenderar vara mer lojala än motsvarande spelare inom onlinecasino torde det vara gynnsamt för affiliatebolag att fokusera på en rev share-baserad intäktsmodell. Följaktligen estimerar vi att inbetalningsströmmarna för Phase One i synnerhet härrör från rev share, vilka vi beräknar uppgå till 70% av intäkterna. Resterande 30% uppskattar vi härstamma ifrån CPA. Sannolikt medför intäktsmixen en fortsatt relativt hög marginal framgent. Detta såg vi tecken på i bolagets offentligt gjorda siffror för oktober och november där vinsten (EBITDA) uppgick till 1,6 MSEK för respektive månad. Samtidigt har bolaget kungjort intäkterna för perioden 20 sep - 31 dec, vilket sammantaget resulterat i höga marginaler för perioden. Uppskattningsvis var EBITDA-marginalen hela 88% för Phase One i Q4, något som vi dock bedömer var exceptionellt högt. För 2018 räknar vi med en lägre marginal, främst som en funktion av ökade tillväxtsatsningar inför stundande fotbolls-VM (Q2-Q3 2018). På längre sikt estimerar vi att motsvarande marginal kommer uppnå nivåer strax över 60%.

*I synnerhet en rev
share-baserad
intäktsmodell*

	Proforma 2017e	2018e								
	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	16a*	17e	18e	19e	20e
Omsättning	4,4	4,0	4,6	5,1	5,6	23,0	19,1	19,2	21,1	23,0
Tillväxt Y/Y	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-17%	1%	10%	9%
EBITDA	3,9	2,2	2,6	2,9	3,3	8,5	12,1	11,0	12,9	14,3
EBITDA-marginal	88,2%	55,0%	56,7%	58,0%	59,4%	37,0%	63,5%	57,5%	61,0%	62,0%

*Oms. & resultat för 2016 avser approximativa siffror enligt PM.

OMSÄTTNING & EBITDA-MARGINAL, Y/Y (MSEK)



ViisTek Media

Likt Phase One Performance agerar estniska ViisTek Media som en affiliateaktör inom iGaming. Bolagets primära vertikal är mot onlinecasinon, men trafik drivs även till diverse onlinebingo-operatörer. Utöver bolagets huvudsakliga intäktskanal, paid media, driver bolaget därtill trafik via email och sociala medier. Det förstnämnda innebär att potentiella kunder mottar olika erbjudanden via mail, där ViisTek sedermera erhåller intäkter om kunden deponerar pengar hos operatören. Marknadsföring via email verkar emellertid endast som en kompletterande del och vi estimerar att merparten av intäkterna härrör från PPC. Plattformar som används via sociala medier kan exempelvis vara Facebook, Twitter, Pinterest och Google+.

*Paid media, email
och sociala medier*

Då kunder inom onlinecasinosegmentet tenderar vara mindre lojala än motsvarande kunder inom sportsbetting använder sig ViisTek främst av en CPA-baserad intäktsmodell för dess intäktsströmmar. I branschen är det inte ovanligt att affiliatebolaget erhåller upp emot 200-400 EUR per inslussad kund. Vi estimerar att beloppet uppgår i det nedre spannet då bolaget är relativt litet gentemot andra större branschkollegor. Till följd av att intäkterna är baserade på antalet klick är en av bolagets centrala uppgifter att marknadsföra sig på ett sätt som når ut till så många klickande kunder som möjligt. Här åtnjuts synergier med koncernens operatörsverksamhet då de möjliggör tillgång till dess kundgrupper, vilka kan ses som attraktiva målgrupper.

*CPA-baserad
intäktsmodell*

Marknader

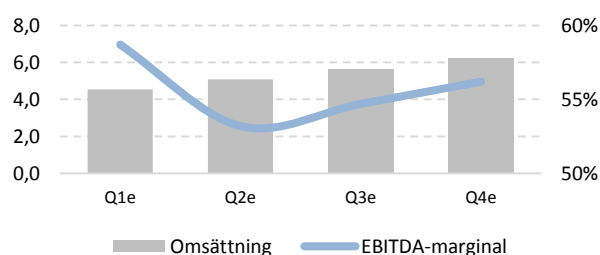
Historiskt har bolaget främst varit aktivt på den australiensiska marknaden. Samtidigt verkar ViisTek, liksom Phase One, mot en global marknad. Detta innebär att bolaget verkar i en dynamisk snabbfotad miljö där marknadsnärvaron kontinuerligt förändras.

Den största anledningen till varför Australien, som tidigare varit en attraktiv marknad, inte längre är en, för ViisTek, central marknad är den spelreglering som införts. Regleringen har medfört att bolag inte längre tillåts bedriva affiliationverksamhet mot onlinecasino. Följaktligen har det medfört en omfattande negativ inverkan på ViisTeks aggregerade omsättning.

