

Fantasma Games

Mangold Insight - Uppdragsanalys - 2021-04-23

MANGOLD

Goda chanser till vinst

Mangold inleder bevakning av Fantasma Games och rekommenderar Köp med riktkursen 60,00 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Fantasma är verksamma inom spelbranschen där de producerar och utvecklar slots med inflytande från dataspelsvärlden. Spelen distribueras via speloperatörer som erhåller en rörlig ersättning baserat på bolagets spelintäkter. På så sätt kan Fantasma lägga all fokus på spelutvecklingen. Bolaget hade vid slutet av 2020 lanserat elva spel som distribueras genom 150 operatörer internationellt. Mangold bedömer att Fantasma, med sin låga kostnadsbas och unika nisch, har goda förutsättningar att nå en bra tillväxt och bli lönsamma över tid.

Skifte i marknadstrender

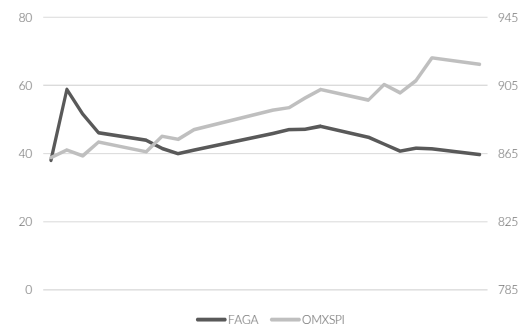
Fantasma bedriver största delen av sin verksamhet i Europa där 25 procent av intäkterna genereras från online-kasinos. Det är en fördelning som väntas öka till 34 procent till och med 2025 och därmed är bolaget väl positionerade att ta marknadsandelar. Fantasma har även som mål att växa internationellt. Den globala spelmarknaden värderades 2019 till 406 miljarder euro och väntas växa med 3,1 procent årligen. Lyckas bolaget med sin expansion kan tillväxten därmed bli högre än det som är prognostiserat.

Värdering visar på uppsida

Mangold har värderat Fantasma med en DCF-modell. Givet basscenariot från denna modell väntas bolaget visa vinst redan under 2022 genom lyckade spellanseringar och internationell spridning med nya samarbetspartners. Mangold räknar med hög tillväxt i närtid som över tid återgår mot marknadstillväxten. Ritkursen sätts till 60,00 kronor per aktie, motsvarande en uppsida om drygt 42 procent från dagens kurs.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	60,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	42,00
Börsvärde (Mkr)	118,5
Antal aktier (Miljoner)	2,8
Free float	62%
Ticker	FAGA
Nästa rapport	2021-05-13
Hemsida	fantasmagames.com
Analytiker	Anton Gomez



Kursutveckling

	1m	IPO	12m
FAGA	21,7	N/A	N/A
OMXSPI	6,2	15,9	61,9

Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning (mkr)	4,5	9,9	17,9	28,6	40,0
EBIT (mkr)	-0,5	-3,1	3,4	11,1	17,7
Vinst före skatt (mkr)	-0,6	-3,2	3,4	11,0	17,7
EPS (kr)	-0,20	6,57	4,10	2,93	2,17
EV/Försäljning	26,0	11,8	6,6	4,1	2,9
EV/EBITDA	neg	neg	30,7	10,2	6,5
EV/EBIT	neg	neg	34,1	10,6	6,6
P/E	neg	neg	43,8	13,5	8,4

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Fredrik Johansson	492 166	17,85%
Karl Lindstedt	220 000	7,98%
Christina Andersson	203 420	7,38%
Martin Fagerlund	193 716	7,03%
Oliver Jönsson	189 483	6,87%
Björn Wilhelm Ericsson	118 000	4,28%
Tianzhi Zhou	112 098	4,07%
Engström Holdings AB	106 596	3,87%
Totalt	2 756 596	100,0%

Fantasma Games - Investment case

Goda chanser till vinst

Mangold inleder bevakning av Fantasma Games och rekommenderar Köp med riktkursen 60,00 kronor per aktie. Det motsvarar en uppsida om 42 procent på 12 månaders sikt. Givet basscenariot väntas Fantasma visa vinst under 2022.

Riktkurs 60,00 kronor per aktie

Marknadsutveckling och trender

Marknaden för online-kasino har under de senaste åren växt till följd av digitalisering och lättade regler kring spellagstiftning. Länder med hög internetmognad såsom Sverige har således kommit längre i sin användning av online-spelande där cirka 50 procent av intäkterna generas digitalt vilket kan jämföras med endast 12 procent på global nivå. Tillväxten för online-kasinos väntas därmed att växa i en snabbare takt om 8,6 procent per år relativt till marknadstillväxten om 3,1 procent. Baserat på dessa estimat väntar sig spelkonsulten H2GC att den totala spelmarknaden ska vara värd 473 miljarder euro 2024, varav 73 miljarder utgör Fantasmas marknad.

Spelmarknaden väntas vara värd 473 miljarder euro 2024

Affärsmodell

Fantasmas intäktmodell liknar den av ett traditionellt spelföretag där kunderna har ett konto hos en operatör som sedan betalar en royalty till spelutvecklaren baserat på de intäkter som spelet genererar. Bolaget har på så sätt inga kostnader för spellicenser eller regelefterlevnad och kan därmed lägga all tid på spelutveckling. Störst intjäning sker oftast två månader efter lansering följt av en lägre och stabilare nivå av intjäning. Allteftersom bolaget lanserar fler spel väntas antalet existerande spel att utgöra en större del av intäktsfördelningen. Mangold ser positivt på Fantasmas affärsmodell då varje spel som lanseras fortsätter generera intäkter samtidigt som nya spel lanseras.

Affärsmodell som minimerar regulatorisk risk och optimerar intjäning

Finansiella och strategiska mål

Bolaget har tydliggjort strategiska mål om att nå över 250 operatörer på tre kontinenter till 2023 där minst 50 procent av spelen ska gå med vinst inom 180 dagar efter lansering. Detta har hittills endast varit möjligt med Fantasmas populäraste spel, Heroes Hunt. Att nå 250 operatörer anses genomförbart då bolaget redan lyckats ingå i samarbeten med 150 operatörer under två års tid. Bolaget har även som mål att lansera sex till åtta nya spel per år. Utöver det har bolaget finansiella mål om 30 procents tillväxt, positiva kassaflöden och en EBITDA-marginal om 50 procent till 2023. Vi anser att dessa mål är överkomliga och att omsättningstillväxten framförallt kan vara högre i närtid, drivet av framtida spellanseringar och nya partnerskap med operatörer.

