

PORTFÖLJEN

Nr 17, FEBRUARI 2018, v. 8

VECKANS UPPLAGA

MR GREEN & CO AB

Lågt värderat relativt peers

Läs mer om Mr Green & Co AB på *sida 3*

SCOUT GAMING GROUP AB

Nya avtal väntas driva tillväxt

Läs mer om Scout Gaming Group AB på *sida 4*

FÖRVALTARKOMMENTAR

”Alcadons rapport över förväntan”

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 4,71 %, OMXS30 - 3,71 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-6,6 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-14,1 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	10,5 %	
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-4,5 %	
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	3,0 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-9,6 %	
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-4,0 %	FÖRDELNING % - Alcadon - Aspire Global - DDM Holding - Drillcon - Nordic Leisure - Sdiptech - Sleepo - Stillfront Group - TalkPool - Kassa
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	- 9,7 %	
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	11,9 %	

I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



MR GREEN & Co AB

Mr Green värderas idag till en rabatt om 30 % gentemot härledd peer-grupp, baserat på EV/EBIT. Den negativa trenden med avtagande intäkstillväxt såväl som EBITDA-marginal har vänts. EBIT-marginalen förväntas uppgå till 11 %, 2018E vilket leder till EV/EBIT om 8,7x. Detta skulle motivera en uppsida om 35 % på 2018 års prognos.

SCOUT GAMING GROUP AB

Scout Gaming tillhandahåller plattformar för Daily Fantasy Sports och har under 2017 ingått avtal med flera kunder, såsom Betsson och Nordic Leisure. Deras tjänst är dock obeprovd och medför en osäkerhet kring efterfrågan av tjänsten. Givet att Scout lyckas ingå avtal med fler kunder estimeras en omsättning om 92 MSEK 2022E. Detta motiverar en uppsida om 19 % baserat på target om 6,5x P/S.

SÅ FUNGERAR AG-PORTFÖLJEN

På söndagar publiceras ett par oberoende analyser på Bolag AG anser vara extra spännande. Vi kommer själva, i och med vår egen portfölj, att ta ställning huruvida vi ser Bolaget som ett köp eller ett sälj. Vår portfölj har ett ingångsvärde på 100 000 kronor och kommer att handlas kontinuerligt med full transparens. Affärerna redovisas i realtid via vår Twitter:

https://twitter.com/Analyst_Group/

MR GREEN & Co AB

ANALYTIKER: OLLE GÖRANSSON

ÖVERSIKT

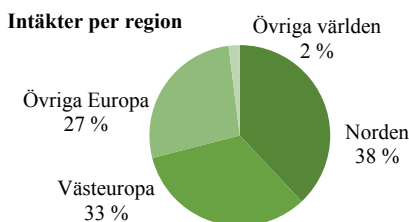


Mr Green värderas idag till en rabatt om 30 % gentemot härledd peer-grupp, baserat på EV/EBIT. Den negativa trenden med avtagande intäktstillväxt såväl som EBITDA-marginal har vänts. EBIT-marginalen förväntas uppgå till 11 %, 2018E vilket leder till EV/EBIT om 8,7x. Detta skulle motivera en uppsida om 35 % på 2018 års prognos.

Mr Green & Co AB ("Mr Green" eller "Bolaget") är ett svenskt onlinespelbolag med verksamhet i 13 länder. Bolaget har en stark ställning i Europa, framför allt i Norden och Österrike. Produktutbudet består av 700 spel, varav 450 finns tillgängliga för mobiler och surfplattor, samt en sportbok som lanserades 2016.

Organisk tillväxt om 24 % och vändning av negativ marginaltrend tyder på goda framtidsutsikter. CAGR för spel via mobila enheter förväntas uppgå till 15,9 % fram till 2022, samtidigt som CAGR för branschen i stort förväntas uppgå till 8,6 % under samma period.¹ Mr Green tyngdes mellan 2014 och 2016 av en negativ trend, både gällande tillväxt och EBITDA-marginal. Detta vändes 2017, dels till följd av ett bättre produktutbud som drivit intäkterna, dels en mer effektiv marknadsföring inriktad på mobila enheter. Strategin har fått EBITDA-marginalen att gå från 10 % 2016 till 16 % 2017 och marginalen förväntas fortsätta öka till 18 % på 2018E.