	Proforma 2017e	2018e				18e	19e	20e
	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e			
Omsättning	3,8	4,5	5,1	5,6	6,2	21,5	23,6	25,5
Tillväxt Y/Y	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	10,0%	8,0%
EBITDA	2,2	2,2	2,4	2,8	3,2	11,9	13,7	14,8
EBITDA-marginal	58,7%	58,7%	53,2%	54,7%	56,2%	55,6%	58,2%	58,2%

Då ViisTek endast ingick i koncernen fr.o.m. 20 december har vi upprättat en estimerad proforma för bolagets utveckling under Q4 2017. Vi estimerar en omsättning om ca 3,8 MSEK samt en EBITDA-marginal om 56%. Under 2018 bedömer vi att marginalen kommer att kontraheras något, främst till följd av ökade tillväxtsatsningar, likt Phase One. Detta medför en marginal om 55,6% för helåret 2018. Därefter räknar vi med att denna kan öka mot 58%.

OMSÄTTNING & EBITDA-MARGINAL, Q/Q (MSEK)



Suomivegas & Sverigekronan

Suomivegas och Sverigekronan är två maltesiska iGamingoperatörer verksamma inom onlinecasino och sportsbook. Det primära fokuset är dock mot onlinecasino. Verksamheterna introducerades 2013 respektive 2014 av den tidigare ägaren, tillika operatören, Bethard och är byggda på plattformen AleAcc. Spelare kan välja mellan flertalet vedertagna spelfavoriter, däribland blackjack, slotmaskiner och roulette. Bolaget erbjuder både spel på dess virtuella plattform samt diverse livespel. Det senare innebär direktstreamade spel från professionella casinostudios i kombination med grafisk framställning via webcam. Bland spelleverantörerna återfinns välkända varumärken som NetEnt, Evolution Gaming, Yggdrasil, m.fl.

*Huvudsakligt fokus
mot onlinecasino*



Bolagen har tillsammans över 125 000 st kunder registrerade i sina databaser, något som öppnar upp för marknadsföringsaktiviteter mot dessa. Detta kan dels vara genom operatörerna själva, men även genom koncernens övriga affiliatebolag eller andra externa affiliateaktörer. Följaktligen åtnjuts synergier mellan koncernens dotterbolag, vilka därtill kan nyttja operatörernas kunddata för att få en positiv effekt på affiliatebolagens utföranden.

*Synergier med
övriga
koncernbolag*

	Proforma 2017e	2018e						
	Q4e	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	18e	19e	20e
Omsättning	11,0	11,0	11,6	11,9	12,5	46,9	50,2	52,7
Tillväxt Y/Y	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14,5%	7,0%	5,0%
EBITDA	3,2	2,4	2,8	2,8	3,1	11,1	9,3	9,8
EBITDA-marginal	29%	22%	24%	24%	25%	24%	19%	19%

Bolaget har offentliggjort att segmentets intäkter under perioden 20 dec - 31 dec uppgick till 1,55 MSEK. Mot bakgrund av detta uppskattar vi att omsättningen för Q4 2017 uppgick till 11 MSEK. Intill detta är vår prognos att EBITDA under motsvarande period uppgick till 3,2 MSEK, resulterande i en marginal om 29%. För helåret 2018 räknar vi med en marginalkontraktion mot 24%, främst till följd av ökade tillväxtsatsningar utifrån guidance av bolaget. Även på längre sikt är vår prognos ytterligare marginalkontraktion, mot 19% år 2019e respektive 2020e. Detta givet tillträdandet av den svenska spelregleringen som beräknas träda i kraft 1 januari 2019, marginalpress i branschen samt fortsatt ökade tillväxtsatsningar.

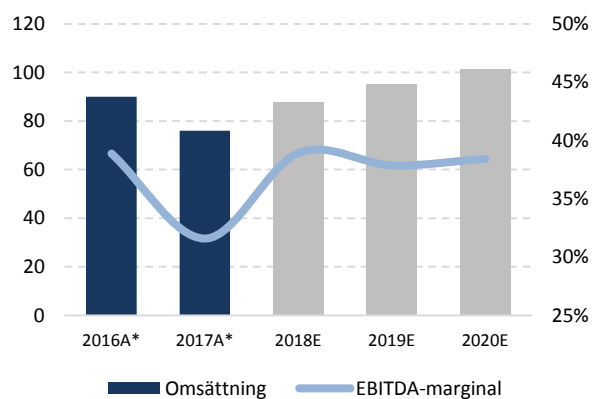
*Tillväxtsatsningar
väntas påverka
marginalen*

Siffror per segment (nya koncernen)

