

ANALYTIKER

Victor Vaggö analysgruppen@linclund.com
Christian Erlandsson

NORDIC LEISURE

Aktiekurs	5,40
52 v högsta / lägsta	7,65/2,50
Antal aktier	56 610 381
Börsvärde (MSEK)	302,87
Nettoskuld (MSEK)	-105,5
EV (MSEK)	197,37
Sektor	Dagligvaror
Lista / kortnamn	First North / NLAB
Nästa rapport	2017-02-23

UTVECKLING

1 månad	-4,46
3 månader	5,25
1 år	75
YTD	38,16

HUVUDÄGARE %

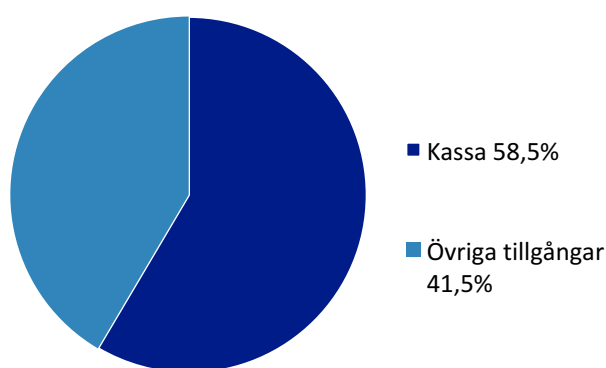
Erlinghundra AB (Niklas Bråth)	22,24
Nordea Bank	20,64
Michael Petersson	8,63
Humle Kapitalförvaltning	4,95
Svenska Handelsbanken	4,42
Anders Tangen	3,55

LEDNING

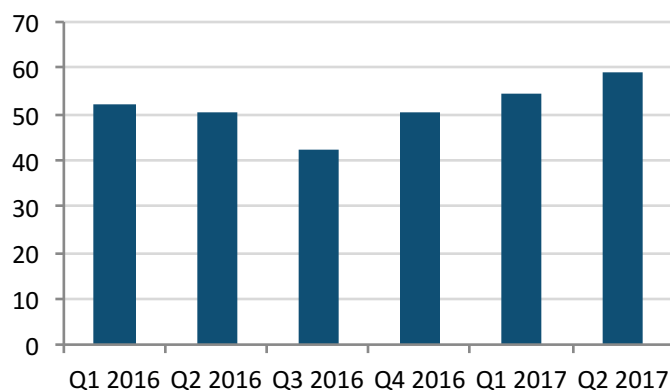
Verkställande direktör Peter Åström
Styrelseordförande Niklas Braathen

- » **Stor kassa ger potentiell värde drivare i förvärv.** Kassen på över 100 MSEK utgör ca 60 % av tillgångarna. Enligt uttalande från VD skall kassa användas till investeringar i form av förvärv.
- » **Insiderköp på över 1 MLN aktier i kombination med erfaren ledning stärker förtroendet.** Styrelseordförande Niklas Bråthen köpte i mitten på augusti drygt 1 MLN vilket motsvarade en ökning på ca 8,7 %. Han är nu den största ägaren med 12,5 miljoner motsvarande 22,24% av aktierna.
- » **Lågt värderare jämfört med peers ger uppsida på över 100 %.** Med ett EV/S tal på 1,34x jämfört med branschsnitt på över 3x finns möjlighet till uppvärdering. Bolaget hade i Q3 en bruttomarginal på ca 66 % vilket är i linje med sektorn. EV/EBIT på 29x är lägst relativt peers, vilket indikerar en uppsida på 56 %.
- » **Effekt av kostnadsbesparingsprogram visas i Q3.** Programmet förväntas ge en årlig besparing på 10 MSEK som börjar gälla från och med Q3 vilket resulterar i minskade kostnader med ca 2,5MSEK per kvartal. Detta estimeras öka EBIT-marginalen med 5,8 procentenheter.

Kassa som andel av balansomslutning



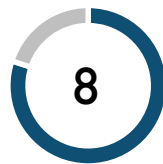
Omsättning MSEK



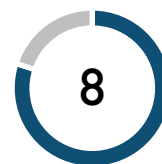
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

Aktör med stor potential i en kraftigt växande marknad. Spelbranschen förväntas enligt analys- och undersökningsföreaget H2 Gambling växa med 12,9 % per år till 2018. Nordic Leisure verkar primärt på den baltiska marknaden, spelbranschen är relativt nyetablerad på denna marknad vilket innebär att bolagets omsättningstillväxt har överstigit den underliggande marknadstillväxten de senaste åren. I nuläget befinner sig Nordic Leisure ungefär i medianen jämfört med peers om man tittar på omsättning per användare. Detta indikerar att det finns potential för bolaget att öka sin omsättning totalt och per kund då t.ex. konkurrenten Net Gaming Europe har en omsättning per användare som är cirka 47 % högre än bolaget. Nordic Leisure har en genomsnittlig omsättningstillväxt på 42 % de senaste två åren om man tar hänsyn till estimerade värden för topline. Detta innebär att företaget växer snabbare än marknaden och således tar bolaget marknadsandelar.

