

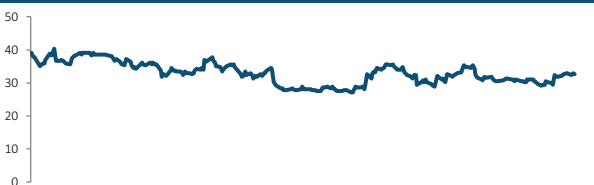
**ANALYTIKER**

 Filip Eriksson analysgruppen@linlund.se
**MR GREEN**

Aktiekurs	32.50
52 v högsta / lägsta	41.90/26.40
Antal aktier	35 849 413
Börsvärde (MSEK)	1200
Nettoskuld (MSEK)	-267
EV (MSEK)	933
Sektor	Onlinegaming
Lista / kortnamn	Small Cap Stockholm
Nästa rapport	2017-04-28

**UTVECKLING**

1 månad	7,26%
3 månader	4,84%
1 år	-12,16%
YTD	4,17%

**AKTIEKURS 1 år (SEK)**

**HUVUDÄGARE %**

Nils-Henrik Investment AB	13,35%
Svenska Handelsbanken AB for PB	11,68%
Revolutionary Investment Group I	10,44%
Avanza Pension	6,97%
Henrik Bergquist	5,35%

**LEDNING**

Verkställande direktör	Per Norman
Styrelseordförande	Kent Sander

**Financial forecast**

	Q4 16	Q1 17E	Q2 17E	Q3 17E	Q4 17E
Omsättning (MSEK)	265	277	290	304	318
EV/S	0,98	0,95	0,88	0,82	0,78
EV/EBITDA	12,3	10,5	7,6	5,9	4,9

**Hög omsättningstillväxt baddar för framgång**

Omsättningstillväxt Q4 2016 på 31,85%, som kan förklaras genom implementeringen av den nya affärsstrategin Mr Green 2.0. Bolaget står starkt rustat för framtida tillväxt.

**Låg värdering jämfört med konkurrenter**

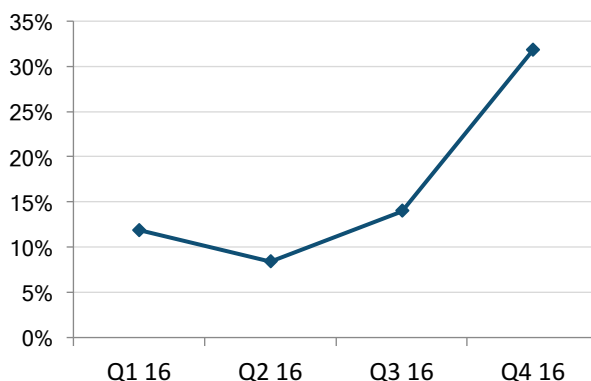
Värderas till EV/S 0,98 att jämföra med närmsta konkurrenters snitt på 3,98. Öppnar upp för en uppvärdering av aktien. EV/EBITDA för 2018 beräknas i base case till 3,74.

**Kompetent bolagsstyrning**

Välrenommerad styrelse med högt insiderägande och kompetens ger tillit till bolagets styrning.

**Stor kassa i förhållande till börsvärde**

Kassa på 267MSEK möjliggör framtida förvärv och ger finansiell stabilitet. Skulle bolaget bestämma sig för att dela ut halva kassan motsvarar det en attraktiv direktavkastning på 9%.

**Omsättningstillväxt**


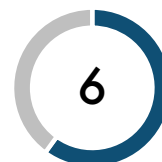
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning &amp; styrelse



Risknivå

**Makrovindarna blåser åt rätt håll**

Online-casino marknaden står bara för 6% av den totala casinoverksamheten. Marknaden var 36 miljarder USD 2014, och förväntas uppgå till 56 miljarder USD 2018 med en CAGR på 10,81%. Detta talar för en stor potential i branschen många år framåt, i och med att fler vågar betala på nätet och yngre generationer bekväma med mobiltelefon och internet växer upp och börjar få tillgång till kapital att spela för. Som en närtida trigger diskuteras även öppning för legalisering av online-casino i USA. Online-casino marknaden växte med 9% 2016.