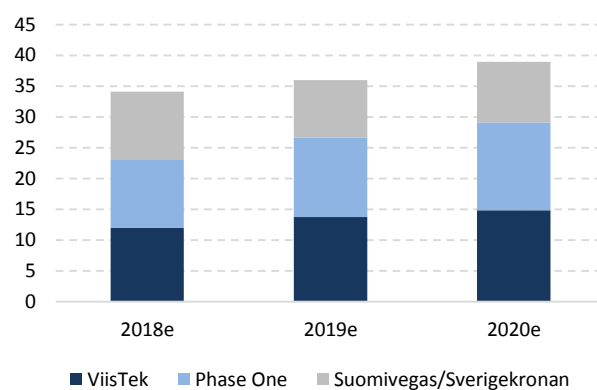
Nettoomsättning (MSEK)	Proforma 2017e		2018e				2016A*	2017A*	2018E	2019E	2020E
	Q4e	Q1	Q2	Q3	Q4						
ViisTek	3,8	4,5	5,1	5,6	6,2			21,5	23,6	25,5	
EBITDA	2,2	2,4	2,8	3,2	3,6			11,9	13,7	14,8	
<i>EBITDA-marginal</i>	59%	53%	55%	56%	58%			56%	58%	58%	
Phase One	4,4	4,0	4,6	5,1	5,6			19,2	21,1	23,0	
EBITDA	3,9	2,2	2,6	2,9	3,3			11,0	12,9	14,3	
<i>EBITDA-marginal</i>	88%	55%	57%	58%	59%			64%	57%	61%	
Suomivegas/Sverigekronan	11,0	11,0	11,6	11,9	12,5			46,9	50,2	52,7	
EBITDA	3,2	2,4	2,8	2,8	3,1			11,1	9,3	9,8	
<i>EBITDA-marginal</i>	29%	22%	24%	24%	25%			24%	19%	19%	
Omsättning	19,2	19,5	21,2	22,6	24,3	90,0	76,0	87,6	95,0	101,3	
<i>Tillväxt</i>							-16%	15%	8,4%	6,6%	
EBITDA	9,3	7,0	8,1	8,9	10,0	35,0	24,0	34,1	36,0	38,9	
<i>EBITDA-marginal</i>	49%	36%	38%	40%	41%	39%	32%	39%	38%	38%	

*Proformaintäkter respektive proformaresultat för helåret 2017 och 2016 kommunicerades i bolagets bokslutskommuniké (2017).

OMSÄTTNING & EBITDA-MARGINAL, Y/Y (MSEK)



EBITDA PER DOTTERBOLAG, Y/Y (MSEK)



FINANSIERING OCH EARN-OUTS

Bolag	Konsolidering	Köpeskilling	Earn-out	Tidpunkt
SverigeKronan/Suomivegas	2017-12-20	58	22*	2018-06-20
ViisTek Media	2017-12-20	32	14**	2018-12-20
Phase One Performance	2017-09-20	30	30***	2018-09-20
Totalt		120	66	

*Kontant. Krav på EBITDA 6 mån överstigande 0,536 MEUR

**Kontant. Krav på EBITDA NTM överstigande 1,4 MEUR

***100% aktier. Krav på EBITDA NTM överstigande 12 MSEK

Nya aktier (m)		Kommentar
Phase One Performance*	123	*Givet dagens kurs om 0,26 kr/aktie
Warranter (obligation)	191	
Totalt	314	

Som tidigare nämnt har tre stycken förvärv genomförts under H2 2017; SverigeKronan/Suomivegas, Phase One Performance samt ViisTek Media. Initiala köpeskillingar samt tilläggköpeskillingar (earn-out) är listade ovan, vilka totalt uppgår till 120 respektive 66 MSEK. Den första tilläggköpeskillingen att betalas ut härleds till förvärven av operatörerna (SverigeKronan och Suomivegas). Denna uppgår till 22 MSEK, under förutsättning att bolagen når ett EBITDA-resultat om 0,536 MEUR (ca 5 MSEK) under de följande 6 månaderna efter förvärvstillträdet. Vi estimerar att detta resultat kommer uppnås, varför hela beloppet beräknas falla ut. Avseende förvärvet av ViisTek Media, med en initial köpeskilling om 32 MSEK samt en möjlig tilläggköpeskilling om 14 MSEK, bedömer vi att resultatetkravet om 1,4 MEUR (ca 14 MSEK) NTM från tillträdet ej kommer att uppnås. Det tredje förvärvet, Phase One Performance, väntas generera ett EBITDA-resultat om 11,0 MSEK. Vi estimerar att större delen av tilläggköpeskillingen kommer att falla ut. Betalningen sker emellertid 100% via aktier och är således ej kassaflödespåverkande för bolaget. Givet dagens kurs om 0,26 kr resulterar beloppet om 14 MSEK i en emittering om ca 123 miljoner nya aktier.

