

Norska utmanaren växer snabbt 2017-03-14 22:00Jonas Elofsson

Norska gamblingbolaget Gaming Innovation Group växer rasande snabbt både av egen kraft och via förvärv. Trots årets uppgång är aktien försiktigt värderad.

Köp. Stockholmsbörsen har flest noterade bolag inom onlinegambling av alla börser i världen och det totala börsvärdet för dessa bolag är cirka 76 miljarder kronor. I dag finns ett tiotal börsnoterade bolag i värdekedjan såsom operatörer, leverantörer och affiliatebolag. Efter år av ökad specialisering finns även vissa tecken på en motsatt trend, till exempel Cherry som genom en aggressiv förvärvsresa i dag innefattar bolag inom alla dessa tre kategorier.

Norska Gaming Innovation Group (GIG) är ett annat exempel på bolag som försöker ta ett bredare grepp på gamblingmarknaden. Bolaget är noterat på Oslo-börsen och relativt okänt för svenska investerare. Med ett börsvärde kring 4 miljarder kronor hamnar GIG i kategorin mindre spelbolag som Cherry och Leovegas. Liksom de båda senare växer GIG snabbt och var under det tredje (och troligen även det fjärde) kvartalet det spelbolag som växte snabbast av alla börsnoterade spelbolag i världen. Under fjärde kvartalet ökade omsättningen med hela 237 procent till 205 miljoner kronor (21,5 miljoner euro) jämfört med föregående år. Exkluderat förvärvet av speloperatören Betit i september landade tillväxten på 118 procent i årstakt. Det är imponerande siffror.

GIG har ett konsumentinriktat affärsområde (B2C) med en operatörsverksamhet med sex olika varumärken, ganska likt operatören Betssons strategi. Betspin, Rizk, Superlenny, Kaboo, Thrills och Guts är de varumärken som GIG driver själva just nu och ytterligare en lansering väntas 2017. Hemmamarknaden är Norden samt ett antal länder i Västeuropa. Några av dessa är Tyskland, Nederländerna, Storbritannien och snart även Danmark, där GIG nyligen sökte licens.

Via förvärvet av Betit i höstas nådde affärsområdet B2C omsättningen 18 miljoner euro under fjärde kvartalet, vilket nästan är fyra gånger mer än för ett år sedan. Utöver den förvärvade tillväxten är den underliggande organiska tillväxten urstark. Den snabba tillväxten har dock kostat på i kortsiktig lönsamhet, men rörelsemarginalen är positiv och på väg uppåt givet att skalfördelarna blir alltmer synliga.

Det andra affärsområdet riktar sig mot företag (B2B) där GIG säljer en öppen molnbaserad plattform, Igaming Cloud, till speloperatörer. I den har GIG kopplat ihop en mängd olika leverantörer inom till exempel betalningslösningar, affiliatenätverk och spelleverantörer. I den senare ingår även GIG:s egna sportsbook liksom andra spelleverantörer inom till exempel kasino såsom Net Entertainment och Cherryägda Yggdrasil.

I affärsområdet B2B ingår även en höglönsam affiliateverksamhet, likt Stockholmsnoterade Catena Media, som agerar mellanhand och slussar kunder till såväl den egna som utomstående operatörsverksamheter. Även detta affärsområde växer rasande snabbt, med 132 procent jämfört med föregående år samtidigt som resultatet mer än fördubblades. Rörelsemarginalen (ebitda) ligger kring höga 50 procent och står därmed för den största delen av bolagets totala resultat.

Utöver GIG:s egna varumärken inom B2C har bolaget i nuläget 24 externa kunder anslutna till sin plattformstjänst. Affärsmodellen är att GIG tar en procentuell andel av det spelöverskott som genereras via plattformen. Utöver det tjänar GIG även pengar på sina affiliatenätverk som matar kunder till B2B-plattformen, både till sina egna varumärken men även till andra varumärken. Dessutom tjänar GIG även pengar som leverantör av sportsbettingtjänsten Oddsmodel, som förvärvades för ett år sedan.

Typiska kunder i plattformstjänsten är mindre och nystartade operatörer som snabbt och kostnadseffektivt vill erbjuda en komplett gamblingtjänst. Även landbaserade aktörer eller starka varumärken som vill lansera en speloperatör tillhör potentiella kunder. I takt med att plattformen växer i volym kan GIG förhandla fram bättre villkor med alla leverantörer som ingår i plattformen och därmed skapa högre lönsamhet alternativt skapa utrymme för att driva ännu högre volym. GIG ser i nuläget ut att vara relativt unik med plattformstjänsten, även om liknande initiativ verkar vara under utveckling hos några av konkurrenterna.

För 2017 guidar bolaget för en omsättning på minst 120 miljoner euro, att jämföra med 2016 års omsättning på 54 miljoner euro. Med nyligen genomförda förvärv kombinerat med den nuvarande starka underliggande tillväxttakten lär prognosen inte vara något problem att nå. GIG har en aktiv förvärvsstrategi och har genomfört totalt nio förvärv de senaste 2,5 åren. Nyligen tecknade GIG ett obligationslån på 400 miljoner kronor och så sent som i förra veckan förvärvades affiliatenätverket Casinotopsonline.com för drygt 100 miljoner kronor. Bolaget omsätter cirka 30 miljoner kronor med skyhöga 90 procents rörelsemarginal.

Casinotopsonline.com är bolagets sjunde förvärv av affiliatenätverk. Enligt GIG:s vd Robin Reed är fortsatta förvärv inom affiliatenätverk huvudfokus på såväl kort- som medellång sikt, även om andra typer av bolag kan bli aktuella. Den här delen fungerar som hos börsnoterade Catena Media, som dessutom har samma huvudägare i Optimizer Invest som äger 16 procent i båda bolagen.

Förvärvsmultiplar för affiliates är typiskt sett mellan 4 och 5 gånger rörelseresultatet (ebitda). Fler aktörer förvärvar aktivt inom affiliates och det är inte orimligt att prislappen kommer att stiga framöver. Den till synes låga prislappen speglar också osäkerhetsfaktorn och den begränsade historiken som dessa bolag ofta har. Dessutom är det svårt att bedöma hur förändrade sökmotor-algoritmer kan påverka liksom eventuella lagar vid en reglering.

På minussidan finns även GIG:s knapphändiga uppgifter kring till exempel den geografiska fördelningen av intäkterna och hur stor andel som kommer från oreglerade marknader. Även om gamblingmarknaden fortfarande har en stark underliggande tillväxt har konkurrensen hårdnat betydligt. GIG möter olika konkurrenter inom sina respektive delsegment. På operatörssidan är Unibet, Betsson och PAF de största, men även mindre bolag som Mr Green, Leovegas och Casumo.

Orosmoment är även regleringen och den hämsko på lönsamheten som vi bedömer att den kommer att ha på spelbolagens lönsamhet generellt sett. GIG är dock i en bättre position givet exponeringen i alla delar av värdekedjan och bolagets plattformstjänst.

Bolaget bevakas av två norska firmor, men får på det stora anses vara relativt underanalyserat. Trots att aktien är upp med nästan 50 procent i år bedömer vi att aktiemarknaden har underskattat bolagets tillväxtpotential och strukturella grepp på marknaden.

GIG bör ses som ett diversifierat bet på gamblingsektorn med en lägre operationell risk totalt sett. Det är därför svårt att motivera dagens relativt stora värderingsrabatt relativt sektorn. GIG sticker också ut med den snabba tillväxten som successivt kommer förbättra rörelsemarginalen framöver. Bolaget prioriterar dock tillväxt och återinvesterar fortfarande en stor del i marknadsföring även i år. Det största lönsamhetslyftet bedömer vi därför inträffar under nästa år.

Svenska gamblingoperatörer handlas till motsvarande ev/ebit 15 respektive 13 och leverantörerna till 27 respektive 22 för 2017 och 2018. Affiliatebolaget Catena Media har värderats upp kraftigt det senaste året och värderas nu till ev/ebit 18 respektive 14.

GIG är en mix av alla dessa tre typer av bolag där största delen av vinsten härrör från plattformstjänsten (med affärsmodell att jämföra med leverantör) samt affiliatedelen. Det är därför inte orimligt att GIG:s snabba vinsttillväxt värderas i storleksordningen ev/ebit 14 för 2018 givet att vinsten per aktie fördubblas 2018 jämfört med 2017.

På våra prognoser, som är relativt högt ställda men i linje med övriga analytiker, värderas GIG till ev/ebit 19 respektive 10 för 2017 och 2018. Vi ser därför riktkursen 6,75 norska kronor inom ett år som motiverbar, motsvarande 50 procents uppsida. Bolaget har dessutom ett relativt stort förvärvsutrymme och fler förvärv lär följa under året. Det är dock svårt att fånga i en värderingsmodell. Aktien kan dock med fördel ingå i en väldiversifierad tillväxtportfölj