

ANALYTIKER

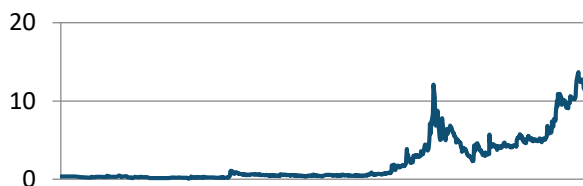
Valentino Rogic Äger inte aktier i bolaget

NET GAMING

Aktiekurs	10,00
52 v högsta / lägsta	11,25/2,25
Antal aktier	57 525 000
Börsvärde (MSEK)	584
Nettoskuld (MSEK)	-59
EV (MSEK)	525
Sektor	
Lista / kortnamn	Aktietorget/NETG
Nästa rapport	2017-04-28

UTVECKLING

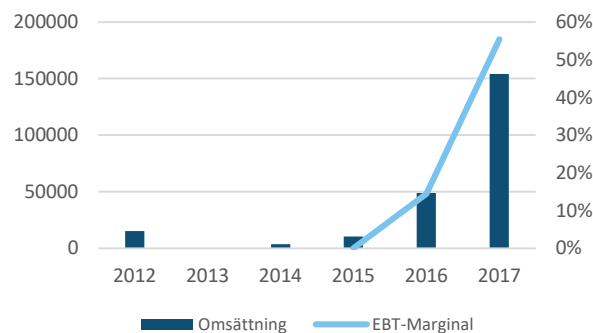
1 månad	35,76 %
3 månader	105,00 %
1 år	85,68 %
YTD	117,16 %

AKTIEKURS 5år (SEK)

HUVUDÄGARE %

Henrik Kvick AB	75,42 %
Varenne AB	5,8 %
Avanza Pension	2,43 %
Stefan Mahlstein	1,32 %
UBS AG Clients Account	0,81 %

LEDNING

Verkställande direktör	Marcus Teilman
Styrelseordförande	Henrik Kvick

Financial forecast


Förvärvet av Highlight Media innebär att Net Gaming positionerar sig i annonsnätverksbranschen och därtill gynnas bolaget av branschens nuvarande kännetecken, hög lönsamhet. I jämförelse med Catena Media finns en potentiell uppsida då bolaget värderas till en EV/EBT och rörelsemarginal under 2017e om 20.35x respektive 47.5 % medan Net Gaming estimeras till 12.8x respektive 59.8 %

Net Gaming siktar på att växa genom geografisk expansion. Deras fyra största kunder är Mr Green, Betsafe, 888 Poker och 21 Nova. Alla dessa bolag genererar huvudsakligen intäkter från Europa, vilket ger utrymme för Net Gaming att penetrera ännu en marknad, Asien. EGBA presenterade en rapport 2015 om den globala online-bettingmarknaden där Asien hade marknadsandelar om 30.3 %.

Den underliggande faktorn – onlinecasino. En av Net Gamings större annonssidor är pokerlistings.com som har domäner i Sverige, Danmark och Nederländerna. I jämförelse med konkurrentens (Catena Media) större annonssidor (freespins.se och askgamblers.com) verkar pokerlistings ha en nedåtgående trend i besöksiffror enligt Google Trends, se på nästa sida.

Låga inträdesbarriärer skapar hög risk för marginalpress inom branschen. Branschens brist på lagar och patent skapar låga inträdesbarriärer för nykomlingar att etablera sig vilket kan skapa en hög konkurrens som eliminerar den höga lönsamheten för nuvarande affiliateverksamheter.

EBT-Marginal

	BULL	BEAR
Q1 2017	36,3%	25,8%
Q2 2017	50,2%	39,7%
Q3 2017	57,9%	49,1%
Q4 2017	55,4%	39,1%

EV/S

	BULL	BEAR
Q1 2017	12,5x	14,4x
Q2 2017	8,9x	11,6x
Q3 2017	6,9x	9,8x
Q4 2017	6,8x	11,6x



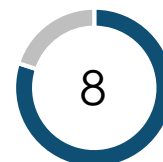
Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

Förvärvet av Highlight Media förväntas ge synergieffekter

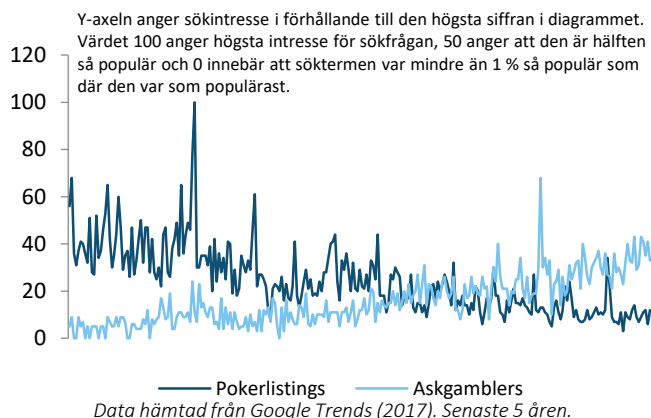
Förvärvet av Highlight Media innebär att Net Gaming positionerar sig i annonsnätverksbranschen och därtill gynnas bolaget av branschens nuvarande kännetecken, hög lönsamhet. Förvärvet av HLM ger Net Gaming en affiliateverksamhet som genererar stabila kassaflöden. Uppköpet finansierades av obligationer och konvertibellån om 200 MSEK respektive 140 MSEK. Fortsatta förvärv är därför förväntat inom annonssegmentet för att fortsätta erhålla ytterligare marknadsdelar och strukturell tillväxt. Dessutom, om förvärvet sker till multiplar i enlighet med HLM är, Net Gaming välpositionerat för framtida tillväxt. Omsättningen under 2017e förväntas kännetecknas av synergieffekter, detta kan förklaras genom att affiliateverksamheten kan gynna spelverksamheten genom annonsering av Net Gamings egna varumärken. Mot bakgrund av detta estimeras en organisk tillväxt i spelverksamheten om 273 % (15,4 MSEK för 2017e) samtidigt som annonsverksamheten förväntas nå en omsättningstillväxt om 8.9 %. Därmed kan Net Gaming utvinna synergieffekter oavsett om de förvärvat betting- eller affiliateverksamhet.

Net Gaming siktar på att växa genom geografisk expansion

Bolagets största kunder är Mr Green, Betsafe, 888 Poker och 21 Nova. Alla dessa bolag genererar huvudsakligen intäkter från Europa, vilket ger utrymme för Net Gaming att penetrera ännu en marknad, Asien. Deloitte presenterade en rapport (2012) om den globala online-bettingmarknaden där Asien hade marknadsandelar om 32 %. Affärsmodellen är skalbar och har inga större gränser förutom dess immateriella tillgångar (såsom goodwill och varumärken). Förtydligat menas det att bolaget kan vara verksamma i flera geografiska områden. Det enda hindret som existerar är att bolaget måste äga domäner eller bettingbolag som verkar inom det relevanta geografiska området.

Den underliggande faktorn – onlinecasino

En av Net Gamings större annonssidor är pokerlistings.com som har domäner i Sverige, Danmark och Nederländerna. I jämförelse med största konkurrenten Catena Medias större annonssidor (freespins.se och askgamblers.com) verkar pokerlistings ha en nedåtgående trend i besöksiffror enligt Google Trends (se höger kolumn). Sammanfattningsvis är det väsentligt för Net Gaming att etablera sig på en ny marknad, till exempel Asien. De har även alternativet till att växa med förvärv, för att inneha ytterligare affiliates som inte är i en nedåtgående trend. Dessa två åtgärder är viktiga för att bryta den nedåtgående trenden som förvärvets affiliates befinner sig i.

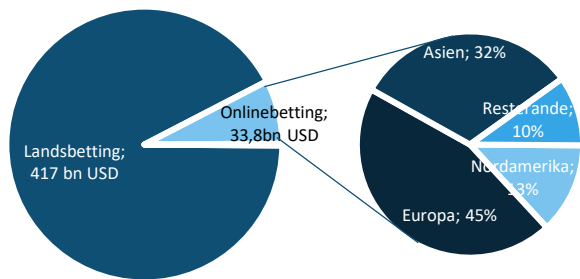


Affiliateverksamhetens intäktmodell

Intäktmodellen består av två olika strategier – CPA och procentsatser per spelarens totalt spelade kapital. Det förstnämnda "cost per acquisition" är ett koncept som innebär att operatören betalar affiliateverksamheten då en viss handling utförs. Denna handling kan vara en minimuminsättning eller ett omsättningskrav.

Risker

Bolagets höga lönsamhet är i riskzonen för att konkurreras bort. De låga inträdesbarriärerna skapar en osäkerhet kring hur länge deras höga marginaler kommer att bestå. Affiliates är inte skyddade av några patent eller lagar som hindrar folk från att etablera sig på affiliate-marknaden. Att vara ett affiliate-bolag har även sina bolagsspecifika risker. Då affiliates agerar som en mellanhand genom ett medium så finns det även branschspecifika risker. Om en sökmotor väljer att ändra sina algoritmer för kan sökmotoroptimering raseras, beroende på förändringen som sökmotorn gör.



Bolagsbeskrivning

Net Gaming är ett bolag med ett annonsnätverk som står för 90 % av omsättningen och en spelverksamhet som står för resterande andel av omsättningen. Bolaget äger PokerLoco Malta Ltd på Malta och Loco Marketing Partners S.A. (Costa Rica), som driver spelsajterna CasinoLoco.com samt PokerLoco.com med totalt 972 519 registrerade kunder. Bolaget förvärvade nyligen affiliateverksamheten Highlight Media.



Konvertibellånen skapar en omfattande förutsättning

Tabellen under beskriver Net Gamings del av konvertibellånen (70 MSEK) och dess påverkan på EBT. Net Gaming finansierade uppköpet av Highlight Media med 140 MSEK i konvertibellån och 200 MSEK i obligationslån. Detta ger en årlig räntekostnad om 38,85 MSEK om ingen inlösen sker.

2017e	12 % Inlösen (Nuvarande)	50 % Inlösen	100 % Inlösen
EBT (MSEK)	72,8	78,6	85,3
EV/EBT	12,8x	12,5x	12,3x

Net Gamings direkta konkurrent, Catena Media, är en renodlad affiliateverksamhet som har varit verksamma längre än Net Gaming vilket förklarar den högre marginalen som kännetecknar bolagen inom affiliatebranschen. Med tanke på att Net Gaming förvärvat Highlight Media för bara ett par månader sedan så går det ännu inte att se full effekt av affiliateverksamhetens synergier med Net Gamings egna spelverksamhet. Detta förväntas ge skalfördelar framgent vilket höjer marginalerna.

2017e	EV/EBT	P/E	Rörelsemarginal	EV (MSEK)
Catena Media	20,35x	15,5x	47,4 %	5 651
Nuvarande Inlösen*	12,8x	11,4x	59,8 %	933
50 % Inlösen*	12,5x	10,4x	63,5 %	986
100 % Inlösen*	12,3x	9,4x	67,6 %	1 051
	EV/EBITDA	EBITDA-Marginal	Omsättningsstillväxt	EV/Sales
Net Gaming	59,3x	32,1 %	366 %	15,8x
Catena Media	21,54x	52,5 %	168 %	14,1x

Bullscenariot

I ett bullscenariot visar förvärvet på synergieffekter mellan spelverksamheten och affiliateverksamheten vilket bidrar till en hög organisk omsättningsstillväxt. För att minska räntekostnaderna är det även positivt om Net Gaming konverterar in sin andel av konvertibellånen. Detta underlättar resultatet med 12,5 MSEK. Antagandet om full konvertibelinlösen beräknas med i bullvärderingen. Ännu ett förvärv som agerar inom affiliatesfären kan bidra med exponering för önskade mål (geografisk expansion). Highlight Medias teknologi visar sig vara marknadsledande och bolaget lyckas ta marknadsandelar från konkurrenten Catena Media som har liknande kundportföljer som Net Gaming (Mr Green och 888 Poker). På kort sikt förväntas bolaget redovisa förbättrade marginaler gentemot Q4 2016 eftersom att förvärvets effekter förväntas ge utslag under Q1 2017 enligt VD. De kvartalsbaserade estimaten valdes på grund av svårigheterna att estimera intäkterna som indirekt beror på affiliates besöksantal. Förutom detta går det att se affiliateverksamhetens effekter på bolaget tydligt.

R12/Q	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
EV/S	12,5	9,0	7,0	6,8
EV/EBT	34,4	17,9	12,0	12,3
EBT-marg %	36,3%	50,2%	57,9%	55,4%

Bearsenariot

Ett lyckat förvärv i detta fallet kännetecknas av dels synergieffekter med spelverksamheten som leder till organisk tillväxt samt förvärvets domäner tappar inte besökare. Dessa faktorer kommer att kunna observeras genom EBT-marginalen som visar på hur goda synergieffekterna blir, med tanke på Catena Medias marginal bör Net Gaming kunna uppnå en liknande. I bearscenariot sker ingen inlösen av konvertibellånen, vilket är rent negativt då det enbart ger en större räntekostnad istället för en utspädning. Ett uppfyllt bearscenariot innebär att synergieffekterna är minimala och att förvärvets affiliates har en stagnerande besöksaffiror vilket indirekt leder till minskade intäkter i sin helhet med 35 % per kvartal i jämförelse med Q4 2016.

Generellt sett skruvas förväntningarna ner. Låga inträdesbarriärer skapar hög risk för marginalpress inom branschen. Branschens brist på lagar och patent skapar låga inträdesbarriärer för nykomlingar att etablera sig vilket kan skapa en hög konkurrens som eliminerar den höga lönsamheten för nuvarande affiliateverksamheter. En misslyckad etablering av nya affiliatesidor med fokus på onlinecasino bidrar till minskad omsättning om 80 MSEK under 2017e. Tillsammans med den höga räntekostnaden om 38,85 MSEK utan ytterligare konvertering och förlorade marknadsandelar till sina konkurrenter kommer Net Gaming inte att uppnå förväntningarna och de misslyckas även med att växa organiskt inom både affiliateverksamheten och spelverksamheten vilket även visar på brist av synergieffekter. Bolagets spelverksamhet får ett bakslag på grund av konkurrens och en dålig synergieffekt bland de större aktörerna vilket bidrar till minskade intäkter och en potentiell nedskrivning av immateriella tillgångar

R12/Q	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017
EV/S	14,39	11,66	9,80	11,66
EV/EBT	56,5	29,4	19,9	29,4
EBT-marg %	25,8%	39,7%	49,1%	39,1%

Potentiell nedskrivning hos immateriella tillgångar skapar risk

Net Gamings omsättning uppvisar en tillväxt på 367 %, medan kundfordringarna ökade med 6940 %. 25,9 % av hela omsättningen, och hela 40,8 % av annonsintäkterna är bundet i kundfordringar. Förvärvet av Highlight Media gav upphov till en större ökning i kundfordringarna. För att sätta det i relation till branschen har Catena Medias kundfordringar ökat med 7,47 MEUR vilket endast binder 18,6 % av omsättningen i kundfordringar. Förklaringen till en högre andel kundfordringar i förhållande till omsättning kan förklaras av längre betalningstider, vilket bedöms som en risk i jämförelse med Catena Medias lägre andel. Tillsammans med förvärvet erhöll Net Gaming ett stort tillskott av immateriella tillgångar, majoriteten av värdet är hänförligt till varumärket Pokerloco som har 1 miljon registrerade användare. Nedskrivning kan vara aktuellt om inflödet av nya kunder minskar eller marginalen per aktiv kund minskar. I ett bearscenariot antogs en marginell synergieffekt av förvärvet vilket skulle vara orsaken till föregående scenario. Bolaget bedömer även den immateriella tillgången som en databas med kundbeteende som ska vara väsentlig för deras framgång inom affiliateverksamheten vilket gör det troligt för en nedskrivning av okänd summa. Detta är en indikation på att spelverksamheten saknar tillväxt p.g.a ingen synergieffekt

Strengths

- Förvärvet av Highlight Media kan visa på starka synergieffekter.

Weaknesses

- Affiliateverksamhetens största affiliates (ex pokerlistings) agerar inom onlinepoker, vilket är i en nedåtgående trend.
- Hög andel av balansräkningen består av varumärket "Pokerloco" som kan ge ett mycket negativt utfall vid ett bearscenario

Opportunities

- Förvärvet av Highlight Media skapar ett inträde till en bransch med hög tillväxt och lönsamhet
- Onlinecasinon är i en positiv trend, ett viktig tåg att hoppa på inom snar framtid för att kunna öka intäkterna.
- Fortsatta förvärv inom affiliatesegmentet

Threats

- Låga inträdesbarriärer skapar risk för Bransch överskridande marginalpress

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Onlinecasinon är i en uppåtgående trend och förvärvet av Highlight Media kan ge mycket starka synergieffekter mellan spelverksamheten och annonsnätverket.



Quality of Earnings

Saknar stabil omsättnings- och vinsttillväxt historiskt. Har haft ett negativt resultat sedan fem år tillbaka. Framgent finns goda förutsättningar för en exponentiell ökning i resultatet med hjälp av förvärvet och potentiella synergieffekter



Ledning & styrelse

VD har varit med bolaget sedan 2011 men har ingen tidigare större erfarenhet av spelbranschen eller affiliates. Styrelseordförande & grundare Henrik Kvick innehar 75 % av bolaget och har sedan start varit med i bolaget. Bristen på insiderägande hos VD tolkas dock som negativt.



Riskenivå

Låga inträdesbarriärer inom affiliatebranschen skapar en hög risk för marginalpress. Dessutom har annonsnätverket inte etablerat ett starkt varumärke inom onlinecasino. Förutom detta är även en stor andel av tillgångarna hänförligt till varumärket "Pokerloco" som ökar risken avsevärt då den framgent kommer att vara starkt korrelerad med affiliateverksamhetens framgång

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 frånsäger 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).