Finansiering				
Inflöde	Antal (m)	Teckningskurs (kr)	Kapitalinflöde (MSEK)	
Warranter	190,9	0,22	42,0	
Utflöde	Belopp (MSEK)	Uppläggningskostnader	Ränta	Kapitalutflöde (årligen)
Obligation	140	-8,00	9,75%	13,7

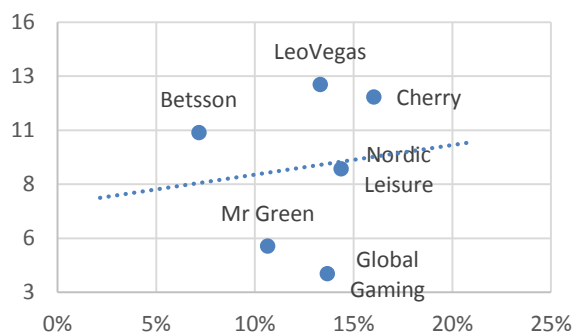
I villkoren för bolagets emitterade obligation ingick ett tillägg för investerare att, via warranter, nyteckna aktier á 0,22 kr. Vid fullteckning medför detta ett kapitalinflöde om 42 MSEK samt nyemittering om ca 191 miljoner aktier. Teckningsanmälan kan ske under hela 2019. Vidare uppgår obligationens årliga räntekostnad (9,75%) till ca 13,7 MSEK. Räntan betalas halvårsvis, med förfallodag för obligationen i december 2020. Vi bedömer att samtliga warranter kommer att lösas in givet dagens kurs om 0,26 kr per aktie.

PEERS															
Peers	MCAP	Oms. Tillväxt (%)				EV/Sales			EV/EBIT			P/E			ROE
Bolag	MSEK	2017A	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E
Operatörer															
Betsson	8 584	14%	9%	9%	7%	1,9	1,7	1,6	10,0	10,6	10,4	10,17	10,51	10,24	22%
Cherry	7 059	174%	26%	16%	16%	3,0	2,6	2,3	13,2	14,5	12,0	20,67	17,52	14,94	47%
Global Gaming	1 198	N/A	129%	21%	14%	1,0	0,8	0,7	4,7	4,6	3,9	5,961	5,961	4,982	67%
LeoVegas	8 320	55%	86%	29%	13%	2,2	1,7	1,5	21,5	15,3	12,6	21,03	14,18	11,84	51%
Mr Green	1 785	32%	39%	15%	11%	0,7	0,6	0,6	9,1	5,7	5,1	15,17	9,57	8,56	11%
Nordic Leisure (REM)	1 459	-3%	53%	22%	14%	3,5	2,7	2,3	13,8	10,6	8,7	17,06	13,66	11,79	25%
Average	5 389	69%	58%	18%	12%	1,8	1,5	1,3	11,7	10,2	8,8	14,6	11,55	10,11	39%
Median	7 059	44%	39%	16%	13%	1,9	1,7	1,5	10,0	10,6	10,4	15,17	10,51	10,24	47%
Leverantörer															
Evolution Gaming	19 082	61%	37%	22%	16%	7,8	6,4	5,5	21,7	18,0	15,7	24,28	20,18	17,69	58%
Kambi	3 122	13%	23%	15%	13%	3,8	3,3	2,9	24,2	20,0	16,1	32,64	26,6	21,1	18%
NetEnt	12 067	11%	12%	9%	9%	6,3	5,8	5,3	17,7	16,0	14,9	19,29	18,44	17,2	62%
GIG	4 495	124%	45%	28%	10%	3,0	2,3	2,1	22,4	11,6	9,6	17,48	10,81	8,908	28%
Average	9 691	52%	29%	18%	12%	5,2	4,4	4,0	21,5	16,4	14,1	23,42	19,0	16,22	42%
Median	8 281	37%	30%	18%	12%	5,0	4,5	4,1	22,0	17,0	15,3	21,78	19,31	17,44	43%
Affiliates															
Catena Media	6 657	71%	65%	17%	13%	7,1	6,1	5,4	15,3	12,9	11,4	17,31	14,27	12,34	30%
Net Gaming	677	N/A	10%	10%	6%	5,1	4,6	4,4	8,1	7,5	7,1	N/A	N/A	N/A	N/A
XLMedia	4 592	22%	13%	7%	8%	3,4	3,2	2,9	11,7	11,0	10,3	15,85	14,78	13,96	N/A
Average	3 975	46%	29%	11%	9%	5,2	4,6	4,2	11,7	10,4	9,6	16,58	14,52	13,1	30%
Median	4 592	46%	13%	10%	8%	5,1	4,6	4,4	11,7	11,0	10,3	16,58	14,52	13,1	30%
FGG															
Disc./Prem.(+) Avg	-96%	nfm	nfm	-26%	-25%	-34%	-34%	-37%	-25%	-22%	-27%	-38%	-21%	-23%	nfm
Disc./Prem.(+) Med.	-97%	nfm	nfm	-18%	-19%	-33%	-34%	-39%	-25%	-26%	-32%	-38%	-21%	-23%	nfm

