

**ANALYTIKER**

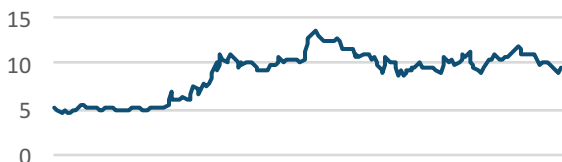
Olle Göransson	Äger aktier i bolaget
Kevin Nilsson	Äger inte aktier i bolaget

**NET GAMING**

Aktiekurs	9,70
52 v högsta / lägsta	14,00/4,35
Antal aktier	62 736 437
Börsvärde (MSEK)	608,5
Nettoskuld (MSEK)	259,0
EV (MSEK)	867,6
Sektor	Onlinespel och -casino
Lista / kortnamn	Aktietorget/NETG
Nästa rapport	2017-11-23

**UTVECKLING**

1 månad	-12,22 %
3 månader	8,38 %
1 år	105,51 %
YTD	105,94 %

**AKTIEKURS 1 år (SEK)**

**HUVUDÄGARE %**

Trottholmen AB (Henrik Kvick)	69,15 %
Varenne AB	7,79 %
Avanza Pension	3,68 %
JRS Asset Management AB	1,44 %
Carlesund Investments AB	1,08 %
Stefan Mahlstein	0,98 %

**LEDNING**

Verkställande direktör	Marcus Teilman
Styrelseordförande	Henrik Kvick

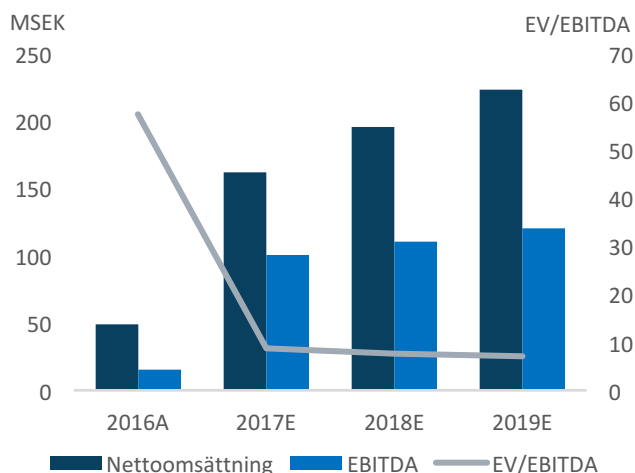
**FINANCIAL FORECAST**

MSEK	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	49	162	194,4	223,6
Omsättningsstillväxt	466 %	231 %	20 %	15 %
EBITDA	14,8	100,0	109,9	119,9
EBITDA-marginal	30 %	60 %	61 %	55 %
EV/EBITDA	58,3	8,7	7,7	7,1

**I ett basescenario värderas bolaget till EV/EBITDA 7,1 på 2019E.** Bolaget värderas till EV/EBITDA 13,7 på R12 och 8,7 på 2017E i en bransch med genomsnittlig värdering om EV/EBITDA 15-20. Bolaget bedöms därför handlas till en rabatt, något som härleds till den historiskt ansträngda kapitalstrukturen samt förvärvet av Highlight Media (framöver HLM). Förvärvet står för 94 % av bolagets nuvarande EBITDA och har en historik med flera års positivt kassaflöde. Net Gaming, som tidigare haft låg balanslikviditet, har avsevärt förbättrat sin tillgång till likvida medel utan att öka räntekostnaderna.

**Refinansiering samt låg riskpremie ger positiva signaler.** Bolaget har efter förvärvet av HLM genomfört en refinansiering. Att obligationsmarknaden ger bolaget en ränta på 7,25 % + stibor 3mån anses positivt då detta är en relativt låg ränta sett till bolagets storlek. Detta tolkas som att obligationsmarknaden, som specialiserar sig på risk, hänför relativt liten risk till bolaget. Det innebär även att bolagets kassa tillförs cirka 110 MSEK utan ökade finansiella kostnader.

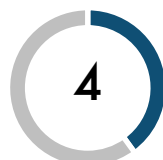
**Regulatoriska risker inom branschen.** Onlinespel och -casinobranschen samt affiliatebranschen är relativt oreglerade. Det innebär en hög risk då framtida regleringar kan påverka möjligheten att marknadsföra verksamheten. Eftersom bolaget har en kraftigt skalbar verksamhet antas en minskad mängd användare i kombination med ökade juridiska kostnader resultera i lägre marginaler. Detta kan anses särskilt riskfyllt då 79 % av intäkterna i HLM utgörs av *Cost Per Acquisition*, det vill säga intäkter av engångskaraktär.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning &amp; styrelse



Risknivå

**Stark marknadstillväxt med en välpositionerad produkt.** Marknaden för onlinespel och -casinon är på stark framfart, tillväxten i Europa väntas växa med 50 % mellan 2016 och 2020\*. En av marknadens tyngsta kostnadsposter för aktörerna är marknadsföring. Här verkar Net Gaming med sin affiliateverksamhet. Själva tekniken kallas Lead Generation och innebär att genom attraktiva länkar slussa konsumenten från sin sida vidare till någon av spelbolagens, det vill säga sina egna kunders sidor. Denna typ av marknadsföring är effektiv då man snabbare kan komma åt en mer attraktiv kundgrupp än vad som är möjligt genom traditionell marknadsföring. Effektiviteten märks tydligt då tillväxten inom affiliates varit 70 % senaste året, vilket är dubbelt så hög som för den traditionella marknadsföringen, och som förväntas fortsätta växa framgent.

**Refinansiering skapar möjligheter att växa.** Den nya refinansieringen tillför bolaget 375 MSEK. Likviden används för att lösa tidigare obligationslån på 200 MSEK och 70 MSEK av bolagets konvertibellån. Räntan på det nya obligationslånet uppgår till 7,25 % plus Stibor 3mån och kan ställas i relation till räntan på de tidigare lånen – 13 % på obligationslånet och 9 % på konvertibellånet. Det innebär att företaget efter avbetalning av tidigare lån tillförs cirka 110 MSEK samtidigt som räntekostnaderna bedöms minska från 37 MSEK till 30 MSEK. Att bolaget får denna ränta tolkas som positivt, samtidigt som det även öppnar för fler förvärv, något Net Gaming är uttalat positiva till.

**25 % organisk tillväxt och 60 % EBITDA-marginal Q2 2017 förstärker bilden av förvärvet.** Net Gaming hade under Q2 2017 en organisk tillväxt om 25 %. Det är en klar ökning från de 12 % företaget redovisade innan förvärvet av HLM. Tillväxten tyder på att ledningens förvärvsstrategi är såväl lön- som lyckosam och att produkten är konkurrenskraftig. Det stärks av en EBITDA-marginal på 60 %, vilket kan jämföras med största konkurrenten Catena Medias (CTM) marginal på 42 %. CTM är dock både ett större och mera moget bolag, vilket kan vara en orsak till marginaldifferensen. Utöver detta skiljer sig bolagens intäktsmodell något, vilket även bedöms vara en förklaring till marginaldifferensen.

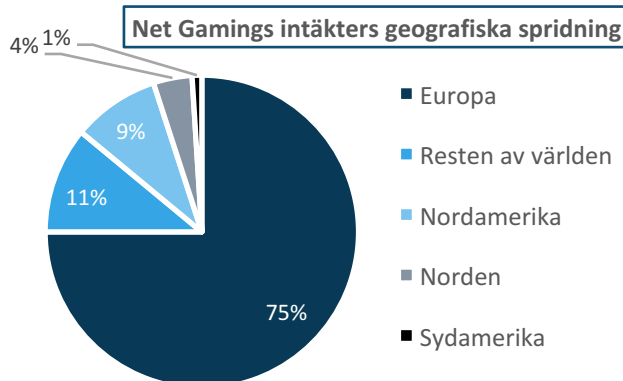
\*European Gaming & Betting Association

## Bolagsbeskrivning

Net Gaming är verksamma inom onlinespel och -casinobranschen. Bolaget driver två egna onlinecasinon som inriktar sig på Latinamerika, PokerLoco och Casinoloco. År 2016 genomförde Net Gaming ett förvärv av Highlight Media, som nu omfattar hela 93 % av Net Gamings omsättning. Highlight Media grundades 2003 och är en pionjär inom Lead Generation, även kallat Affiliate. Tekniken bygger på att lista speloperatörer via attraktiva länkar för att på så sätt leda konsumenterna till deras respektive sidor. När konsumenterna väl skapat ett konto och satt in pengar får Net Gaming betalt.

**Potentiell värde drivare i sänkning av effektiv skatt.** I bolagets senaste halvårsrapport beräknas skattekostnaden till 35 % av den skattepliktiga intäkten. Bolaget estimerar dock att deras effektiva skattesats kan bli 5 % till följd av en skattereduktion på Malta. Konkurrenten CTM, som också är baserade på Malta, har en effektiv skattesats på 5-9 % (små differenser beroende på tidsperiod). I ett basescenario ger detta P/E 8,1 2019E. Detta kan ställas i relation till ett beräknat P/E-tal för 2017E på cirka 20. Bolagets höga organiska tillväxt och höga marginaler samt att dess peers handlas till P/E 20 ger en stor uppsida i aktien.

**Kompetent ledning där ordförande äger 70 % av aktierna.** Net Gamings ledning och styrelse saknar längre erfarenheter från spelbranschen. De har dock en gedigen kompetens och erfarenhet inom online-marknadsföring, e-handel och IT, vilket kan ge symbioseffekter. Vidare har de visat god förvärvsförmåga genom uppköpet av HLM. Det ska även ses som positivt att ordförande Henrik Kvick äger ca 70 % av bolaget.



**Regulatoriska risker kan leda till marknadsföringsregleringar.** Branschens regulatoriska risker knyts till Net Gamings affiliateverksamhet, som står för 94 % av bolagets EBITDA. Verksamheten befinner sig på oreglerade marknader, vilket ökar risken för eventuella regleringar. Eventuella regleringar är mest troligt på marknadsföring av tjänsten. Marknadsföringsmässiga regleringar kommer sannolikt påverka trafiken till hemsidorna negativt, något som i sin tur påverkar lead-generation och följaktligen bolagets intäkter. I ett scenario där branschen regleras anses verksamheten särskilt sårbar då 79 % av bolagets omsättning hänförs *Cost Per Acquisition*, vilket direkt innebär en potentiell stor påverkan på kassaflödet.



I ett basescenario förväntas bolaget försätta öka sin omsättning. Tillväxten väntas att successivt avta tills bolagets tillväxt motsvarar marknadens på cirka 10 % CAGR över nästkommande 5 åren. EBITDA-marginalerna förväntas sjunka från 60 % till 55 % vid 2019, detta på grund av ökad konkurrens på marknaden samt att peers ökar andelen *revenue share* vilket ger en kortsiktig negativ påverkan på marginalerna. Inlösen av konvertibler väntas ske eftersom aktiekursen ligger dubbelt så högt som inlösenkursen. Detta leder till en utspädning om 18 %. I ett basescenario räknas det fria kassaflödet till 340 MSEK 2017-2019, förutsatt inga förvärv. Detta ger goda möjligheter att göra nya förvärv i framtiden samtidigt som det finns stor uppsida i aktien även om förvärv ej sker. Bolagets nettomarginaler efter skatt beräknas öka från 23 % till 40 % 2018E om bolaget kvalificerar sig till skatteavdrag på Malta, vilket väntas sänka effektiva skattesatsen från 35 % till 5 %. Bolaget har en skattefordran på 36 MSEK som vid nyttjande redovisas som skattekostnad men inte leder till förändring av kassaflöde. I ett basescenario innebär detta att vid utnyttjande av underskottsavdraget förväntas skatter inte leda till påverkan på kassaflödet fram till 2021. När bolaget växer och visar ett långsiktigt stabilt kassaflöde för marknaden förväntas bolagets nuvarande EV/EBITDA-multipel 8,7 2017E öka till 15. Detta ger den indikativa aktiekursen i tabellen nedan. EV/EBITDA är satt till 15 baserat på peer-värderingar och peer-tillväxt samt en riskpremie på bolaget givet dess storlek.

#### Aktiekurs basescenario

2017E	2018E	2019E
16,73 kr	18,73 kr	20,73 kr

I ett bullscenario förväntas bolaget fortsätta öka sin omsättning. Bolaget förväntas kunna uppnå en CAGR på 25 % nästkommande 5 år. Detta eftersom den nuvarande organiska omsättningsökningen är 35 % och peers har visat förmågan att genom förvärv och organisk tillväxt öka över 50 % per år i en större verksamhet. Ökningen i EBITDA-marginal från HLMs 48 % till nuvarande 60,8 % hänförs till skalbarheten i verksamheten som leder till att omsättningen växer mer än kostnader för personal och marknadsföring. Utöver detta har peers med hög andel intäkter från *Cost Per Acquisition* uppvisat liknande marginaler. Samtidigt kan potentialen för att dessa marginaler förbättras ses som begränsad, givet de nuvarande höga nivåerna. Bolagets upptagande av nytt obligationslån på 375 MSEK som använts för att lösa konvertibellån och betala av tidigare obligationslån estimeras tillföra 100 MSEK till kassan till oförändrade räntekostnader. Detta tillsammans med bolagets starka operativa kassaflöde ger goda möjligheter till förvärv, avbetalning av skuld eller framtida utdelning.

Bolaget gynnas även av den låga effektiva skatten som bolaget själv beräknar bli cirka 5 %. I ett bullscenario kommer den låga effektiva skattesatsen och underskottsavdraget leda till att företaget inte betalar ut skatt fram till 2020. Detta talar ytterligare för starkt framtida kassaflöde från bolaget. Konvertibelinlösen som ger en utspädning på 18 % är medräknat i estimaten. I ett bullscenario kommer konvertiblerna gå till lösen då dess lösenkurs endast är 4,5kr. I bullscenario är den indikativa aktiekursen bestämd utifrån EV/EBITDA 15 då det bedöms osannolikt med en multipelexpansion som långsiktigt bibehåller en nivå över detta i branschen.

#### Aktiekurs bullscenario

2017E	2018E	2019E
18,45 kr	23,81 kr	30,61 kr

I ett bearsenario förväntas omsättningsökningen vara av engångskaraktär och således minska till HLMs tidigare nivåer på cirka 12 % organisk tillväxt. Denna tillväxt ligger strax över marknadstillväxten. Utöver detta kommer förväntade EBITDA-marginaler att sjunka från 61 % till tidigare års nivåer runt ca 42 %. Då bolaget verkar på en oreglerad marknad så kan eventuella regleringar pressa marginalerna samt branschens generella värderingsmultiplar. Minskad lönsamhet härstammande HLM kan även leda till avskrivningar av goodwill då värdet på transaktionen skrivs ner, detta kommer ge stor negativ engångseffekt på EBIT. På grund av bolagets höga skuldsättningsgrad på 9,8 kan ett minskat kassaflöde försvåra bolagets möjligheter att betala av skulder väsentligt. En lägre kreditvärdighet kan höja räntekostnader när företaget tvingas ta upp nytt lån för att lösa in obligationslånet. I ett bearsenario beräknas bolagets möjligheter att betala av obligationen utan ytterligare skuldsättning som låg. Detta väntas kunna belasta resultatet med 10 MSEK mer i finansiella kostnader. Detta tillsammans med en utspädning om 18 % på grund av konvertibellånet kan sätta stor press på aktiekursen. I ett bearsenario estimeras möjligheterna för förvärv som små utan ytterligare kapitalanskaffning. Risken att bolaget inte uppnår kraven för att nå en effektiv skattesats på 5 % anses vara små men har en potentiellt stor negativ effekt på resultaten. Vissa peers har redovisat effektiva skatter på upp till 10 % vilket skulle innebära fördubblade skattekostnader. I ett bearsenario förväntas en multipelkontraktion till EV/EBITDA 10 eftersom marknadens tillväxt faller på grund av regleringar och marknaden värderar ner attraktiva förvärvsmöjligheter.

#### Aktiekurs bearsenario

2017E	2018E	2019E
9,35 kr	8,90 kr	8,27 kr

## Strengths

- Stark produkt möjliggör EBITDA-marginaler om 60 %
- Personalkostnader enskilt största kostnaden, denna uppges hållas stabil eller till och med sjunka vid ytterligare tillväxt – tyder på skalbarhet
- Företaget är positiva till tillväxt genom flera förvärv, något som varit de visat sig vara skickliga på genom HLM

## Weaknesses

- ND/EBITDA (2017E) = 2,75 vilket gör att företaget kan få svårt att göra de förvärv de talar om
- Stort beroende av att trafik leds till sidan via andra aktörer, t.ex. Google

## Opportunities

- Onlinespel och –casinobranschen förväntas växa med över 40 % de närmaste 4 åren
- Spelandet på mobila enheter förväntas öka med 50 % de närmaste 5 åren (H2GC). Plattformsökningen genererar ytterligare möjligheter för Net Gaming att öka sina intäkter
- Uppköp – företaget är fortfarande relativt litet i branschen. Vid en fortsatt stark frammarsch måste risken för uppköp tas i beaktan

## Threats

- Regulatoriska risker kan innebära att Net Gaming tvingas sänka marginalerna
- Låga inträdesbarriärer - med tanke på att marknaden inte är speciellt reglerad ännu finns risken för nya konkurrenter

## Bedömning av bolaget

8

Värde drivare

Bolagets höga tillväxt om 35 % top-line kommer förbättra kassaflödet. Detta tillsammans med det nya obligationslånet på 365 MSEK kommer ge goda möjligheter för ytterligare förvärv utan att belasta bolaget med högre räntekostnader. Underskottsavdrag och låg effektiv skatt kommer förbättra bolagets marginal efter skatt från 23 % till 40 %

6

Quality of Earnings

Bolaget kan betraktas som nytt i och med förvärvet av Highlight Media (HLM). HLM har haft positiva resultat och gott kassaflöde tidigare år men nuvarande EBITDA-marginal (60 %) är bolagets högsta nivå och det är oklart om denna marginal kan bibehållas. Enbart 12 % av bolagets intäkter är repetitiva.

4

Ledning &amp; styrelse

Ledningen saknar erfarenhet av att driva större bolag inom spelbranschen. Ledningen har visat förmåga att göra goda förvärv då köpet av HLM enbart gjordes för EV/EBITDA 4,6. Styrelseordförande Henrik Kvick äger ca 70 % av aktierna via bolag. Utöver Kvick äger ledningen få aktier.

7

Risknivå

Regleringar inom både affiliate-branschen och spelbranschen kan påverka bolagets intäkter och marginaler. 79 % av intäkterna är engångsintäkter från HLM. Jämfört med peers har bolaget låg andel repetitiva intäkter. Balansräkningen består efter upptagande av nytt obligationslån till cirka 60 % goodwill, vid försämrat resultat hänförande HLM kan detta leda till en betydande avskrivning.

**Ansvarsbegränsning**

Analys, 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 ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) 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 2017).