Nytt förvärv och ND/EBITDA om -3,22x ger goda framtidsutsikter i bransch som går mot konsolidering. Det ökade antalet reglerade marknader ställer krav på att spelaktörer förvärvar för att skapa skalfördelar och därmed bibehålla marginaler. Mr Green förvärvade februari 2018 Evoke Gaming för 7 MEUR, vilket motsvarar EV/S om 0,68x. Evoke äger välkända plattformar på de nordiska marknaderna (t.ex. Vinnarum och Bertil.com). Evoke omsatte 15,5 MEUR 2016 och har genom sin nya plattform lyckats öka sina intäkter med 22 % under Q4-17 Q/Q. Mr Green räknar med synergieffekter knutna till förvärvet om ca 3 MEUR och att Evoke ska bidra positivt till EBITDA från och med 2019. Vidare har Mr Green en nettokassa om 597 MSEK och en ND/EBITDA om -3,22x, vilket skapar goda möjligheter till ytterligare förvärv framgent.



Reglering av den svenska spelmarknaden 2019 förväntas sänka EBITDA-marginalen från 18 % till 15 %. 46 % av Mr Greens intäkter kommer från oreglerade marknader, bland annat den svenska som förväntas regleras 2019. I och med lagstiftningen ökar skattekostnaderna, vilket estimeras sänka Bolagets EBITDA-marginaler från 18 % till 15 %.

NUVARANDE KURS

51,10 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

44,16 kr

69,20 kr

75,45 kr

I ett Base scenario värderas bolaget till EV/EBIT 8,1x 2018E, vilket indikerar en uppsida om 35 %. 2018E förväntas Mr Green öka sina totala intäkter med 30 %. Tillväxten hänförs dels till förvärvet av Evoke, som migrerat till en helt ny plattform 2018 och dels till vidareutvecklingen av bolagets egna varumärken. 2019-2020 förväntas tillväxten avta till 20 %, främst beroende på konsolideringen av Evoke. Mr Green har sedan tidigare en målsättning att uppnå en EBITDA-marginal om 20 % 2018. Omkostnader hänförliga till förvärvet av Evoke gör dock att målet kan anses vara väl optimistiskt och förväntningarna sätts därför till 18 %. Detta leder till att EBIT-marginalen förväntas öka från 10 % till 11 % för att sedan avta något under 2019. Om och när lagstiftningen träder i kraft 2019 förväntas marginalerna försämrats på grund av ökade licens- och skattekostnader. Givet detta förväntas EV/EBIT om 8,1x på 2018E, vilket indikerar en uppsida om 35 % gentemot peer-gruppen. I värderingen ingår en storleksrelaterad riskpremie om 2,4 %, vilket leder till en rabatt om 28,4 % jämfört med bolagets konkurrenter.

Peer-grupp, EV/EBIT	2018E	2019E
Kindred	17,3x	18,0x
888 Holdings	10,9x	9,8x
Betsson	11,2x	11,5x
LeoVegas	23,3x	19,5x
Cherry	16,5x	12,8x
Median	16,5x	12,8x
Target med hänsyn till 2,4 % riskpremie	11,8x	9,8x
Mr Green	8,7x	8,9x
Upp-/nedsida	35 %	10 %
Implicerad aktiekurs	69,2 kr	56,4 kr

Indikerad nedsida om 14 % i Bear scenario på 2018E. I ett Bear scenario förväntas såväl intäkter som kostnader pressas. Detta till följd av att integrationen med Evoke går sämre än väntat samt ökade kostnader för IT-konsulter. Konsultkostnaderna var 2017 den enda kostnad som ökat i förhållande till intäkterna, vilket i Bear scenario förväntas bli än tydligare 2018E. Intäktstillväxten förväntas uppgå till 20 % och EBIT-marginalen förväntas sjunka till 9 %. Sammantaget gör detta att targetmultipeln sätts till 10x. Med EV/EBIT om 11,6 indikerar det en nedsida på 14 % på 2018E.

I ett Bull scenario indikeras en uppsida om 48 %. Detta till följd av att förvärvet förväntas generera ytterligare synergieffekter, vilket innebär att Bolaget kan upprätthålla intäktstillväxten om 30 %. Vidare förväntas konsultkostnaderna minska i förhållande till intäkterna. Detta förväntas leda till att Mr Green lyckas uppnå EBITDA-marginalmålet om 20 %, vilket genererar EV/EBIT om 8,0x. Givet samma target som i Base scenario, indikeras en uppsida om 48 % på 2018E.