Source: Remium Nordic, CiQ, company reports

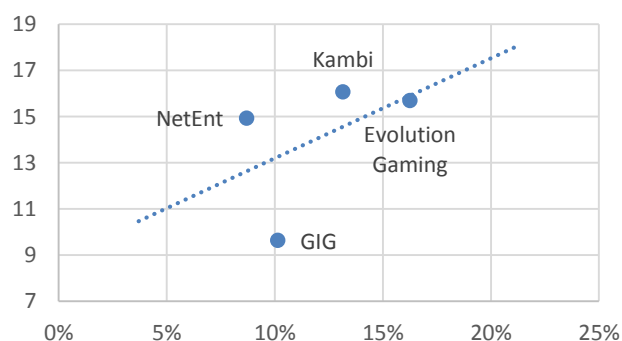
Det finns en stor diskrepans i verksamhetsfokus bland ovanstående bolag. Bland affiliate-bolaget har både Catena Media och XLMedia ett renodlat fokus mot affiliation, medan Net Gaming (Highlight Media) även bedriver viss casinoverksamhet. Även LeoVegas (livecasino.com), Gaming Innovation Group (GIG Media) samt Cherry (Game Lounge) har exponering mot affiliation, men en stor del av koncernernas totala intäkter härrör från andra affärsområden. Då merparten av FGGs vinst (EBITDA) kommer ifrån dess affiliateverksamhet anser vi att affiliatebolagen återspeglar bästa möjliga peers. Noterbart är att FGG värderas lägre än peers, både avseende framåtblickande EV/Sales och EV/EBIT.

EV/EBIT (x) vs Tillväxt (%) 2020e - operatörer



Source: Remium Nordic, CiQ

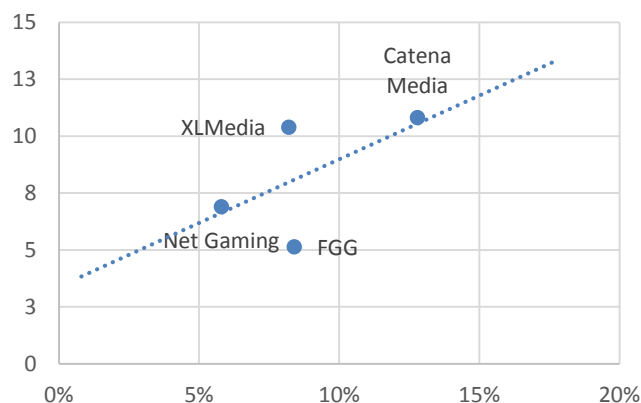
EV/EBIT (x) vs Tillväxt (%) 2020e - leverantörer



Source: Remium Nordic, CiQ

PEERS

EV/EBIT (x) vs Tillväxt (%) 2020e - affiliates



Source: Remium Nordic, CiQ

Konkurrenter

På iGaming-marknaden finns det, utöver ovanstående bolag, även icke-noterade aktörer som konkurrerar med FGG. Det finns både små, medelstora och stora aktörer inom affiliation. De mindre bolagen drivs ofta av ett fåtal nyckelpersoner, medan de stora företagen är etablerade aktörer som innehar betydande marknadsandelar. Bland de större icke-noterade konkurrenterna återfinns bolag som Better Collective och RakeTech.

Better Collective

Likt Phase-One är Better Collective ett iGaming-bolag inriktad mot sportsbetting-affiliation. Bolaget grundades av två danskar år 2004, vilka fortsatt är verksamma i bolaget samt driver det ifrån huvudkontoret i Köpenhamn. Under helåret 2017 omsatte bolaget ca 26 MEUR och hade vid årets utgång mer än 190 st anställda. Totalt drivs över 2000 st websidor, varpå de framstående utgörs av sidor som BettingExpert och SmartBets.

BETTER
COLLECTIVE



RakeTech

RakeTech är ett maltesiskt affiliatebolag, grundat i Sverige år 2010, med primärt fokus mot onlinecasinosegmentet. Bolaget driver över 1 500 st websidor, däribland Casinoguide.se, CasinoFeber samt Betting.se. Det finns, såvitt vi vet, ingen officiell finansiell data för bolaget, men det är annonserat att antalet anställda överstiger 100 personer. Huvudägare är Erik Skarp och Johan Svensson, där den förstnämnda är därtill huvudägare tillika VD i Bethard.



Catena Media

Catena Media, grundat 2012 av de två svenskarna Erik Bergman och Emil Thidell, är den nuvarande största affiliate-aktören inom iGaming. Därtill har bolaget ytterligare en vertikal mot finanssektorn. De största sidorna består av AskGamblers, JohnSlots och RightCasino. Verksamheten bedrivs ifrån Malta, men bolaget har flera kontor världen över. Primärt fokus är mot reglerade marknader i USA, Europa, Japan och Australien. Omsättningen uppgick under 2017 till 66,6 MEUR och bolaget har ett mål att uppnå 100 MEUR i EBITDA år 2020.

PEERS

Game Lounge (Cherry)

Cherry's affärsområde Game Lounge är en affiliate-aktör med inriktning mot onlinecasino. Verksamheten grundades 2011 och bedrivs idag på ca 13 st olika marknader, däribland Norden, Japan samt övriga Europa. Den främsta websidan utgörs av SveaCasino.se, men bolaget bedriver därtill över 150 st andra sidor. Primärt fokus är mot organiskt driven trafik via SEO.