Mål att nå över 250 operatörer på tre kontinenter till 2023

Inget kapitalbehov i närtid

Vid noteringen av Fantasma under 2021 tillskrevs bolaget 21 miljoner kronor genom en emission av nya aktier och teckningsoptioner. Erbjudandet övertecknades kraftigt till 1 269 procent och därigenom har bolaget säkrat finansiering för expansion. Mangold antar att bolaget inte behöver ta in något kapital i närtid utan kan finansiera sin tillväxt organsikt.

Börsnotering gav en stabil kassa

Fantasma Games - Om bolaget

Kort om Fantasma Games

Fantasma Games är en Stockholmsbaserad spelutvecklare av digitaliserade kasino-slots. Bolaget grundades 2016 av Fredrik Johansson med en affärsidé att erbjuda digitala spelautomater som är influerade av datorspelvärlden. På så sätt levererar bolaget enligt sin egen devis "slots beyond gambling". Spelen distribueras till konsumenter via samarbeten med etablerade speloperatörer. Bolaget har därmed inga kostnader för spellicenser eller regelefterlevnad, utan kan i stället lägga all tid på spelproduktion. Intjäningen från spelen fördelas mellan bolaget och operatörerna beroende på hur mycket intäkter spelen genererar på respektive plattform. Antalet samarbeten uppgick under 2020 till över 150 olika operatörer globalt, däribland Leovegas, Unibet och Betsson med störst verksamhet inom Europa. Bolaget noterades på First North under första kvartalet 2021 då även Björn Kjellsson tillträdde som vd.

Spelutvecklare med inflyande från dataspelvärliden

Affärsstrategi

Bolagets affärs mål kan summeras i att skapa attraktiva spel till en låg kostnad som på ett kostnadseffektivt sätt kan nå så många kunder som möjligt. Det är mot denna bakgrund som Fantasma har utformat sin affärsstrategi där bolaget ska kapitalisera på existerande infrastruktur för online-slots för att nå maximal räckvidd. Den finansiella sidan drar samtidigt nytta av lägre kostnader till följd av uteblivna utgifter för plattformsutveckling, spellicenser och lokala krav om regelefterlevnad. Distribution genom partnerskap ger bolaget bättre förutsättningar för fler samarbeten och därmed även expansion till nya operatörer och marknader.

Affärsstrategi att utforma attraktiva spel på ett kostnadseffektivt sätt

Tillväxtstrategi

Allteftersom Fantasma lyckas producera populära spel under en stabil kostnadsstruktur väntas även förutsättningar för skalbar tillväxt att tillta. För att få större spridning av sina spel har tillväxtstrategin därför utformats för att inkludera mål om ökad räckvidd och eventuella förvärv. Med hänsyn till räckvidden väntas antalet operatörer öka från 2021:s nivå om 150 operatörer till 250 distributörer under 2023. För att detta ska vara möjligt är det viktigt att Fantasma lyckas signera avtal med utländska aktörer och samtidigt gör det enkelt för operatörer att plocka upp deras spel. Vad gäller förvärv, präglas gamblingmarknaden av en konsolideringstrend bland operatörer, spelutvecklare och distributörer. Eventuella förvärv har därmed beskrivits som ett intressant komplement men inte avgörande för bolagets tillväxtstrategi.

Tillväxtstrategi att öka från 150 till 250 operatörer under 2023

Fantasma Games - Om bolaget forts.

Affärs- och intäktsmodell

Bolagets affärsmodell bygger på en traditionell affärsstruktur för spelföretag där spelutvecklare (som Fantasma) skapar spelen, distributionsplattformar distribuerar spelen till operatörer och operatörerna tillhandahåller slotsen till kunderna på sina hemsidor. För att spelintäkterna ska kunna generas väntas kunden ha ett spelkonto hos en operatör som sedan behåller det kapital som spelaren inte vinner på det aktuella spelet. Operatören betalar därefter en royalty till distributionsplattformen som i sin tur tar en bit av kakan för att sedan skicka resten av pengarna till Fantasma.

Intjäning via royalty-modell

Nedanför illustreras ett principiellt räkneexempel:

INTÄKTSFÖRDELNING - EXEMPEL

Insatser (Spelomsättning)	500 000 000
Vinster till spelare (%)	96%
Vinster till spelare (kr)	480 000 000
Bruttointäkt för operatörer	20 000 000
Avdrag för bonuskostnader, skatter & avgifter	20%
Nettobehållning för operatörer	16 000 000
Fantasmas royalty (%)	10%
Belopp som betalas till distributionsplattform från operatören	1 600 000
Distributionsplattformens andel (%)	25%
Distributionsplattformens andel (kr)	400 000
Belopp som Fantasma erhåller (kr)	1 200 000

Källa: Mangold Insight

Produkter och tjänster

Fantasma har under det första kvartalet 2021 producerat och lanserat totalt tolv spel varvid två till väntas lanseras under första halvåret 2021. Det motsvarar en tillväxttakt om cirka fem till sex spellanseringar per år vilket kan jämföras med bolagets mål om sex till åtta lanseringar per år mellan 2021 och 2023. I kombination med det har bolaget som mål att minst 50 procent av spelen ska gå med vinst inom 150 dagar efter lansering. Det har hittills endast varit möjligt med spelet Heores Hunt och förutsätter att bolaget lyckas producera kvalitativa spel till rimliga kostnader. Utöver spelen har bolaget även ett intresse om att vidareutveckla egen mjukvara för spelanalys. Många kasinoutvecklare, bland annat Fantasma, använder sig annars av den licensierade plattformen Megaways som grundar sig i matematiska funktioner. Plattformen drivs av det australienska spelbolaget Big Time Gaming som nyligen förvärvades av live-kasinogiganten Evolution Gaming och är en plattform för över 200 globala slots. Fördelen med ett eget spelanalysverktyg är att det kan leda till kostnadsbesparingar samt ökade intäkter vid eventuell licensiering till andra aktörer.