¹ H2 Gambling Capital, 2017.

SCOUT GAMING GROUP AB

ANALYTIKER: PATRIK NILSSON

ÖVERSIKT



Scout Gaming tillhandahåller plattformar för Daily Fantasy Sports och har under 2017 ingått avtal med flera kunder, såsom Betsson och Nordic Leisure. Deras tjänst är dock obeprövad och medför en osäkerhet kring efterfrågan av tjänsten. Givet att Scout lyckas ingå avtal med fler kunder estimeras en omsättning om 92 MSEK 2022E. Detta motiverar en uppsida om 19 % baserat på target om 6,5x P/S.

NUVARANDE KURS

40,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR

16,3 kr

BASE

48,6 kr

BULL

78,5 kr

Scout Gaming Group AB ("Scout" eller "Bolaget") är en B2B-leverantör av skräddarsydda plattformar för Daily Fantasy Sports (DFS). DFS innebär att spelare sätter samman ett lag inom exempelvis fotboll där spelarna kan vinna priser baserat på hur, i detta fall, fotbollsspelarna presterar under verkliga matcher. Scout Gaming har även en B2C-verksamhet med DFS, som i framtiden primärt kommer användas som en test-plattform. 50 % av intäkterna genereras från Norden och 50 % från övriga Europa

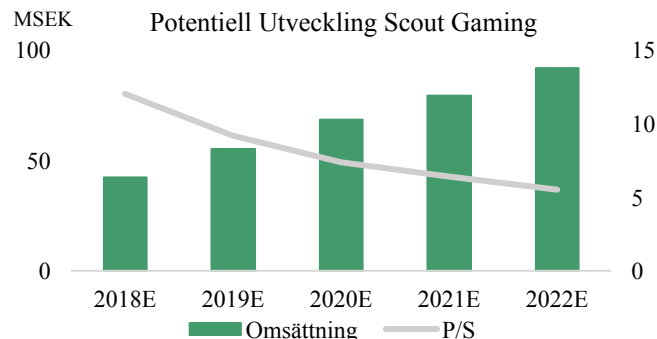
Attraktiv intäktsmodell leder till återkommande intäkter och merförsäljning. Scout Gamings intäktsmodell är uppbyggd av fem olika intäktskällor. Primärt utgörs omsättningen av spelarintäkter. Scout, som tillhandahåller plattformen, väntas behålla 25 % av dessa intäkter medan B2B-kunden, som tillhandahåller spelarna, behåller 75 %. Den andra intäktsmodellen baseras på en fast avgift som Scout debiterar vid olika serviceerbjudanden, exempelvis för support och data för specifika sporter. Bolaget debiterar även en uppstartavgift vid integration av deras B2B-plattform hos kunderna, samt en minimiavgift för att minska risken för förlorade intäkter. Kunderna kan även köpa tilläggs-appen Bet-Flex, vilket möjliggör kors-försäljning mellan Daily Fantasy Sports-betting och vanlig sports-betting. Detta innebär att när spelare sätter upp ett lag via DFS så har de sedan möjlighet att spela på verkliga matcher, vilket bidrar till merförsäljning.

Helhetslösning för B2B-kunder skapar intäktssynergier. Scouts helhetslösning skräddarsys efter kunder och behandlar allt från prissättning och support till betallösningar. Detta medför att Bolagets kunder inte behöver kompetens gällande bedrift av spelhemsidor samtidigt som de istället kan lägga resurser på marknadsföring och på att driva in kunder. I och med att kunderna kan fokusera på deras kärnverksamhet inom, exempelvis driva in stora mängder trafik till hemsidorna, medan Scout bedriver plattformen, skapas intäktssynergier.