En rapport från Statista visar att tillväxten för online casino-marknaden ökat linjärt de senaste tio åren, något som kan tyda på att spelbranschen inte är speciellt konjunkturkänslig. Ett spelbolag som Mr Green i portföljen är därför en bra hedge i portföljen om konjunkturen vänder neråt. Det ska dock has i åtanke att online-casino branschen inte var speciellt mogen under 2008-kraschen.



**Marknadsatsningar för framtiden med skalbar affärsmodell**

Bolaget har på senare tid lagt sina marknadsföringsbudgeter utanför Norden. Som ett resultat av detta minskade omsättningen i Norden med dryga procenten till 89 MSEK. Samtidigt steg omsättningen i Västereuropa med 91,2% till 93 MSEK samt central, syd och östereuropa med 37,4% till 75,3 MSEK. Omsättningen minskar knappt utan marknadsatsningar, medans en mer generös marknadsföringsbudget bäddar för kraftig ökning av omsättning på marknaden i fråga. Slutsatsen av detta är att Mr Green har stark marknadspenetrering där välinriktade satsningar ger goda resultat, samtidigt som varumärket uppehåller bolagets ställning i de marknader där fokuset minskat. Mot bakgrund av detta bedöms Mr Green ha goda möjligheter för fortsatt stark organisk tillväxt, vilket i förlängningen ger upphov till profitering på etablerade marknader likt det som nu sker i Norden. Ovanstående graf visar fördelningen av omsättning regionsvis, Q4 16. Intäkterna är spridda geografiskt, något som minskar den politiska risken i bolaget, som annars är relativt stor i sektorn. Affärsmodellen är dessutom skalbar i och med att kostnaderna för att driva online-casino kan skalas ner successivt i och med ökad kundbas. Detta illustreras i att EBITDA ökar snabbare än omsättningen.

Mr Green har en organisk tillväxt och växer snabbare än marknadens 9%. Helåret 2016 växte bolaget med 16%. Q4 2016 växte Mr Green med hela 31,8% jämförande Q4 föregående år, något som tyder på att bolaget tar marknadsandelar och växer snabbare än branschen. En förklaring till framgången på senare delen av året kan vara bolagets nya affärsstrategi- Mr Green 2.0.

**Hög omsättningstillväxt – ett resultat av Mr Green 2.0**

Våren 2016 lanserades en helt ny grafisk profil, som förändrade sidans utseende och användarvänlighet kraftigt, till det positiva med vår syn. Lagom till sommaren lanserades sportbook och till hösten lanserades ett eget live casino i ett samarbete med Evolution Gaming som är framstående i branschen. Dessa satsningar gav resultat redan i Q3, men främst Q4. Anledningen till den starka omsättningstillväxten i slutet av året bör därför vara ett resultat av lyckade satsningar på ökat produktutbud. Det finns därför möjlighet att omsättningstillväxten överraskar positivt även i följande kvartal under 2017, något som tagits hänsyn till i beräkningen av värderingens bull-case.

Bolaget har lyckats bygga ett starkt varumärke, genom reklam och karaktären "Mr green". Bolaget har lyckats nischas sig på marknaden som det äventyrliga och vänliga online-casinet, som riktar sig mot vardagliga hobbyspelare. Genom detta arbete har bolaget fått en unik position på positioneringskartan. Spelbolag brottas ofta med lojalitetsproblem från sina kunder, att ha en egen plats på positioneringskartan är starkt och något som andra spelbolag kan ha svårt med.

**Förvärv, uppköp eller utdelning?**

Mr Green har en av börsens största kassor i förhållande till börsvärde. Kassan i förhållande till balansomslutning uppgår till 21,8%. I februari 2017 förvärvades Dansk Underholding, samtidigt som det kommunicerades att bolaget planerar att slå sig in på den danska marknaden. Förvärvet är beräknat på en EBITDA-multipel på 7, och finansieras kontant för c.a 9 MEUR. Dansk Underholding omsatte 2016 cirka 37MSEK. Synergieffekter är något som ledningen förväntar, i och med Dansk Underholdings lokala närvaro och stordriftsfördelar. I och med Mr Greens låga värdering jämfört med peers är bolaget även en uppköpskandidat. För att kunna överleva i ett marknadsklimat under hård konkurrens är det avgörande att vara nischade, någonting Mr Green är. Alternativet är att bli uppköpt. Delar bolaget ut 50% av sin kassa delas 3,7kr per aktie ut vilket motsvarar en direktavkastning på ca 9%.

**Kompetent ledning**

Styrelsen är välrenommerad med stor erfarenhet från branschen. Styrelseledamot Henrik Bergquist, en av de tre medgrundarna till Mr Green äger cirka 19% och är därmed största ägare. Bergquist var en av medgrundarna till Betsson som han senare hoppade av för att starta upp Mr Green. VD Per Norman var tidigare VD på Boxer och äger 370 000 aktier (1%). Den 18 november förra året godkändes Mr Green för notering på Nasdaq Stockholms huvudlista. Första dagen på listan var den 30e november. Listbytet till Nasdaq Stockholm öppnar även upp för institutionella ägare, något som skulle ge en kvalitetsstämpel på bolaget.

**Risker**

Spelbranschen kännetecknas av låga inträdesbarriärer. Låga inträdesbarriärer brukar oftast leda till marginalpress, med fler konkurrenter som pressar priserna för att vinna konsumenternas lojalitet. För spelbranschen är dock situationen annorlunda, med tanke på att konsumenterna inte väljer spelbolag efter återbetalningsplan. Den samlade bedömningen av aktien är att risken i aktien är begränsad med tanke på det låga EV. Den politiska risken är en återkommande risk för samtliga bolag i branschen. Mr Green satsar dock på att slå sig in på marknader som redan är reglerade, för att minska denna osäkerhet.

**Bolagsbeskrivning**

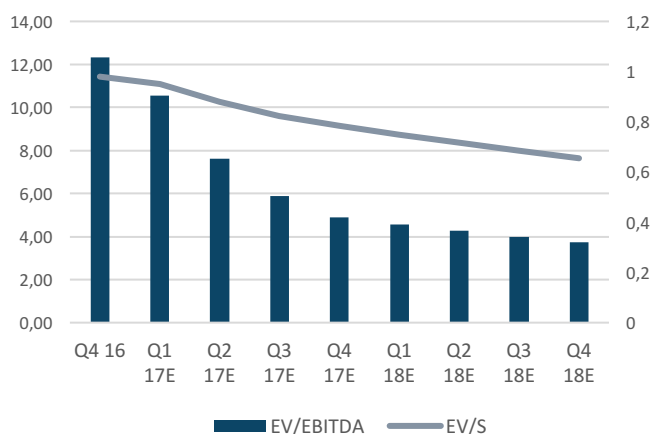
Mr Green & Co investerar i bolag inom online-gamingsektorn. Huvudinnehavet är Mr Green Ltd som ägs via dotterbolaget Green Gaming Group Plc. Kasinot är baserat i Malta. Mr Green erbjuder en produktportfölj med casino, livecasino och sportsbook.

Mr Green & Co Technology AB, lacta Marketing AB och en teknikleverantör är övriga helägda dotterbolag.



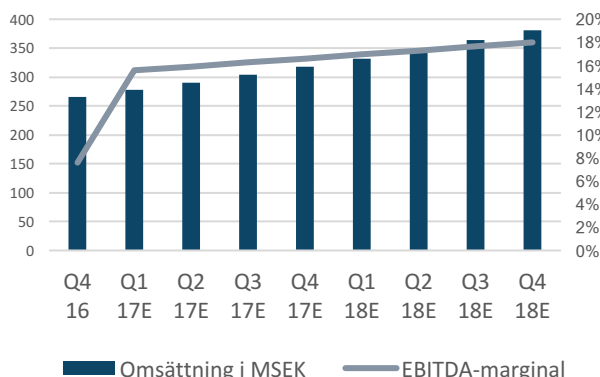
## Attraktiv värdering med nuvarande börsvärde

För Q4 2018 prognosticeras EV/EBITDA vara 3,74, att jämföra med närmsta konkurrenternas nuvarande snitt på 22,92. Beräkningen har gjorts genom ett justerat snitt på omsättningstillväxt och kostnader, kvartalsvis från och med Q1 2015. EV/EBITDA beräknas sjunka som ett resultat av den skalbara affärsmodellen med ökade EBITDA-marginaler. Marginalerna estimeras öka i och med minskade kostnader i förhållande till omsättning, som en konsekvens av avtagande marknadsföringskostnader samt kostnader för upprätthållandet av tjänsten.



## Omsättningstillväxt samt förbättrade marginaler

Efter implementeringen av Mr Green 2.0 var EBITDA-marginalen 7,6%, baserat på fjärde kvartalets bokslut. Engångskostnaderna till följd av ett bedrägeri och noteringen på Nasdaq Stockholm under Q4 uppgick till 20MSEK, något som bör noteras. I och med den organiska tillväxten beräknas marginalerna stiga över tid i och med att kostnaderna minskar, i förhållande till omsättningen. Omsättningstillväxten prognosticeras i Q4s fotspår försätta vara god i och med etableringen av Mr Green 2.0 medans kostnaderna gradvis skalas ner som ett resultat av minskade marknadsföringskostnader samt teknikutvecklingskostnader sett i perspektiv till omsättningstillväxt, något som bolaget har kommunicerat om. Förvärvet av Dansk Underholding förväntas också bidra positivt till EBITDAn och marginalerna, i och med den väntade synergi-effekten som tas upp i investeringscasen.



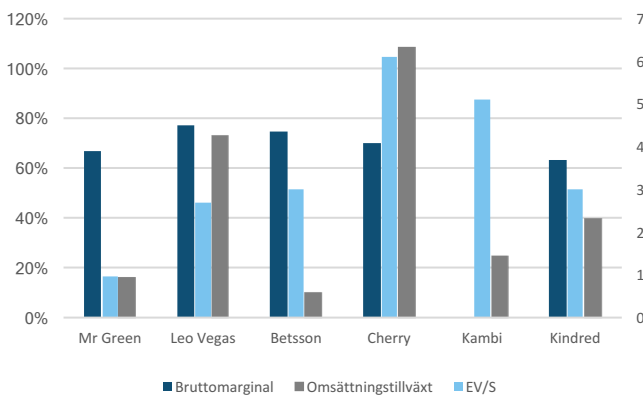
2018E	Bull	Bear
EV/EBITDA	2,31	9,46
Omsättnings-tillväxt	27,6%	12%
EBITDA-marginal	25,5%	7,7%

I bullscenariot görs ett antagande att implementeringen av Mr Green 2.0 medför ökad omsättningstillväxt jämfört med det historiska snittet, samtidigt som kostnadsökningar behålls konstant tilltagande som tidigare.

I bearscenariot antas att Q4 16 var ett undantag som en konsekvens av uppståndelsen bakom Mr Green 2.0 satsningen och att omsättningstillväxten återgår till historiska nivåer. Kostnadsökningar behålls konstanta.

## Relativvärdering

EV/s på 0,98 jämfört med närmsta börsnoterade konkurrenters snitt på 3,98. Multipeln bygger på en negativ nettoskuldssättning med ett lågt börsvärde i förhållande till konkurrenter. Omsättningstillväxten för Mr Green helåret 2016 uppgick till 16,6%. EV/S för Q4 2018 estimeras till 0,65. EV/S-multipeln visar på betydande uppsida i aktiekursen, i och med den prognosticerade omsättningstillväxten, för att vara värderade som konkurrenterna.



	ROCE	Net Profit Margin %	EV/EBITDA	DEBT/EQUITY
Mr Green	4,9%	3,6%	12,34	0,0%
Cherry AB			57,36	0,0%
Kindred Group	36,7%	15,4%	13,54	22,4%
Kambi Group	20,8%	13,4%	17,97	18,3%
Betsson	26,4%	21,3%	9,31	37,8%
LeoVegas	42,8%	10,2%	19,99	0,0%
Snitt	26,3%	12,8%	21,75	13,1%

### Prestigefyllda priser

Mr Green har på senaste tiden blivit uppmärksammad för dess nya grafiska profil på hemsidan, vilken enligt vår syn varit en av pådrivarna till den ökade omsättningen. Bolaget blev nyligen utsett till det prestigefulla priset "Online Gaming Operator of the Year 2017", vid den årliga IGA-galan. Ett pris som exempelvis vanns 2016 av Cherry. Bolaget blev även utsett till "Nordic Operator of the Year" på EGR Nordics Awards.

### Lägre marknadsföringskostnader men fler sökningar

Helåret 2016 lade Mr Green 336,4 MSEK på marknadsföring, vilket utgör 36,4% av den totala omsättningen. Motsvarande siffror för Leo Vegas var 575 MSEK, vilket utgjorde 42,8% av omsättningen. Vid analys av Google trends visar resultatet att Mr Green får fler sökningar än kanske sin närmsta konkurrent LeoVegas och lika många som Betsson. Fler potentiella kunder googlar alltså på Mr Green, trots att bolaget lägger drygt hälften av Leo Vegas på marknadsföring, någonting som är intressant. Etableringen av profilen Mr Green antagligen varit en bidragande faktor.

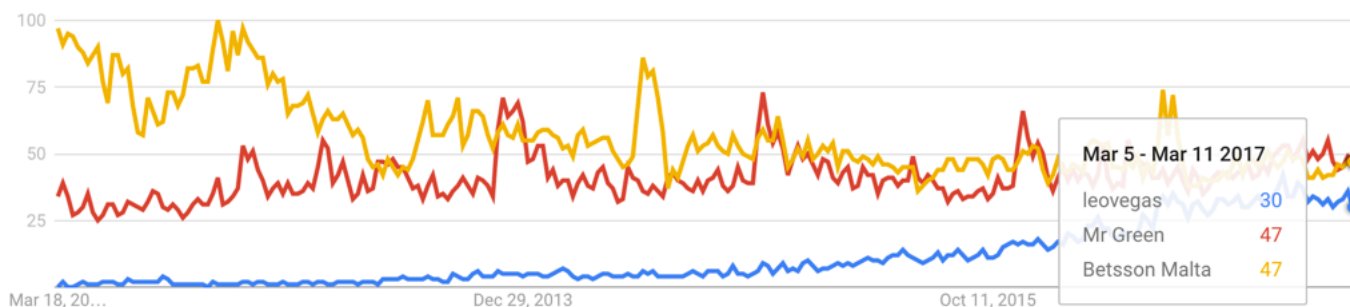
### Spelbolag på sociala medier

Vid en jämförelse av spelbolagen på Facebook över följare visar det sig att Unibet är den stora ledaren med 744 000 följare. Mr Green har 97 000, Betsson 11 500 och Leo Vegas 30 300. En dedikerad följarbas kan vara ett resultat av det långvariga arbetet med karaktären Mr Green, som vi tror förstärks ytterligare i och med Mr Green 2.0.

### Frågor besvarade av IR-chefen Frida Adrian

*Hur planerar ni att driva framtida omsättningstillväxt? "Förvärv, fler spel, nya regioner? För att uppnå våra finansiella mål har vi en ny affärsstrategi – Mr Green 2.0 – som vilar på fem hörnstenar: varumärke, spelupplevelsen, produktutbudet, geografisk expansion samt att vara den ledande aktören inom hållbarhet och Green Gaming (ansvarsfullt spelande). Växande spelintäkter i kombination med förbättrad operationell effektivitet, kostnadsmedvetenhet och skalbarhet bidrar till lönsamhetsmålet."*

*Vad är viktigast för er, återkommande kunder eller mer "kortsiktiga"? "Det viktiga för oss är att vi vill att våra kunder ska ha sin bästa spelupplevelse någonsin hos oss – om och om igen."*



## Bedömning av bolaget

8

### Värdedrivare

Omsättningstillväxten efter Q4 16 uppgick till 32% jämfört med förgående kvartal förra året. Snitt-omsättningstillväxten kvartalsvis från och med 2015 Q1 uppgår till 4,6%. En stor kassa möjliggör förvärv och utdelningar, vilket kan skapa aktieägarvärde på kort sikt.

8

### Quality of Earnings

Affärsmodellen visar på skalbarhet i och med att vinsten ökat i högre takt än omsättningen, sedan 2014. Framgent finns goda förutsättningar för fortsatt ökande vinster. Implementeringen av Mr Green 2.0 bedöms fortsätta generera god omsättningstillväxt.

7

### Ledning & styrelse

Insiderägande, kompetent management och en erfaren VD motiverar en hög rating. Största ägare och styrelseledamot Henrik Bergquist har bland annat startat upp och drivit Betsson framgångsrikt.

6

### Riskenivå

I spelbranschen finns en betydande politisk risk, som drar ner betyget. Marknaden växer med 9%, men konkurrensen är stor. Osäkerheten kring framtida marknadsföringskostnader drar också ner betyget.

## Strengths

- Tar marknadsandelar och visar på organisk tillväxt
- Förbättrade EBITDA-marginaler

## Weaknesses

- Beroende av marknadsföring
- Stenhård konkurrens, svårt att differentiera sig för att locka kunder.

## Opportunities

- Stor kassa vilket antingen kan användas till förvärv för ytterligare förbättring i omsättningstillväxt, alternativt användas till utdelning.
- Online-casino branschen utgör bara 6% av omsättningen som den generella casino-branschen genererar.

## Threats

- Den politiska risken i branschen är betydande och kan i framtiden ändra spelreglerna.
- Osäkerhet huruvida bolaget lyckas behålla omsättningstillväxt vid minskade marknadsföringssatsningar.

Resultaträkning		2012	2013	2014	2015	Q4 2016	2017 E
Omsättning	MSEK	36,632	349,849	659,368	792,599	924,524	
Bruttoresultat	MSEK	0	292,23	537,881	593,377	617,839	
Rörelseresultat	MSEK	0,097	37,59	-31,203	-36,034	19,093	
Resultat Före Skatt	MSEK	0,111	35,843	-28,036	-36,1	29,452	
Resultat Hänföring Aktieägare	MSEK						
		0,049	29,055	-28,038	-34,433	33,101	
Vinst/Aktie	SEK	0,003	1,271	-0,782	-0,961	0,923	
Antal Aktier	Milj	18,121	22,859	35,849	35,849	35,849	
Utdelning	SEK	0	1,3	1,3	0	0	

Balansräkning		2012	2013	2014	2015	Q4 2016	2017 E
Immateriella tillgångar	MSEK	0	790,606	843,091	871,143	920,755	
Materiella tillgångar	MSEK	0,369	6,245	3,819	4,496	4,89	
Finansiella tillgångar	MSEK	122	23,236	0	0	0,368	
Summa Anläggningstillgångar	MSEK						
		122,369	820,087	846,91	875,639	927,651	
Kassa/Bank	MSEK	1,291	111,167	154,954	190,281	266,908	
Summa Omsättningstillgångar	MSEK						
		5,588	127,304	166,017	206,525	299,561	
Summa Tillgångar	MSEK	127,957	947,391	1012,927	1082,164	1225,574	
Summa Eget Kapital	MSEK	122,099	743,805	671,004	640,826	710,466	
Långfristiga Skulder	MSEK	0	109,019	184,832	216,911	326,485	
Kortfristiga Skulder	MSEK	5,858	94,567	157,091	224,427	188,623	
Summa Eget Kapital	MSEK	127,957	947,391	1012,927	1082,164	1225,574	
Nettoskuld	MSEK	-1,291	-111,167	-154,954	-190,281	-266,908	

Kassaflödesanalys		2012	2013	2014	2015	Q4 2016	2017 E
Kassaf LöpandeVerksamhet	MSEK						
		1,699	76,54	147,2	149,36	128,822	
Kassaf Investeringsverk	MSEK	-0,457	34,043	-57,258	-72,511	-66,394	
Kassaf Finansieringsverk	MSEK	0	-1,742	-47,98	-46,637	3,115	
Åretskassaflöde	MSEK	1,242	108,841	41,962	30,212	65,544	
FrittKassaflöde	MSEK	1,242	110,583	89,942	76,849	62,428	

Värderingsmultiplar		2012	2013	2014	2015	Q4 2016	2017 E
EV/S					1,55	1,05	
EV/EBITDA					22,33	12,83	
P/E					-41,28	37,37	
P/B					2,22	1,74	
Bruttomarginal %		0	83,53	81,58	74,86	66,83	
EBITDA-marginal %		0,51	19,54	3,45	6,96	8,18	
EBIT-marginal %		0,26	10,74	-4,73	-4,55	2,07	
Vinstmarginal %		0,13	8,31	-4,25	-4,34	3,58	

Kapitaleffektivitet		2012	2013	2014	2015	Q4 2016	2017 E
ROE		0,04	3,91	-4,18	-5,37	4,66	
ROA		0,04	3,07	-2,77	-3,18	2,7	
Soliditet		95,42	78,51	66,24	59,22	57,97	
Nettoskuldsättning		-1,01	-11,73	-15,3	-17,58	-21,78	
Capex %		26,9	-44,48	38,9	48,55	51,54	

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informations syfte 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).