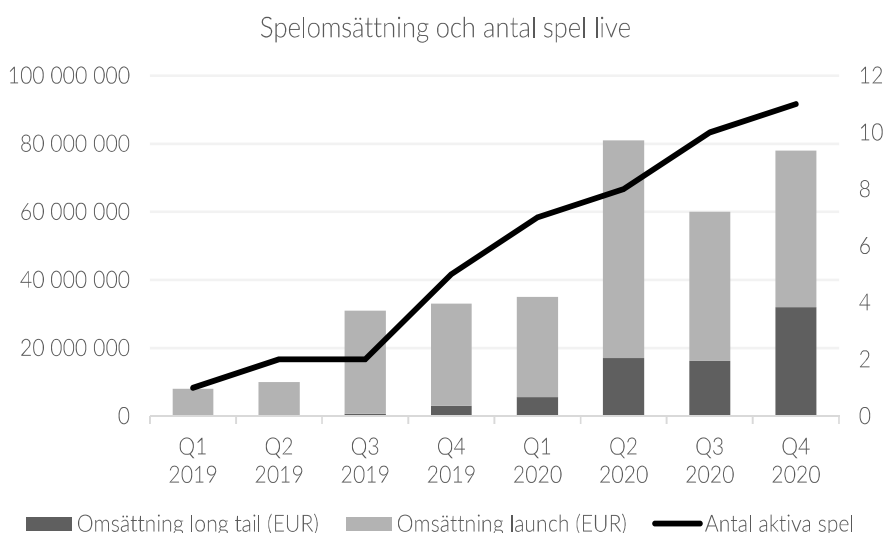
Fantasma lanserade tolv spel 2020

Fantasma Games - Om bolaget forts.

Historisk spelomsättning och antal spel live

Fantasmas spelproduktion har ökat successivt under de senaste två åren vilket har bidragit till bolagets omsättningstillväxt på 240 procent. Trenden bland bolagets spellanseringar visar samtidigt att störst intjäning sker under de två första månaderna följt av en avmattningsperiod där omsättningen återgår till en lägre och stabilare nivå. Genomslagskraften och andelen återkommande kunder är således viktig i ett tidigt stadie för att kunna accelerera bolagets tillväxtresa. Störst genomslag skedde under andra kvartalet 2020 när lansering av Heroes Hunt gjordes, bolagets populäraste spel hittills. Intäktsfördelningen mellan nylanserade- och existerande spel väntas däremot växa till fördel mot existerande allt eftersom bolagets utbud och intäkter växer. Fantasma beskriver detta som att spelen vanligtvis når en "long-tail"-fas efter drygt sex månader vilket gradvis växer till att utgöra mer av bolagets intäkter. Under fjärde kvartalet 2020 utgjorde long-tail-spel cirka 41 procent av omsättningen.

Heroes Hunt är bolagets populäraste spel



Intäkterna från existerande spel väntas över tid utgöra en större del av intjäningen

Källa: Mangold Insight

Riskhantering och spelstrategi

Förutsatt att Fantasma lyckas producera kvalitativa spel som kan distribueras på ett effektivt sätt, är den största risken att spelen inte lyckas täcka kostnaderna för spelutvecklingen. Det är en risk som inte helt kan uteslutas och för att motverka detta genomför bolaget flera processer för att utvärdera spelens attraktionskraft. De spel som anses vara bäst lyfts således fram för vidareutveckling och ytterligare finansiering. Erfarna spelutvecklare och externa rådgivare hjälper även bolaget med förslag och kritik under processens gång. Spelutvecklingskostnaderna påverkas även i hög utsträckning av den tid som det tar att utveckla spelet. Ett intuitivt mål för bolaget blir således att producera ett så pass kvalitativt spel som möjligt på ett så kostnadseffektivt sätt som möjligt. Intäktskillnaden mellan ett framgångsrikt slotspel och mediokert kan bära bolagets kostnads massa i flera år och på så sätt täcka upp för de mindre lyckade spelen. En utmaning för bolaget blir därför att hitta en "sweet-spot" där spelen väntas ge bäst avkastning givet det investerade kapitalet.

Fantasma använder sig av processer för att utvärdera spel i ett tidigt utvecklingstadie

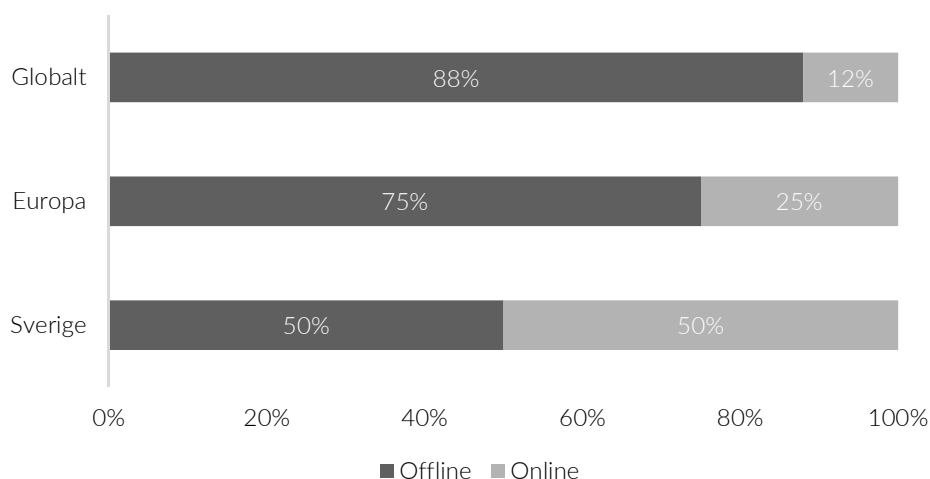
Fantasma Games - Marknad

Från offline till online

Marknaden för online-kasino har under de senaste åren växt för många operatörer i Europa till följd av användning av smartphones jämfört med landbaserat kasino (även kallat offline framöver). Förbättringar i bredbandsuppkoppling och användarvänlighet har på så sätt möjliggjort bättre spelkvalité, smidigare betalningsalternativ och ökade regulatoriska krav, vilket har lett till att människor känner sig bekvämare att spela på nätet. Enligt den ledande branschföreningen för onlinespel- och vadslagningsoperatörer European Gaming & Betting Association kan den ökade andelen digitalt spelande förklaras av skillnaden i internetmognad där de nordiska länderna anses ligga i framkant. Spelkonsumtion för övriga europeiska länder är emellertid mer viktad mot offline-kasinos men fortfarande lägre i ett globalt perspektiv.

Digitalisering förenklar människors spel på nätet

Spelmarknaden 2019



Den svenska spelmarknaden genererar drygt 50 procent online

Källa: H2GC, Mangold Insight

Globala spelmarknaden

Fantasmas verksamhet återfinns under 2021 till största del i Europa, men givet bolagets mål att expandera internationellt redogörs ett utlägg nedan om spelmarknaden ur ett globalt perspektiv.

Den globala spelmarknaden värderades år 2019 till cirka 406 miljarder euro, mätt i bruttoomsättning. Enligt datainstitutet för global spelstatistik H2GC, förväntas den globala spelmarknaden växa med en årlig tillväxt om 3,1 procent. Det skulle innebära en värdering om cirka 473 miljarder euro till och med 2024. Under 2019 stod online-kasino för drygt 12 procent av omsättningen, motsvarande 48 miljarder euro. Distributionen mellan offline och online väntas samtidigt att öka med fördel till online då det segmentet istället växer med 8,6 procent per år. Den globala marknadstrenden väntas därmed följa den trend som åskådliggjorts främst i Norden men även i övriga Europa.

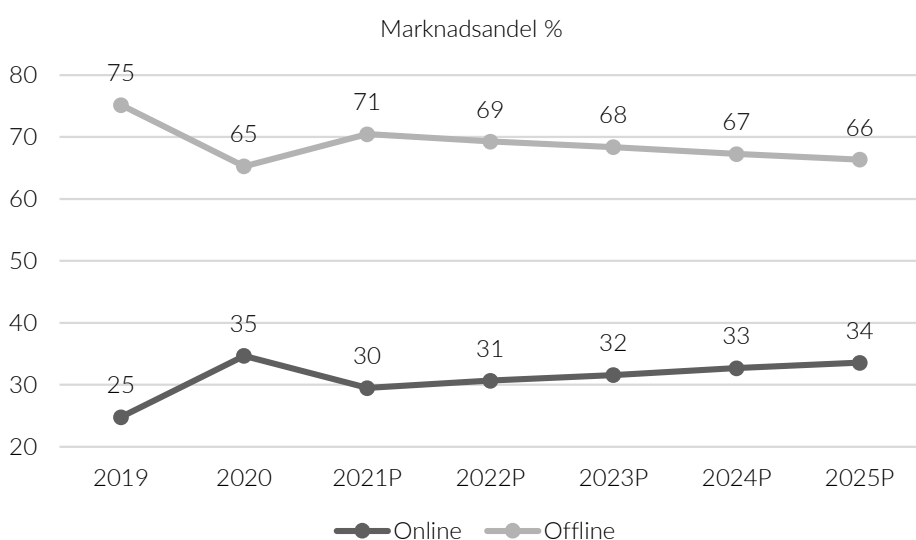
Den globala spelmarknaden värderades 2019 till 406 miljarder euro

Fantasma Games - Marknad forts.

Europeiska spelmarknaden

Fantasma samarbetade under 2020 med 150 olika operatörer där störst verksamhet återfinns i Europa. Enligt European Gaming & Betting Association hade den europeiska gamblingmarknaden en bruttoomsättning på 98,6 miljarder euro 2019, varav 24,5 miljarder euro var hänförligt till online-kasino. Marknadsandelen för online väntas samtidigt att stiga med cirka 7,2 procent årligen med undantag för 2020 då andelen online spelande väntas ha stigit till 34,7 procent till följd av restriktionerna kring Covid-19. Fördelningen väntas därefter att minska något under 2021 för att sedan stiga med en jämn takt till ca 34 procent under 2025.

Europeiska spelmarknaden var 2019 värd 98,6 miljarder euro



Marknadsandelen för online förväntas stiga

Källa: H2GC, Mangold Insight

Produkter och operatörer

Antalet spelhemsidor har under de senaste tio åren växt kraftigt till följd av digitalisering och licensiering av spelplattformar. Digitala spelbolag kan på så sätt nå ut till en mycket större publik än vad som är möjligt med landbaserade kasinon. Enligt American Gaming Association fanns det under 2018 cirka 2 800 aktiva spelhemsidor som erbjuder någon form av spel såsom poker, bingo, lotteri och kasino.

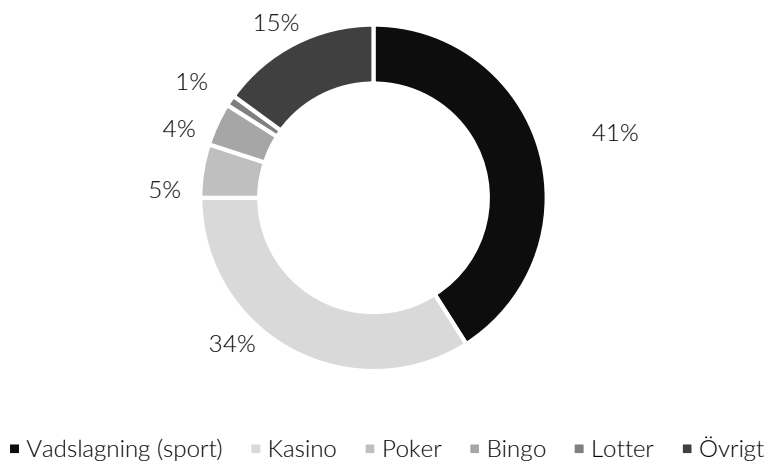
Stor ökning av antalet spelplattformar online

Vid närmare analys av produktsegmenten är det tydligt att slots utgör den största andelen inom online-kasino om 88 procent medan live-kasino utgör 12 procent. Live-kasino innebär att en spelare ser en croupier i real-tid, precis som i ett landbaserat kasino. Live-segmentet har under 2019 haft en tillväxt om 39 procent, vilket utgjorde den största tillväxten inom gamblingmarknadens produktsegment. Inom samtliga grenar av onlinespel utgör vadslagning fortfarande det största segmentet med drygt 41 procent av den globala marknaden.

Slots utgör 88 procent av marknaden för online-kasino

Fantasma Games -Marknad forts.

Global fördelning inom onlinespel 2019



Vadslagning utgör störst andel inom onlinespel

Källa: H2GC, Mangold Insight

Regulatoriska krav och licensiering

Även om Fantasma inte har samma regulatoriska krav som sina operatörer är det viktigt att förstå vad som kan påverka deras omsättning. En grundförutsättning inom detta område handlar därmed om spellicensiering. Att få en spellicens, det vill säga ett tillstånd att bedriva spelverksamhet, regleras enskilt i varje land. Det finns alltså ingen gemensam spellagstiftning för speloperatörer att förhålla sig till. Historiskt har spel om pengar varit reserverat för stater eller välgörenhetsorganisationer men under de senaste 15 åren har många länder i Europa, bland annat Sverige, lättat på sin spellagstiftning och gjort det möjligt för privata aktörer att söka tillstånd för att driva spelverksamhet. I USA har det under lång tid varit förbjudet med online-kasinos och det är endast nu under de senaste åren som de första delstaterna fått sin egen spellagstiftning godkänd.

Flera marknader har börjat lätta på restriktioner kring kasinoverksamhet

Marknadstrender

Marknaden för spel har under de senaste åren sett en stor förändring i takt med att samhällen digitaliseras och gör att kommunikationen mellan konsument och företag blir allt snabbare. För 30 år sedan var det vanligaste spelet i Sverige Stryktipset där spelare var tvungna att ha lämnat in sitt spel hos spelombudet före klockan 18:00 varje torsdag för att sedan följa utvecklingen i engelska ligan klockan 15:00 lördagen därpå. I det fall att man hade lyckats pricka rätt, kunde spelare hämta ut en postgiroutbetalning tisdagen veckan efter.

Marknaden för spel har sett ett trendskifte mot snabbare användning

Trenden för spelkonsumtion har sedan dess utvecklats till att bli allt snabbare. Tiden mellan insats och utbetalning har visat sig vara värdefullt för spelare samtidigt som det möjliggör chansen för större spelomsättning. Detta är något som endast är möjligt i en digital miljö och kan beskriva en stor del av trendutvecklingen för online-kasino.

Fantasma Games -Konkurrenter

Konkurrentanalys

Fantasma befinner sig på en konkurrensutsatt marknad där uppskattningsvis 90 slots lanseras varje månad. Skillnaden mellan de aktörer som släpper spel kan vara allt från en till tio slots per år för en mindre aktör ända upp till 50 slots per år för en större aktör. Produktionskostnaden för dessa spel kan samtidigt variera kraftigt och ett dyrt spel behöver nödvändigtvis inte vara det som får mest genomslagskraft och genererar intäkter.

Uppskattningsvis lanseras cirka 90 slots varje månad

Konkurrensen mellan spelutvecklare hamnar i slutändan på de spel som operatörer väljer att ta in och erbjuda sina kunder. På dessa premisser kan varje producerad slot ses som en konkurrent för Fantasma vilket ökar relevansen för bolaget att skapa attraktiva spel. Vissa aktörer försöker att urskilja sig mot operatörer genom att ta en lägre royalty för spelen. En sådan lösningen kan dock hämma bolagets egen intjäning och kan visa sig vara lönlös i det fall att spelet inte lockar spelare. Fantasma har istället valt en egen approach till spelutveckling genom det dem kallar "slots beyond gambling". Mot denna bakgrund skapas slots med ett stort inflytande från datorspelsvärlden där spelare får fler alternativ att påverka spelets utgång jämfört med traditionella slots som annars är mer statiska.

Operatören väljer i slutändan de spel som lyfts fram till kunderna

FANTASMA GAMES - KONKURRENTER

Spelutvecklare	Producera slots	Producerar andra kasinospel	Distribuerar andras spel
NetEnt	Ja	Ja	Nej
Red Tiger	Ja	Nej	Nej
Micro Gaming	Ja	Ja	Ja
Evolution	Nej	Ja	Nej
Quickspin	Ja	Nej	Nej
Elk Studios	Ja	Nej	Nej
Yggdrasil	Ja	Ja	Ja
No Limit City	Ja	Nej	Nej
Relax Gaming	Ja	Ja	Ja
Scientific Games	Ja	Ja	Ja
PlaynGo	Ja	Nej	Nej
Playtech	Ja	Ja	Ja
Big times Gaming	Ja	Nej	Nej
Eyecon	Ja	Nej	Nej
Thunderkick	Ja	Nej	Nej
Red Tiger	Ja	Nej	Nej

Källa: Mangold Corporate Finance, Mangold Insight

I tabellen ovan illustreras en rad aktörer där samtliga bedriver kasinoverksamhet online. Gemensamt för alla är deras involvering som slotsutvecklare efter att Evolution köpte Netent och Big Time Gaming under 2020 samt 2021. Många av dessa aktörer har på senare tid blivit uppköpta av andra aktörer vilket tyder på att spelbranschen upplever en konsolidering. Skillnaden mellan aktörerna är emellertid deras utbud av andra spel och att vissa spelutvecklare även distribuerar andras spel.

Spelmarknaden har konsoliderats

Fantasma Games -Prognoser

Tidigt i tillväxtfasen

Bolaget har som mål att nå en tillväxt om 30 procent per år, generera positivt kassaflöde och nå en EBITDA marginal om 50 procent år till 2023. Det kan jämföras med bolaget historiska genomsnittstillväxt sedan 2019 om 240 procent. Givet en omsättningstillväxt om 30 procent blir dock EBITDA-marginalen och kassaflödet inte positivt tidigast 2026. Det är viktigt att poängtera att Fantasma är ett tillväxtbolag som befinner sig tidigt i sin resa och att tillväxten i närtid därmed kan vara hög. Mangold antar därför att bolaget lyckas uppnå en högre omsättningstillväxt än deras mål men något lägre än det historiska snittet. Omsättningstillväxten väntas därmed ligga runt 120 procent under 2021, drivet av slotslanseringar och partnerskap med nya operatörer. Tillväxten väntas därefter att minska i takt med att bolaget växer för att 2026 återgå till samma takt som marknaden för online-kasinos. EBITDA-marginalen väntas då vara negativ under 2021 för att sedan växa till 40 procent 2023 och 50 procent 2026. Detta kan anses som en rimlig nivå om vi jämför med spelleverantören Netents marginal innan de blev uppköpta av Evolution. Givet basscenariot väntas bolaget gå med vinst 2022.

Hög tillväxttakt med ökande marginaler över tid

FANTASMA GAMES - PROGNOSE

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Försäljning (tkr)	1 241	4 515	9 933	17 879	28 607	40 050	54 067	59 474
Tillväxt (%)	217%	264%	120%	80%	60%	40%	35%	10%
EBITDA marginal (%)	-512%	3%	-28%	21%	40%	45%	49%	50%

Källa: Mangold Insight

NETENT

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EBITDA Marginal (%)	47,7%	45,8%	45,2%	46,4%	47,7%	54,6%

Källa: Netent

Kostnadsantaganden

Mangold räknar med att Fantasma lyckas göra kostnadsbesparingar över tid till följd av en ökad räckvidd genom flera signerade operatörer. Antalet anställda väntas samtidigt växa från 13 till 23 över fem års sikt för att ge stöd till det ökade antalet spel som ska produceras. Lönerna väntas under samma period att stiga med två procent per år i enlighet med Riksbankens inflationsmål.