Nya avtal med stora aktörer väntas driva CAGR om 24 % fram till 2022E. Scout har under 2017 ingått avtal med större speloperatörer såsom PAF, Betsson och Nordic Leisure. Detta tyder på intresse för Bolagets helhetslösning inom Daily Fantasy Sports från större aktörer, vilket kan locka fler kunder framgent. Samtliga kunder förväntas ha integrerat DFS under 2018. Fotbolls-VM 2018 förväntas bli ett viktigt event för att få europeiska kunder att upptäcka DFS-spel, vilket förväntas driva tillväxt. Lyckas Bolaget driva in kunder under detta event blir det en bekräftelse på att deras tjänst är eftertraktad. Scouts större kunder (Betsson, PAF, Norsk Tipping och Nordic Leisure) estimeras vara drivande för CAGR om 24 % till 2022E. Avtalet med Nordic Leisure, som har mer än 91 % av sina intäkter utanför Norden, minskar Scouts exponering mot den Nordiska marknaden, vilket gör att bolaget är mindre beroende av den svenska marknaden som förväntas regleras 2019.

Obeprövad tjänst och regleringar medför risker. Majoriteten av Scouts kunder ingick avtal med Bolaget under 2017, vilket betyder att deras tjänst/plattform saknar *proof-of-concept*. Osäkerheter finns kring om Scouts plattform klarar av att leverera det deras kunder kräver och om det finns något intresse för DFS på den europeiska marknaden. Framtida regleringar av den europeiska spelmarknaden kan även begränsa antalet marknader som Bolaget kan verka inom samt medföra ökade skattekostnader.

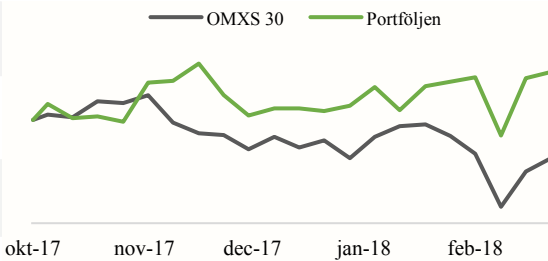
I ett Base scenario indikeras ett pris om 49kr 2022E, vilket ger en uppsida om 19%. Scout Gaming har idag 11 kunder där samtliga förväntas vara igång med sina DFS-spel under 2018. Dessa kunder förväntas i genomsnitt generera 11 MSEK årligen på DFS 2018E, vilket primärt kommer att drivas av de största kunderna. Intäkterna från dessa estimeras fördelas så att Scout erhåller 25 % av intäkterna. Detta leder till att B2B-verksamheten förväntas generera 2,8 MSEK/kund 2018E. Scout estimeras ingå avtal med 3 ytterligare kunder 2018E vilket leder till en total omsättning (B2B) om 39 MSEK. Bolaget har kommunicerat att de inte kommer lägga resurser på B2C, därav förväntas den fortsatt generera 3,1 MSEK konstant årligen. Detta resulterar i en omsättning om 42 MSEK 2018E. Tillväxten förväntas fortsätta till 2022 då bolagets totala kunder estimeras uppgå till 26 st. baserat på att lanseringarna av DFS hos befintliga kunder varit lyckade. Intäkter per kund 2022E förväntas öka till 3,4 MSEK baserat på att fler av Scouts kunder idag är av mindre storlek och att större kunder antas ingå avtal med Bolaget. Detta resulterar i en omsättning om 92 MSEK 2022E. Med en target-multipel, baserat på en multipelregression, om 6,5x, ger det en motiverad uppsida om 19 % 2022E.

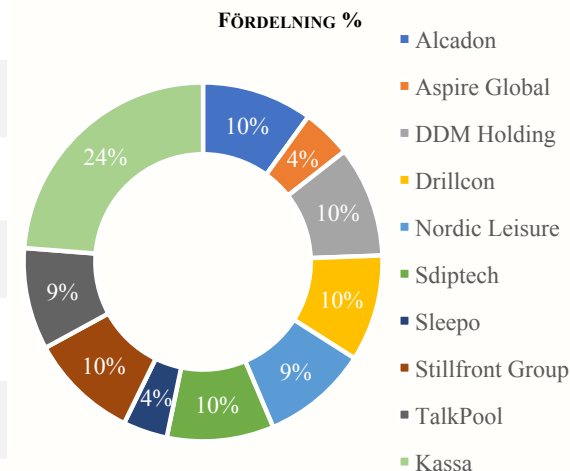


I ett Bear scenario förväntas en mindre lyckad lansering av DFS hos befintliga kunder. Detta leder till att färre nya kunder vill teckna avtal med Scout (totalt 14 st. 2022E), vilket motiverar en omsättning om 51 MSEK. Detta leder till en target om P/S 4,0x, vilket motiverar en nedsida om 60 %.

I ett Bull scenario förväntas lyckade lanseringar driva in fler kunder (totalt 30 estimeras 2022E). Detta motiverar, med en target-multipel om 9,1x, en potentiell uppsida om 92 % 2022E.

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	PORTFÖLJENS UTVECKLING: 4,71 %, OMXS30 - 3,71 %
Drillcon	3	2017-11-12	8,20 kr	-6,6 %	
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-14,1 %	
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	10,5 %	
TalkPool	3	2018-01-16	42,31 kr	-4,5 %	
Nordic Leisure	2	2017-11-05	26,42 kr	3,0 %	
Stillfront Group	3	2018-01-19	180,11 kr	-9,6 %	
Sdiptech	3	2017-12-17	45,11 kr	-4,0 %	
Aspire Global	2	2018-01-28	38,09 kr	-9,7 %	
Sleepo	3	2018-01-28	7,24 kr	11,9 %	



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

I veckan som gått har två av portföljens bolag rapporterat sina Q4-rapporter, där Stillfront och Alcadon rapporterade i torsdags respektive fredags. Vidare avyttrades Net Gaming och Medistim från portföljen då visibiliteten bedöms låg samtidigt som Analyst Group bedömer att börsen under 2018 kommer att vara fortsatt volatil och frigör därför kassa för framtida köplägen.

Alcadon kom in med en stark rapport som visade på en tillväxt om 133 % varav 44 % organisk tillväxt. Vidare stärktes EBITDA-marginalen till 12,8 % (10,7 %). För helåret ökade nettoomsättningen med 103 %, varav 29 % organisk tillväxt. EBITDA-marginalen uppgick till 12,3 % (12,2 %) för helåret. Alcadons VD, Pierre Fors, guidar om en fortsatt expansiv fiberutbyggnad samt fortsatt tillväxtpotential i utbyggnad av datahallar och 5G-nät. Vidare föreslår styrelsen en utdelning om 0,50 per aktie. Analyst Group är fortsatt positiv till Alcadon och tycker att värderingen är attraktiv samt ser triggers i potentiella förvärv under 2018.

Stillfronts rapport kom in i linje med Analyst Groups förväntningar. Nettoomsättningen ökade med 116 % och EBITDA ökade till 15 364 MSEK (6 773) i fjärde kvartalet. Lönsamheten kom dock in något under förväntan. Analyst Group är fortsatt positiv till Stillfront och tycker att värderingen är låg. Därmed behålls Bolaget i portföljen då en fortsatt uppvärdering under 2018 bedöms rimlig.

MR GREEN & CO AB

Mr Green värderas idag till en rabatt om 30 % gentemot härledd peer-grupp, baserat på EV/EBIT. Den negativa trenden med avtagande intäkstillväxt såväl som EBITDA-marginal har vänts. EBIT-marginalen förväntas uppgå till 11 %, 2018E vilket leder till EV/EBIT om 8,7x. Detta skulle motivera en uppsida om 35 % på 2018 års prognos.

SCOUT GAMING GROUP AB

Scout Gaming tillhandahåller plattformar för Daily Fantasy Sports och har under 2017 ingått avtal med flera kunder, såsom Betsson och Nordic Leisure. Deras tjänst är dock obeprövad och medför en osäkerhet kring efterfrågan av tjänsten. Givet att Scout lyckas ingå avtal med fler kunder estimeras en omsättning om 92 MSEK 2022E. Detta motiverar en uppsida om 19 % baserat på target om 6,5x P/S.

ALCADON GROUP

Alcadon är exponerad mot fibermarknaden, vilken kännetecknas av stark strukturell tillväxt men väntas avta fram till 2020, efter bredbandsmålet är uppnått. Bolaget positionerar sig nu för utbyggnaden av 5G-nätet, som prognostiseras växa med CAGR 50,9 % under perioden 2020-2026. I ett base scenario handlas Bolaget till EV/EBITDA 10,8 på 2018 års prognos vilket resulterar i en indikativ uppsida om 33 %.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analyst Group äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo och Aspire Global.

Olle Göransson äger aktier i: Mr Green.

Patrik Nilsson äger aktier i: Net Gaming och Aspire Global.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE