

## ÖVERSIKT

3



Cherry AB är verksam inom gambling-marknaden med huvudfokus på Europa. Bolaget har en lång historik av förvärv och avyttringar och redovisar idag hög organisk tillväxt om ca 46 %. Högre marknadsföringseffektivitet, nya marknader och en flexibel affärsmodell väntas driva Bolagets intäkter de kommande åren. I en sum of the parts värdering motiveras en potentiell uppsida om 49 %.

**Cherry AB ("Cherry" eller "Bolaget")** är ett svenskt gamblingbolag som bedriver operatörsverksamhet, spelutveckling, digital marknadsföring, teknologiutveckling samt fysiska restaurangkasinon. Cherry bedriver sin verksamhet i Norden och andra europeiska länder såsom England, Spanien och Tyskland. Majoriteten av Bolagets intäkter härrör från den nordiska marknaden (ca 60 %).

#### Fokus på hela värdekedjan bidrar till en flexibel affärsmodell.

Till skillnad från många andra bolag fokuserar Cherry på hela värdekedjan inom gamblingindustrin med många olika varumärken. Detta skapar en flexibilitet i affärsmodellen som kan bidra till att Bolaget kan anpassa sig på ett effektivt sätt baserat på hur marknaden utvecklas framgent. Cherry har en historia av gynnsamma förvärv och avyttringar (t.ex ComeOn), vilket kan gynna Bolaget om något av segmenten inte skulle kunna bedrivas lika effektivt som idag till en följd av ett förändrat marknadsklimat.

#### Större andel reglerade intäkter leder till högre marknadsföringseffektivitet.

Stora delar av den europeiska spelmarknaden är idag reglerad och den svenska marknaden kommer att regleras i början av 2019. Detta innebär att speloperatörer måste inneha en licens i den specifika geografiska marknaden för att få erbjuda sitt spelutbud. Detta öppnar upp nya, och i vissa fall effektivare, marknadsföringskanaler för speloperatörerna såsom Facebook, vilket kan leda till en högre marknadsföringseffektivitet. Ett exempel som stärker denna tes är Nordic Leisure (ca 91 % reglerade intäkter) som genererar 3 gånger fler aktiva spelare per marknadsföringskrona jämfört med Cherry. Med Sverige som huvudmarknad väntas Bolagets marknadsföringseffektivitet öka från 2019.

#### Stark Q3-rapport visar på styrka inför framtiden.

Under det tredje kvartalet 2018 ökade Bolagets omsättning med 58 % och uppgick till 899 MSEK, varav 46 % utgjorde organisk tillväxt. Antalet aktiva kunder ökade med över 30 000 (jämför med Analyst Groups estimat om 10 000) samtidigt som lönsamheten var 29 % (EBITDA). Detta tyder på att Bolaget på ett effektivt sätt allokera resurser och marknadsföring för att förvärva nya kunder samt växa organiskt i den befintliga verksamheten. Samtidigt har Yggdrasil ingått flertalet avtal med exempelvis 888 Holdings, Svenska Spel, ATG och Paf vilket skapar potential för ytterligare tillväxt för Yggdrasil och därmed Cherry.

#### Avreglering av delstater i USA skapar möjlighet för ytterligare tillväxt.

Delar av den amerikanska marknaden har börjat avregleras där delstater, exempelvis New Jersey, nu tillåter privata aktörer erbjuda betting. Game Lounge, Cherrys affiliate-bolag har förvärvat domäner i Nordamerika för att marknadsföra sina kunder i New Jersey och Mexiko. Parallellt med att spelmarknaden i USA

NUVARANDE KURS

70,8 SEK

VÄRDERINGSINTERVALL

104,1 SEK

avregleras kommer, troligtvis, internationella operatörer försöka att ta marknadsandelar i delstaterna som avregleras. Detta gör att affiliates potentiellt kan gynnas då stora delar av tillväxten i branschen drivs av marknadsföring. Sammantaget har Cherry etablerade affiliates i USA som successivt väntas avregleras de kommande åren, vilket kan gynna Bolaget framgent.

#### Osäkert marknadsklimat kan påverka Bolagets verksamhet på kort och lång sikt.

Gambling-marknaden karaktäriseras idag av ett osäkert marknadsklimat med avregleringar, omregleringar och förbud mot operatörer i vissa områden. Detta kan bidra till ökade skattekostnader för operatörer som i sin tur pressar marginaler. I värsta fall kan operatörer förbjudas helt från att vara verksamma inom ett specifikt geografiskt område. Sammantaget innebär detta den största riskfaktorn.

I värderingen kommer ej förvärv att räknas med, men bör ses som en option i investeringscasen.

#### I en sum of the parts värdering motiveras en potentiell uppsida om 47 %.

Operatörssegmentet i Bolaget väntas växa om 45 % fram till 2020E. Detta estimeras drivas av att marknadsföringseffektiviteten ökar till följd av att Bolaget exponeras mot fler reglerade marknader (t.ex Sverige). Andelen förvärvade aktiva kunder per 1000 SEK marknadsföring väntas öka från 1,56 till 2,05. Detta resulterar i en omsättning i operatörssegmentet om 3,6 mdSEK 2020E, med en EBITDA-marginal om 24 % som väntas pressas en del av ökade skattekostnader samtidigt som en högre marknadsföringseffektivitet minskar marginalpressen. Cherrys spelutvecklingssegment väntas drivas av ett ökat antal licenser på befintliga och nya marknader. Yggdrasil har ökat antalet anställda med 102 st sedan Q3 2017, vilket tyder på att verksamheten successivt skalar upp för att kunna hantera en högre kapacitet. Antalet integrerade kunder väntas uppgå till 142 st 2020E, vilket resulterar i en omsättning om 421 MSEK. EBITDA-marginalen väntas uppgå till 33 %. Affiliate-segmentet väntas drivas av nya avtal på nya marknader som USA och Mexiko. Dessa marknader väntas avregleras successivt de kommande åren, vilket kan gynna Bolag inom affiliate-marknaden. Antalet aktiva kunder på Cherrys affiliate-hemsidor väntas uppgå till ca 33 000 per kvartal 2020E. Detta resulterar i en potentiell omsättning om 353 MSEK med EBITDA-marginaler om 50 %. Övriga segment väntas omsätta 280 MSEK totalt.

Sammantaget motiveras ett potentiellt nuvärde om 104 kr per aktie genom en sum of the parts värdering och en diskonteringsränta om 10 %. Detta resulterar i en potentiell uppsida om 47 %.

# 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 positiv 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.

Analyst Group har mottagit betalning av Mantex AB.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Alcadon Group, DDM Holding, TalkPool, Sleepo, Nordic Waterproofing och Aspire Global.

**Patrik Nilsson äger aktier i:** Nederman Holding, Cherry, Hexatronic, JM, MTG B, Nordic Waterproofing, THQ Nordic.

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

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättskyddad 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.