Bolaget väntas göra kostnadsbesparingar

Inget kapitalbehov i närtid

Vid noteringen av Fantasma under 2021 tillskrevs bolaget 21 miljoner kronor genom en emission av nya aktier och teckningsoptioner. Erbjudandet övertecknades till 1 269 procent och således säkrade bolaget finansiering för fortsatt expansion. Mangold ser därmed inget behov av kapitalinförsel givet det basscenario som tidigare presenterats. Vidare har bolaget uttryckt ett intresse om att finansiera utvecklingen av en plattform för att göra det lättare för operatörer att plocka upp Fantasmas spel. Bolaget uppskattar att det kommer kosta 1,5 miljoner kronor utöver de tekniska och övriga investeringar som väntas göras om 600 tusen kronor till och med 2023. Givet denna bakgrund kommer bolaget att ha en stor kassa för ytterligare investeringar, alternativt förvärv.

God finansiell ställning

Fantasma Games -Värdering

Värdering indikerar uppsida

Mangold har värderat Fantasma med en DCF-modell för att få en riktkurs per aktie. Vi har i vår modell använt oss av ett avkastningskrav om 12,2 procent vilket är vanligt för bolag med runt 100 miljoner i börsvärde enligt PWC:s riskpremiestudie från 2020. Baserat på dessa estimat väntas bolaget ha ett enterprise value om 166 miljoner kronor på 12 månaders sikt. Riktkursen blir således 60,00 kronor per aktie, motsvarande en uppsida om 42 procent.

Riktkurs på 60,00 kronor

FANTASMA GAMES - DCF

(tkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	-3 142	3 443	11 072	17 708	26 055	29 398
Fritt kassaflöde	-5 417	1 197	6 893	12 657	18 413	21 991
Terminalvärde						236 466
Antaganden	Diskränta	Tillväxt	Skatt			
	12,2%	3%	22%			
Riktkurs						
Enterprise value	166 298					
Equity value (tkr)	164 674					
Riktkurs per aktie (kr)	60,00					

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Vi har även gjort ett känslighetanalys för att belysa skillnaden i riktkurs baserat på olika försäljningsnivåer och avkastningskrav (WACC). Givet att bolaget endast uppnår 80 procent av försäljningen varje år faller riktkursen till 29,50 kronor per aktie. Liknande intervall är noterbar vid en 20-procentig ökning varje år då riktkursen istället stiger till 102,50 kronor per aktie. Variationen i avkastningskrav har samtidigt också en påverkan på den slutgiltiga riktkursen men inte i lika stor utsträckning som försäljningen.

Känslighetsanalys indikerar ett intervall mellan 25,80 till 117,40 kronor per aktie

FANTASMA GAMES - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	0,8x	Basförsäljning	1,2x
11,2	34,0	69,5	117,4
12,2	29,5	60,00	102,5
13,2	25,8	53,4	90,6

Källa: Mangold Insight

Fantasma Games - Relativ värdering

Relativ värdering

Baserat på det antaganden som gjorts i DCF-modellen kan vi även jämföra Fantasma's prognostiserade nyckeltal i en relativ värdering. Samtliga aktörer i tabellen nedan representerar svenska noterade bolag med verksamhet inom spelindustrin. Av dessa är endast Evolution och Kambi spelleverantörer medan övriga företag är operatörer. Skillnaden i verksamheter och bolagsstorlek kan således påverka jämförelsen mellan bolagen och tabellen nedan är därmed tänkt att ge en holistisk bild av spelbranschen snarare än ett beslutsunderlag för investering.

Endast Evolution och Kambi är spelleverantörer medan resten är operatörer

FANTASMA GAMES - RELATIV VÄRDERING

Bolagsnamn	Börsvärde			P/E			EV/S			EV/EBITDA		
	Pris <i>per aktie</i>	EV <i>(MSEK)</i>	Sales <i>(MSEK)</i>	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P	2021P	2022P	2023P
Angler Gaming	30,30	2 224	457	16,1	13,6	11,5	3,9	3,1	2,5	10,5	7,7	5,7
Aspire Global	61,90	2 833	1 647	14,2	10,5	8,7	1,4	1,2	1,1	8,6	7,0	6,0
Betsson	83,40	11 954	6 393	11,6	12,2	12,8	1,7	1,7	1,6	7,6	8,5	8,2
Enlabs	53,10	3 596	531	16,6	12,3	9,3	5,8	4,8	3,9	27,9	24,5	21,4
Evolution Gaming	1 365,60	285 885	5 728	54,5	43,0	36,7	28,9	23,5	19,1	44,5	35,6	28,7
Kindred	154,90	34 400	13 282	11,9	15,9	15,2	2,1	2,0	1,8	8,3	10,2	9,8
Kambi	515,00	15 864	1 237	38,5	35,6	24,6	9,9	9,1	7,5	20,2	20,8	14,3
Leovegas	52,90	5 416	3 953	13,3	12,4	10,1	1,3	1,1	1,1	9,4	8,6	7,3
Medelvärde				22,1	19,4	16,1	6,9	5,8	4,8	17,1	15,4	12,7
Medelvärde (Evo,Kambi)				46,5	39,3	30,6	19,4	16,3	13,3	32,3	28,2	21,5
Median				15,2	13,0	12,2	3,0	2,6	2,2	10,0	9,4	9,0
Fantasma Games	43,50	117	5	neg	43,8	13,5	11,8	6,6	4,1	neg	30,7	10,2

Källa: Factset, Mangold Insight

Som framgår i tabellen är vinstnyckeltalen P/E och EBITDA ej relevanta förrän Fantasma har hunnit öka sin omsättning och förväntas visa vinst 2022. Givet basscenariot väntas bolaget vara något billigare än medelvärdet för samtliga bolag och spelutvecklare men dyrare än medianen.

Lägre värdering 2023 än medelvärdet

Fantasma Games - SWOT

Styrkor

- Unik nisch inom slots
- Bevisad spelproduktion
- Samarbeten med 150 operatörer

Svagheter

- Liten aktör med konkurrens från spelgiganter
- Ej lönsamma

Möjligheter

- Ökad räckvidd till fler operatörer och marknader
- Förvärv kan öka bolagets intjäning och vertikaler
 - Uppköpta

Hot

- Brist på partnerskap med speloperatörer
- Regulatoriska krav som begränsar bolagets intjäningsförmåga

Fantasma Games - Appendix

Ledning

Björn Kjellson är bolagets vd sedan 2021. Han har 18 års erfarenhet från Svenska Spel där han haft ett flertal olika operativa roller inom ledningen varav den senaste som produktchef inom dotterbolaget Svenska Spel Sport & Casino.

Björn Kjellson har lång erfarenhet från spelbranschen

Jacob Sachs är bolagets CFO sedan 2019. Han har tidigare erfarenhet som entreprenör och dessförinnan som controller på mjukvarubolaget Besedo Global Services samt som analytiker på investmentbanken Kaupthing.

Jacob Sachs har erfarenhet som entreprenör, controller och analytiker

Fredrik Johansson är Fantasma Games grundare, tidigare vd och produktchef. Han har över tio års erfarenhet inom spelindustrin där han haft betydande roller på Comeon och Leovegas. samt varit medgrundare till spelbolagen Simple Trade Party, Shogun Media och Mychance. Fredrik Johansson är störst ägare i bolaget med cirka 18 procent av kapitalet.

Fredrik Johansson är grundare och produktchef med lång historik inom spelindustrin

Styrelse

Björn Ericsson är bolagets styrelseordförande sedan 2019. Han har tidigare erfarenhet som ängelinvesterare i flera spelbolag såsom Quickspin och har själv grundat ett flertal bolag, bland annat casino och bingo-hemsidan Bertil.com. Innan dess har Björn Ericsson haft seniora positioner inom både Modern Times Group (MTG) och Svenska Spel.

Björn Ericsson är styrelseordförande och medgrundare till flera andra spelbolag

Christina Andersson är styrelseledamot och tredje största aktieägare med cirka 7 procent av kapitalet. Hon har en historik som entreprenör inom spelindustrin där hon bland annat jobbat på svenska spel och äger spelhemsidan Bertil.com. Christina Andersson var även tidigare partner i Quickspin tills dess att det såldes 2016. Hon är även en partner i Livelounge som är speloperatör för kasinohemsidorna Sirjackpot.com, Casinobuck.com och Livelounge.com.

Christina Andersson, styrelseledamot med historik som entreprenör och medgrundare till bl.a. Quickspin

Martin Fagerlund är styrelseledamot och tredje största aktieägare med 7 procent av kapitalet. Han sitter även som partner och operativchef i hälsovårdsinvesteringsbolaget Impilo. Martin Fagerlund har över tio års erfarenhet inom juridik och finans där han bland annat har arbetat på Mannheimer Swartling och grundat juristbolaget Fagerlund Hallberg.

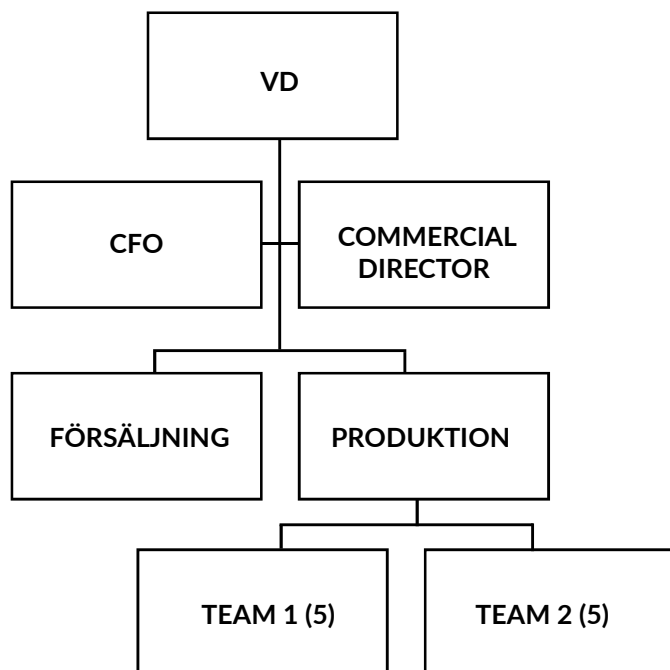
Martin Fagerlund är styrelseledamot med erfarenhet som jurist

Fredrik Johansson – se ledning

Fantasma Games - Appendix

Organisationsstruktur

Fantasma organisationsstruktur är uppdelad på följande sätt:



Källa: Fantasma Games

All verksamhet inom Fantasma bedrivs i samma lokaler på bolagets kontor i Stockholm. Under 2020 arbetade 15 personer heltid på bolaget i kombination med ett antal inhyrda konsulter.

Fantasma Games - Appendix

Utvalda spel

Flower Fortunes – Lansering Kv2 2019

Flower Fortunes var Fantasma's första spel med utgångspunkt att leverera en dataspelsinfluerad slot. Spelets grundmekanik grundas i att antalet rader kan öka eller minska beroende på om diverse bonusar triggas igång. Ursprungsläget börjar med 6x5 som sedan kan växa till maximalt 6x9 vertikalt istället för horisontellt som många andra spel. Spelet är baserat på den matematiska funktionen Megaways som gör varje omgång slumpmässigt unik från den tidigare.

Flower Fortune var 2019 bolagets flaggskeppsspel

Vid utveckling valde Fantasma att göra spelet i stående format, även kallat porträttläge, vilket var väldigt ovanligt för slotspel vid lanseringen 2019. Flower Fortunes blev under året bolagets flaggskeppsspel och la grunden för många mobillanseringar därefter.

Heroes Hunt – Lansering Kv2 2020

Heroes Hunt är Fantasma's populäraste och mest lönsamma spel hittills. Spelet har tydliga drag från dataspelvärlden där en karaktär väljs ut för att ta sig an och döda en drake som kommer fram vid utlöst bonus. Den utvalda karaktären kan under spelets gång även samla på sig olika vapen för att bekämpa draken vilket gör varje runda unik från den förra.

Heroes Hunt är Fantasma's populäraste och mest lönsamma spel

Även det här spelet är baserat på Megaways och bygger på fem matematiska modeller för att uppnå den unika spelupplevelsen.