**GIG Media (Gaming Innovation Group)**

Grundat 2012, är GIG Media en del av det noterade norska iGaming-bolaget Gaming Innovation Group. Bolaget intäcker härrör till största del från den nordiska marknaden och därigenom via rev share. Under 2017 omsatte affärsområdet ca 22 MEUR varpå EBITDA uppgick till ca 15 MEUR.

**Net Gaming Europe**

Likt GIG har Net Gaming både en affiliatedel (Highlight Media) och en operatörsdel. Det förnämnda affärsområdet utgör emellertid majoriteten av intäkterna (ca 95%), vilka primärt härstämmer från onlinecasino via CPA. Highlight Media, grundat 2003, driver över 130 olika webbsidor med fokus på den europeiska marknaden. Totala omsättningen för bolagets affiliateverksamhet uppgick till 160 MSEK under 2017. Under samma period uppgick EBITDA till 107 MSEK, resulterande i en marginal om ca 66%.

XLMedia

Brittiska XLMedia, grundat 2008 med bas på Jersey, är en London-noterad affiliateaktör med fokus mot onlinecasino. Därtill har bolaget affiliation både inom gaming och finansiella tjänster. Bolaget har över 350 anställda och driver mer än 2 000 webbsidor på 18 olika språk. Främsta marknaderna utgörs av Nordamerika och Norden. Bland tillgångarna hittas webbsidor som casino.se, pokerupdate och freebets.com. Bolaget driver trafik till över 250 operatörer.

KONKURRENTERS OMSÄTTNING & EBITDA 2017 (MSEK)

Bolag	Omsättning	EBITDA	Marginal	Kommentar
Better Collective*	260	106	41%	Hela gruppen
RakeTech	N/A	N/A	N/A	
Catena Media*	666	361	54%	Hela gruppen
Gaming Innovation Group*	220	150	68%	Endast affärsområdet
Net Gaming	160	107	66%	Endast affärsområdet
XLMedia**	1170	400	34%	Hela gruppen

Source: Remium Nordic, CiQ, company reports

*Antagit 1 EUR = 10 SEK

**Antagit 1 USD = 8,5 SEK

Koncernledning och styrelse



Björn Mannerqvist - VD och styrelseledamot

Björn Mannerqvist, född 1979, är VD samt styrelseledamot i Future Gaming Group. Innan han i februari 2017 tillträdde rollen som VD har han haft flertalet olika operativa ledningsroller inom iGaming-branschen, varvid han erhållit god erfarenhet inom digital marknadsföring, sökmotoroptimering och webbanalys. Bland flera av tidigare bolag kan Highlight Media och Ayima (publ) nämnas, där han i det senare även är sittande styrelseledamot. Därtill har han ett styrelseuppdrag i Tourn International (publ), ett digitalt marknadsföringsbolag inom influencing. Björn äger totalt 20 000 002 stycken aktier i FGG.



Alexander Pettersson - CFO

Alexander Pettersson rekryterades som CFO för FGG i slutet av december 2017. Tidigare har han erfarenhet som CFO på iGaming-bolaget Cherry (publ), där han bland annat arbetade med integrationen av ComeOn-förvärvet. Dessförinnan har han jobbat som revisor på PwC samt varit medgrundare av ett bolag som under 2010 sedermera såldes till Betsson. Alexander äger inga aktier i Future Gaming Group.



Tobias Fagerlund - Styrelseordförande

Tobias Fagerlund, född 1971, är styrelseordförande för FGG och har över 10 års erfarenhet från iGaming-sektorn. Tidigare har han arbetat som VD för både Entraction Ltd och iGame Malta. Därtill har han haft operativa ledningsroller i speloperatören Betclit/EverestGroup. I dagsläget är han sittande styrelseledamot i Spiffx och Net Gaming Europe, samt innehar rollen som styrelseordförande för News 55. Tidigare har han dessutom varit styrelseledamot för Global Gaming 555. Tobias äger, via bolaget Invika, 2 775 646 st aktier i Future Gaming Group.



Stefan Vilhemsson - Styrelseledamot

Stefan Vilhemsson, född 1961, är styrelseledamot i FGG sedan december 2016. Han har därtill styrelseuppdrag i det noterade IT-bolaget PromikBook. Stefan äger inga aktier i Future Gaming Group.



Richard Woodbridge - Styrelseledamot

Richard Woodbridge, född 1984, är styrelseledamot i FGG sedan maj 2018. Han är för närvarande COO i e-handelskoncernen Ellos Group och har tidigare haft flertalet olika ledande befattningar i Nelly.com, däribland marknadschef. Stefan äger inga aktier i Future Gaming Group.

FUTURE GAMING GROUP

iGaming-aktör inom affiliation och onlinespel

Future Gaming Group (FGG) är en snabbväxande koncern inom iGaming. Bolagets primära fokus är mot affiliation, men bolaget bedriver även en kompletterande operatörsverksamhet inom onlinecasino och sportsbook.. Affiliatedelen bedrivs genom två olika dotterbolag, där den primära inkomstkällan utgörs av Paid Media (PPC) från reglerade marknader. Målsättningen är att bli en ledande affiliateaktör inom detta område.



Nytt koncernfokus

Under hösten 2017 beslutade styrelsen för att undersöka möjligheterna att, via ett dotterbolag, genomföra en sakutdelning av den dåvarande operatörsverksamheten. Beslutet togs mot bakgrund att ändra verksamhetsfokus mot koncernens nya förvärv, och i synnerhet mot affiliation. Den nya inriktningen är dels hänförligt förvärven av svenska Phase One och estiska ViisTek Media, verksamma inom affiliation, men även genom förvärvet av den maltesiska speloperatören Unlimited Media.

Sakutdelning av den tidigare operatörsverksamheten

Affiliation genom två olika dotterbolag

De båda affiliatebolagen, Phase One samt ViisTek Media, förvärvades under H2 2017 och har intäkter som primärt härrör från reglerade marknader. Via intäktmodellen PPC (Paid Media) är reglerade marknader ett område som FGG vill vara verksamma mot. Därtill verkar bolaget för att erhålla diversifierade intäktsströmmar genom att bedriva affiliation inom flera iGaming-segment. Denna diversifiering åtnjuts både genom Phase Ones fokus mot sportsbetting samt via ViisTeks inriktning mot onlinecasino. Dessutom försöker bolaget att optimera intjäningen genom att justera intäktsmixen utifrån verksamheternas fokus. För Phase One bedrivs huvudsakligen en revenue share-modell med anledning av att dess kunder tenderar vara mer lojala operatören än motsvarande onlinecasinokunder. I det senare fallet är en CPA-modell (cost per acquisition) att föredra, vilket är gällande för lejonparten av ViisTeks intjäning.

Flera fokusområden

Kompletterande operatörsverksamhet

Utöver affiliateverksamheten bedriver bolaget även en operatörsdel genom varumärkena SverigeKronan och Suomivegas via det maltesiska dotterbolaget Unlimited Media. Bolaget förvärvades under H2 2017 av speloperatören Bethard Group och är främst verksam inom onlinecasino, men varumärkena tillhandahåller därtill även sportsbook i sina erbjudanden.

En nytta med att komplettera koncernens affiliatebolag med operatörsverksamheter är att uppnå synergier. Den främsta fördelen är att affiliatebolagen kan analysera operatörernas kunder. För affiliatebolagen kan kunderna dels ses som nya potentiella kunder, men det går även att nyttja dem för att dra diverse slutsatser, exempelvis gällande kundbeteenden.

FUTURE GAMING GROUP

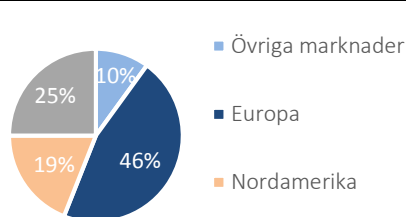
Framtiden framför sig

Den globala spelmarknaden uppgick enligt H2GC till ca 400 miljarder EUR under 2017. Dessutom är det endast 10% av den globala marknaden som sker online (iGaming), vilket är ett segment som kontinuerligt växer snabbare än offlinesegmentet. Historiskt har den globala iGaming-marknaden växt med ca 10% årligen, där den framgent förväntas växa med 7% de närmaste åren. Detta gentemot den globala marknadstillväxten om ca 4% årligen.

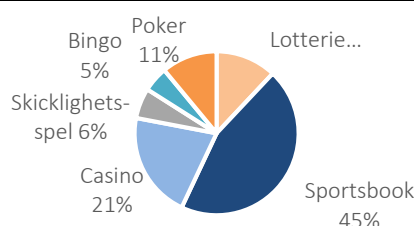
*Online-marknaden
fortsatt i minoritet*

Samtidigt finns det flertalet olika segment på iGaming-marknaden. Onlinecasino, sportsbook, onlinebingo och onlinepoker är exempel som kan nämnas. FGG är verksamma inom de förstnämnda, onlinecasino samt sportsbook, vilka tillsammans innehar en uppskattad marknadsandel om 66%. Därtill estimeras affiliation bidra med ca 35% av intäkterna inom dessa segment. Sammantaget vittnar detta om en stor marknad, som dessutom präglas av en strukturell tillväxt.

Globala spelmarknaden 2017



Global produktmix 2017



Source: Remium Nordic, H2GC

Öppen förvärvsagenda

Bolaget är inte främmande för att genomföra ytterligare förvärv utöver de flera som gjorts under 2017. Följaktligen genomförs löpande bolagsscreening efter potentiella förvärvskandidater. Attraktiva förvärv är bolag som karaktäriseras av en fungerande affärsmodell med hög hållbarhet i intjäningen. Därutöver ska det finnas en stark kundrelation verka kompletterande till den nuvarande koncernen. Förvärven måste inte nödvändigtvis vara verksamma inom iGaming, varpå bolag inom andra vertikaler också kan ses som åtråvärda. Avslutningsvis bör köpesskilling för förvärv motsvara mellan 3-5x EBITDA.

*Förvärv med hög
hållbarhet i
intjäningen*

Vision och finansiella mål

FGGs vision är att bli en ledande affiliateaktör i reglerade marknader inom paid media. Trenden med att fler och fler marknader blir reglerade är således gynsam för FGG.

Målsättningen är att år 2021 uppnå över 30% årlig tillväxt, vilket ska nås både organiskt samt via förvärv. Därtill ska bolagets EBITDA-marginal uppgå till 40%.

DISCLAIMER

Report completed: 2018-05-14 11:05:59

Legally responsible publisher: Arash Hakimi Fard, Remium Nordic Holding AB ("Remium")
Research performed by: Simon Granath and Stefan Knutsson, analysts, Remium.

DISCLAIMER**Content and sources**

This document was prepared by Remium for general distribution. The content is based on judgements, recommendations and estimates prepared by Remium's analysts; generally available and public information that has been deemed reliable; or other specified sources. Judgements, recommendations and estimates pertaining to the valuation of financial instruments or companies named in this analysis are based on one or more valuation methods, such as cash flow analysis, key figures analysis, or technical analysis of price movements. Assumptions that are the basis for forecasts, target prices and estimates quoted or reproduced herein are found in the research material from the specified sources. Remium cannot guarantee the accuracy or completeness of external information. The content of the document is based on information that was current as of the date the document was published. Circumstances upon which this document was based may be affected by subsequent events, which naturally cannot be taken into account in this document. Judgements, recommendations and estimates may also change without prior notice. Please see www.introduce.se/analys/disclaimer/ for an explanation of the implications of the recommendations ["buy", "sell" and "hold"].

The document has not been reviewed prior to publication by any company mentioned in this analysis. Unless otherwise stated herein, Remium has not entered into an agreement with any of the companies mentioned to produce the recommendations in this analysis.

Remium's investment recommendations are based on the analyst's opinion as to how the share should be valued when the recommendation is finalized.

Remium's analysts normally update an investment recommendation only if a significant event has occurred that in the considered opinion of the analyst affects the value of the share.

Risks

The information herein must not be construed as a solicitation or recommendation to enter into any transaction. The information is not geared to the individual recipient's knowledge about or experience with investments or his or her financial situation or investment objectives. The information therefore does not constitute a personal recommendation or investment advice. The information must not be regarded as advice concerning the tax consequences of investment decisions. Investors are urged to augment the information provided herein with additional relevant material and to consult a financial adviser before making investment decisions. Remium disclaims any and all liability for direct or indirect losses that may be based on this document. Investments in financial instruments are associated with financial risk. Investments may increase or decrease in value or become worthless. Forecasts of future performance are based on assumptions and there is no guarantee that forecasts will prove to be accurate. Furthermore, historical performance does not guarantee future returns.

Conflicts of interest

Remium has established ethical guidelines and internal rules (policies and procedures) to identify, monitor and manage conflicts of interest. These are intended to prevent, preclude and, where applicable, manage conflicts of interest between the research department and other departments within the company and are based on restrictions (Chinese walls) imposed upon interdepartmental communications. Remium has also established internal rules that govern when trading is permitted in a financial instrument that is the subject of investment research. For more information about Remium's actions to prevent, preclude and manage conflicts of interest, please see www.introduce.se/Remium.

Remium is a market leader in corporate services related to listed small and medium cap companies, within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser, and may perform commissioned and paid research on behalf of the companies that are covered in the research product Remium Review.

For company-specific information on what services Remium provide each company, please visit this link:
https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/remium_affarsrelationer.pdf

The reader of this document may assume that Remium has received or will receive payment from the small and medium cap companies covered in the research in exchange for the performance of corporate financial services, which may lead to conflicts of interest between Remium and clients who read and act upon the research. The remuneration is agreed in advance and is not contingent upon the content of the research.

Companies in the Remium Group, their clients, management, or employees normally own or have positions in securities named herein. **The analyst who has prepared this analysis and his or her family/close associates have no financial interest in the financial instruments and recommendations to which the document refers and do not own or have positions in these financial instruments. Remium's analysts do not receive any remuneration directly connected to any corporate finance services provided by Remium or any of Remium's mandates within Introduce, Liquidity Provider and Certified Adviser.**

Please see https://remiumanalys.blob.core.windows.net/analyser/rem_rek.pdf for information about our historical investment recommendations.

Please see <http://www.introduce.se/analys/disclaimer> for recommendations from the research department during the last twelve months

Distribution of this document

The document is not intended for natural or legal persons that are citizens of or domiciled in a country where distribution, announcement, publication, or participation requires a further prospectus, registration, or measures other than those required under Swedish law and regulations. Such countries include the United States of America, Canada, Australia, Hong Kong, South Africa, New Zealand and Japan. No measures have or will be taken by Remium to permit distribution, announcement and publication in the aforementioned countries.

This document must not be distributed, duplicated, quoted or referred to in such a manner that the content of the document is altered or distorted.