Kostnadsbesparingsprogrammet minskade kostnaderna med 33%. Senaste rapporten innefattade kostnader från besparingsprogram där antalet anställningar minskade med 35 personer. Detta har lett till engångskostnader i form av avgångsvederlag som inte kommer finnas på nästa kvartalsrapport och beräknas sänka kostnader med 2,5MSEK kvartalsvis. Detta kommer resultera i en ökning av EBIT-marginal i base case med 5,8 procentenheter jämfört med om kostnadsbesparingarna inte inträffar. I Q3 rapporten var de totala kostnaderna 35 MSEK jämfört med 52MSEK i föregående kvartal. Besparingsprogrammet har givit resultat och förväntas fortsätta förbättra marginalerna och resultatet inför kommande kvartal.

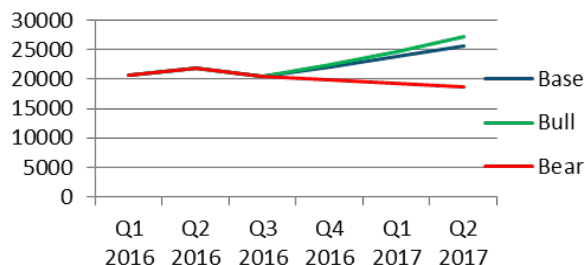
Nettokassa som utgör ca 60 % av balansomslutningen och hög soliditet möjliggör förvärv. De två bolagen Tain och Betting promotion som förvärvades i slutet på december förra året avyttrades i juni 2016. Det har bidragit till att bolaget i nuläget innehar en nettokassa på över 100 MSEK. Enligt uttalande av VD kan nettokassan komma att användas till förvärv och andra investeringar vilket är möjliga triggers i närtid. De likvida medlen utgör mer än hälften av bolagets tillgångar. Bolagets soliditet uppgår till 91 % vilket är en förutsättning för kommande förvärv. Tidigare förvärv har varit lyckade som t.ex. i de nyligen sålda förvärven Tain och Bettingpromotion som ägdes knappt ett år men gav en affärsvinst på över 40MSEK. Tidigare förvärv har gjorts för att öka synergieffekter, och sedan avyttrats, vilket det är sannolikt att det kommer hända även i framtiden.

Licens på reglerad marknad ger flertalet konkurrensfördelar. Nordic Leisure har flera licenser på reglerade marknader under flera varumärken. Bolaget har en uttalad strategi om att endast verka med licens på reglerade marknader. För tillfället finns det en pågående licensansökan på en europeisk marknad. Spelbranschen präglas av hård konkurrens och vid reglerade marknader finns höga inträdesbarriärer. På den Estländska och Litauiska marknaden är det enbart ett tiotal aktörer som innehar licens för onlinebetting och online casino. Nordic Leisure är en av dessa vilket ger bolaget konkurrensfördelar då det ger en legitimitet samtidigt som det är en förutsättning för att driva en verksamhet på den baltiska spelmarknaden.

Stark ledning och nyligen utökat insiderinnehav på över en miljon aktier. Styrelseordförande Niklas Braathén, äger drygt 12,5 miljoner aktier genom sitt bolag Erlinghundra AB och är därmed största ägaren med 22,24 % av bolaget. Den 18 augusti utökades innehavet med över 1 MLN aktier. Bolagets tredje största ägare (8,7 %) är Michael Pettersson, tidigare styrelseledamot, som äger knappt 4,9 MLN aktier. Niklas Braathén är en veteran i spelbranschen och har bedrivit verksamhet i branschen sedan 1985, genom bland annat casinokedjan Baltic Gaming. Han blev största ägare i Nordic Leisure genom förvärvet av Optibet, där han var storägare. VD Peter Åström har god erfarenhet inom management, då han verkat inom b.l.a. mediebolag och snabbväxande IT-bolag. Peter Åström tillträdde som Nordic Leisures nya VD 23 november 2015 med målet att fortsätta utveckla koncernen med lönsamhet i fokus.

Stark kundtillväxt resulterar i en årlig omsättningsökning på cirka 36 %. Nordic Leisure har sedan tredje kvartalet 2014 haft en genomsnittlig tillväxt i antalet aktiva onlinespelare vilket uppgår till 7,9 % per kvartal. Om trenden fortsätter i samma takt är antalet aktiva online kunder ca 27 700 vid Q3 2017. Vilket skulle resultera i en årlig omsättningstillväxt på cirka 36 %. Givet att intäkterna per kund uppgår till det historiska snittet på 1725 kronor kommer det att generera en ökning i intäkter på 7,9 % per kvartal. Vid Bull scenario är kundtillväxten 10 % per kvartal och vid Bear scenariot är kundtillväxten minus 3 %.

Antalet aktiva användare



Branschen präglas av åtskilliga risker. Risker kan delas upp i tre huvudkategorier: marknadsrisker, tekniska risker och politiska risker. Bolag i denna bransch är beroende av att utfallen av mästerskap blir gynnsamma, speciellt eftersom dessa event vanligtvis bara inträffar vart annat år, vid ogynnsamma utfall riskerar således bolaget att förlora stora intäkter. Bolaget är till stor del internetbaserat vilket gör att det läggs storvikt vid informationssystem och övrig teknik. Det går inte att bortse från att denna typ av bransch ständigt riskerar att drabbas av diverse störningar, något som direkt kan påverka affärsverksamheten genom löpande kostnader för bolaget. Vidare är bolaget ständigt exponerat för politiska risker eftersom den baltiska spelmarknaden är relativt nyetablerad i närområdet. Ett ofördelaktigt politiskt beslut i närområdet skulle därför kunna sätta hela branschen i skakning och således minska bolagets spelrum på den baltiska marknaden.

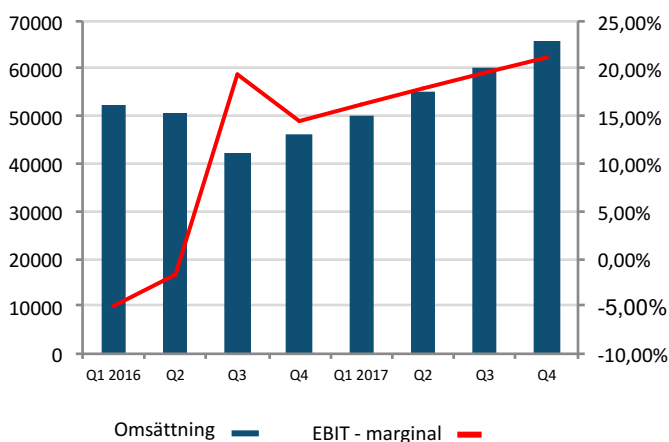
Bolagsbeskrivning

Nordic Leisure äger och förvaltar bolag inom betting och casinomarknaden, med de baltiska länderna som huvudmarknad. De är en av ett tiotal aktörer som har licens på casino och internetspel på den Litauiska och Estländska marknaden genom dotterbolaget Optibet. Gruppens kärnverksamhet är att erbjuda odds- och kasinospel på internet.

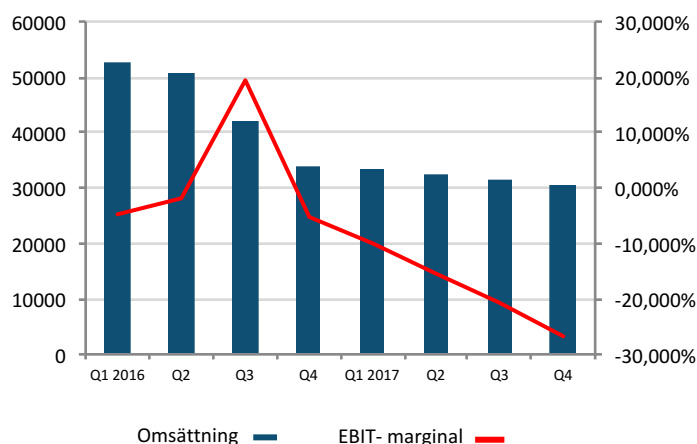


NORDIC LEISURE

Bull Scenario (Tkr)



Bear Scenario (Tkr)



Bullscenario. Vid ett bullscenario estimeras kundtillväxten till 10 % per kvartal, vilket är mer än den genomsnittliga historiska kundtillväxten som har varit cirka 7 % de senaste två åren. Detta förklaras av de nylanserade spelen genom Optiwin och lyckade marknadsföringsåtgärder. Besparingsprogrammet uppfyller målen och gör en totalbesparing på 2,5MSEK kvartalsvis och ökar EBIT-marginalen med 5 procentenheter jämfört med ett scenario där besparingarna uteblir. Omsättningen per kund uppgår till 1900 kronor kvartalsvis vilket är 10 % mer än det historiska snittet sedan Q1 2015. Ökningen kan förklaras av ökad kundnöjdhet och lojalitet till bolaget. EBIT-resultatet som vändes till positivt i Q3 fortsätter att öka vilket illustreras i grafen ovan. EV/EBIT Q4 2016 med dagens EV blir 11,4 och för Q4 2017 blir det 2,65. EV/S vid dagens kurs Q4 2017 blir 0,88.

Bearsenario. I ett Bear-scenario är inte Bolagets försäljning tillräcklig och försäljningssiffrorna blir sämre än förväntat. Detta på grund av att kundtillväxten minskar med 3 % per kvartal på grund av ökad konkurrens på de baltiska marknaderna. Besparingsprogrammet uppfyller inte förhoppningarna och genererar enbart en tredjedel av vad som förväntats och leder bara till en besparing av 1MSEK per kvartal. Omsättningen per kund blir 10 % lägre än det historiska snittet. EBIT-vinsten som var i Q3 2016 kan ej upprätthållas vilket resulterar i förlust redan i Q4 2016. Denna förlust ökar på en kvartalsbasis, till följd av den negativa kundtillväxten och således den minskade omsättningen. EV/S blir då vid Q4 2017 1,58.

Lägst EV/EBIT multipel relativt peers ger en potentiell uppsida på 56 %. Ur tabellen till höger framkommer det att Nordic Leisure är det bolag med näst lägst EV/S multipel. Tabellen består av 5 noterade bolag vars verksamheter kan ställas i direkt relation till Nordic Leisure. Det attraktiva EV/S värdet kan förklaras genom bolagets stora nettokassa, dessutom kan värdet tolkas som att bolaget är undervärderat i relation till peers. Det är enbart Mr Green som har en lägre EV/S multipel. Även EV/EBIT som är rensat för försäljningen av Betting Promotion och Tain är mycket attraktivt. Nordic Leisure har lägst EV/EBIT bland dessa fem bolag vilket tyder på att bolaget är billigt relativt peers. Om Nordic Leisure värderas utifrån snittet på EV/EBIT finns det en uppsida på 56 %. Omsättning/användare ligger i överkant, vilket talar för att bolagets kunder är hängivna företaget. Det finns dock peers med högre omsättning/användare vilket talar för att det finns utrymme för att öka omsättningen i framtiden.

Bolag	EV	EV/S	EV/EBIT	Omsättning per användare
Cherry	3 542	4,96	61	8 512
Leovegas	2 978	2,64	62,3	7 000
Mr Green	854	1,06	30,1	8 402
Nordic Leisure	197	1,34	29,1	8 191
Angler Gaming	178	2,88	44,7	3 443
Snitt	1 553,8	2,57	45,43	7 109,8

Strengths

- Stark ägarstruktur med god erfarenhet inom branschen
- Stort aktieinnehav av styrelsen
- Kostnadsbesparingsprogram ökar effektiviteten
- Stor nettokassa möjliggör förvärv

Weaknesses

- Bolaget har gått med förlust de senaste åren.
- Tre VD byten under 3 senaste åren tyder på osäkerhet hos ledningen.
- Kontinuerliga avskrivningar påverkar resultatet

Opportunities

- Växande marknad möjliggör organisk tillväxt
- Licensansökan gör det möjligt att expandera på nya marknader.
- Ökat välstånd i Baltikum ger fler potentiella kunder.
- Innehar licens på reglerad marknad

Threats

- Liten aktör på konkurrenskraftig marknad
- Större politisk risk på baltiska marknaden
- Stor känslighet för konjunkturer.
- Bonuserbjudanden orsakar kundfluktuationer.

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Nettokassan möjliggör förvärv som är värde drivande. Nya licenser på nya marknader är potentiella triggers. Nylansering av produkter väntas ge bra inslag på marknaden vilket genererar ökad omsättningstillväxt.



Quality of Earnings

Bolaget har de senaste åren inte varit lönsamt, men vände i Q3 och väntas fortsätta att växa med en omsättningstillväxt på 36% per år. Kunder är dock sällan lojala till ett visst spelbolag. Omsättningstillväxten har haft en genomsnittlig ökning på ca 17 % per kvartal och kundtillväxten har haft en stabil ökning senaste 3 åren.



Ledning & styrelse

Kostnaderna överstiger intäkterna och har gjort det en lång period. Exponerat mot politiska risker i större omfattning än peers. Konkurren utsatt marknad som är konjunktur känslig



Riskenivå

Stark styrelse med lång erfarenhet inom branschen och den baltiska marknaden med stort aktieinnehav. Kompetent VD med erfarenhet inom såväl management som spelbranschen. Tre VD byten på kort tid speglar osäkerhet hos styrelsen.

Resulträkning		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Omsättning	MSEK	66,988	77,794	101,803	69,896	67,097	111,399	217,6
Bruttoresultat	MSEK	44,025	54,269	73,662	54,913	48,865	65,268	144,434
Rörelseresultat	MSEK	-29,124	-3,452	8,863	2,354	-3,755	-10,318	40,635
Resultat Före Skatt	MSEK	-29,415	-4,461	7,722	49,054	0,786	-10,314	40,637
Resultat Hänföring Aktieägare	MSEK	-29,313	-4,521	6,674	49,373	-1,329	-13,032	35,16
Vinst/Aktie	SEK	-1,62	-0,17	0,25	1,304	-0,035	-0,232	0,626
Antal Aktier	Milj	18,06	25,86	27,93	38,17	38,17	56,209	56,209
Utdelning	SEK	0	0	0,1	0	0	0	0
Balansräkning		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Immateriella tillgångar	MSEK	8,539	12,056	8,729	13,452	12,308	40,144	29,425
Materiella tillgångar	MSEK	1,313	1,558	11,002	18,422	20,589	23,772	21,984
Finansiella tillgångar	MSEK	2,166	0,518	2,04	0,461	1,211	0,532	0
Summa Anläggningstillgångar	MSEK	12,018	14,132	21,771	32,335	34,108	64,448	51,409
Kassa/Bank	MSEK	37,044	30,032	26,816	38,197	58,296	61,603	105,306
Summa Omsättningstillgångar	MSEK	41,325	37,621	47,221	60,38	65,06	90,075	126,588
Summa Tillgångar	MSEK	53,343	51,753	68,992	92,715	99,168	154,523	177,997
Summa Eget Kapital	MSEK	13,876	9,575	27,718	84,659	85,52	125,863	162,672
Långfristiga Skulder	MSEK	9	9	0,009	0,744	0,752	0,878	0,893
Kortfristiga Skulder	MSEK	30,467	33,177	41,265	7,313	12,897	27,782	14,432
Summa Eget Kapital	MSEK	53,343	51,752	68,992	92,715	99,168	154,523	177,997
Nettoskuld	MSEK	-28,044	-21,032	-17,816	-38,197	-58,296	-61,603	-105,306
Kassaflödesanalys		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Kassaf LöpandeVerksamhet	MSEK	-34,197	-1,004	9,616	-22,137	5,233	-12,721	-3,206
Kassaf Investeringsverk	MSEK	-2,207	-5,94	-11,762	27,581	14,707	17,279	65,678
Kassaf Finansieringsverk	MSEK	17,841	0	-0,132	5,543	0	-2,051	-2,051
Åretskassaflöde	MSEK	-18,563	-6,944	-2,278	10,987	19,94	2,507	60,421
FrittKassaflöde	MSEK	0,514	-0,293	-11,001	-5,485	-12,493	-8,462	
Värderingsmultiplar		2010	2011	2012	2013	2014	Q4 2015	Q3 2016
EV/S		1,05	0,34	0,44	1,16	0,62	1,04	1,01
EV/EBITDA		-3,44	22,22	3,09	11,16	55,24	-19,15	5,43
EV/EBIT		-2,41	-7,69	5,02	34,45	-11,11	-11,22	4,36
P/E		-3,35	-10,82	8,92	2,4	-75,29	-13,61	9,27
P/B		7,07	4,97	2,25	1,41	1,17	1,41	2
Bruttomarginal %		65,72	69,76	72,36	78,56	72,83	58,59	66,38
EBITDA-marginal %		-30,45	1,54	14,12	10,4	1,13	-5,42	23,27
EBIT-marginal %		-43,48	-4,44	8,71	3,37	-5,6	-9,26	18,67
Vinstmarginal %		-43,76	-5,81	6,56	70,64	-1,98	-11,7	16,16
Direktavkastning %		0	0	4,48	0	0	0	0
Kapitaleffektivitet		2010	2011	2012	2013	2014	Q4 2015	Q3 2016
ROE		-211,25	-47,22	24,08	58,32	-1,55	-10,35	21,61
ROA		-54,95	-8,74	9,67	53,25	-1,34	-8,43	19,75
Soliditet		26,01	18,5	40,18	91,31	86,24	81,45	91,39
Nettoskuldsättning		-52,57	-40,64	-25,82	-41,2	-58,79	-39,87	-59,16
Kassa %		69,44	58,03	38,87	41,2	58,79	39,87	59,16

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).