Maze Escape - Lansering Kv4 2020

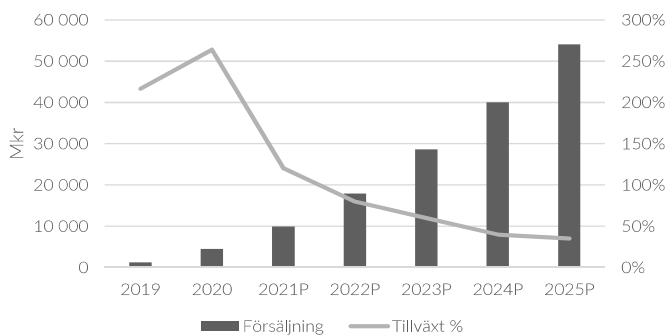
Maze Escape bygger på en historia om kung Minos från antikens Grekland. Spelet använder sig av en väldigt speciell funktion som kallas "shifting reels avalanche" där spelets layout flyttar sig ett steg till höger vid vinst och på så sätt rör sig spelaren genom labyrinten. Totalt erbjuds fyra olika funktioner för att göra varje runda unik och erbjuda en spelare en känsla av aktivitet.

Maze Escape har fått god kritik av spelrecensenter

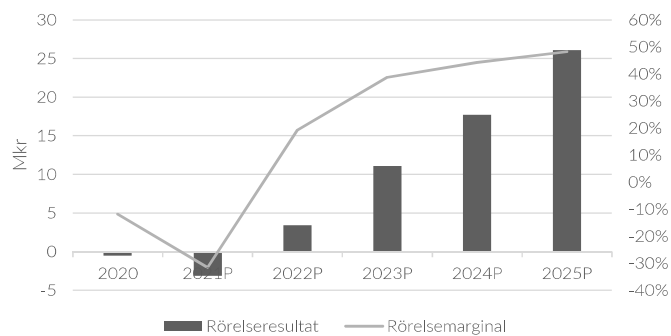
Likt det andra två spelen använder sig Maze Escape av Megaways och har fått god kritik av olika spelrecensenter.

Fantasma Games - Appendix

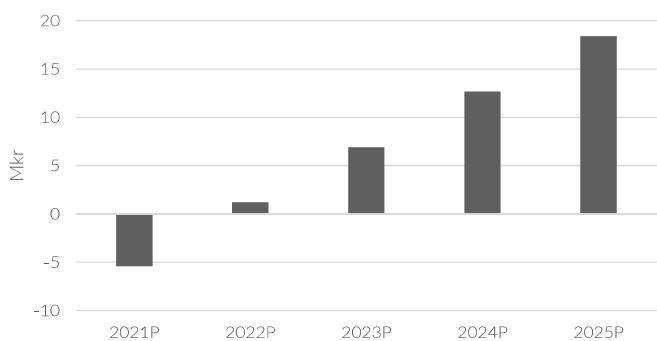
Fantasma Games - Försäljning och tillväxt



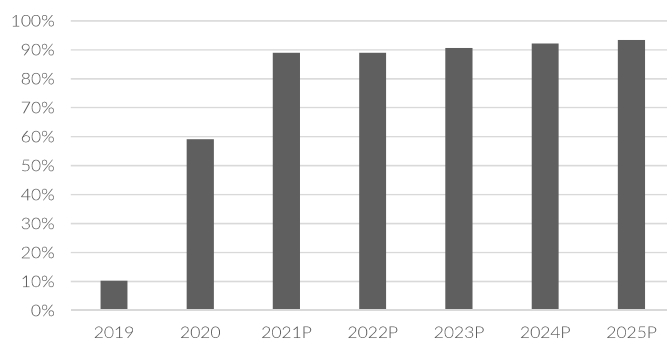
Fantasma Games - EBIT och marginal



Fantasma Games - Fritt kassaflöde



Fantasma Games - Soliditet



Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Försäljning	1 278	10 211	9 933	17 879	28 607	40 050	54 067	59 474
Kostnad sålda varor	-2 740	-3 912	-3 973	-6 705	-9 154	-12 816	-17 302	-18 140
Bruttovinst	-1 462	6 299	5 960	11 175	19 453	27 234	36 766	41 334
Bruttomarginal	-118%	140%	60%	63%	68%	68%	68%	70%
Personal kostnader	-4 898	-6 116	-6 684	-7 272	-7 881	-8 984	-10 129	-11 315
Övriga kostnader	0	-48	-2 067	-73	-79	-90	-101	-113
Avskrivningar	0	-671	-351	-387	-421	-452	-481	-508
Rörelseresultat	-6 360	-536	-3 142	3 443	11 072	17 708	26 055	29 398
Rörelsemarginal	-512%	-12%	-32%	19%	39%	44%	48%	49%
Räntenetto	-3	-27	-57	-57	-57	-57	-57	-57
Vinst efter finansnetto	-6 363	-563	-3 199	3 386	11 016	17 651	25 998	29 341
Skatter	0	0	0	-745	-2 423	-3 883	-5 720	-6 455
Nettovinst	-6 363	-563	-3 199	2 641	8 592	13 768	20 278	22 886

Balansräkning (Tkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tillgångar								
Kassa o bank	587	260	15 786	16 927	23 763	36 364	54 720	76 655
Kundfordringar	267	163	1 089	1 959	3 135	4 389	5 925	6 518
Övriga omsättningstillgångar	680	671	671	671	671	671	671	671
Lager	0	0	980	1 470	2 006	2 107	2 844	2 982
Anläggningstillgångar	11	5 016	5 532	6 012	6 458	6 873	7 259	7 618
Totalt tillgångar	1 545	6 110	24 057	27 039	36 033	50 403	71 419	94 443
Skulder								
Leverantörsskulder	268	616	762	1 102	1 505	2 107	2 844	2 982
Skulder	1 119	1 884	1 884	1 884	1 884	1 884	1 884	1 884
Totala skulder	1 387	2 500	2 646	2 986	3 389	3 991	4 728	4 866
Eget kapital								
Bundet eget kapital	87	5 099	26 099	26 099	26 099	26 099	26 099	26 099
Fritt eget kapital	71	-1 489	-4 688	-2 046	6 546	20 313	40 592	63 478
Totalt eget kapital	158	3 610	21 411	24 053	32 645	46 412	66 691	89 577
Totalt skulder & eget kapital	1 545	6 110	24 057	27 039	36 033	50 403	71 419	94 443

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransägar sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransägar sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Vid fullgörandet av sådana uppdrag kan Mangold i eget namn behöva utföra transaktioner med bolagets aktie eller relaterade instrument, till exempel om Mangold har uppdrag som likviditetsgarant. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Fantasma Games.

Mangold äger aktier i Fantasma Games.

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent