

PORTFÖLJEN

NR 36, NOVEMBER 2018, V. 44

VECKANS UPPLAGA

CHERRY AB

Stark position på en marknad under förändring skapar goda tillväxtmöjligheter

Läs mer om Cherry AB på *sida 3*

MANTEX

Möjlighet att investera i ett bolag med en skalbar produkt med starka framtidsutsikter

Läs mer på *sida 4*

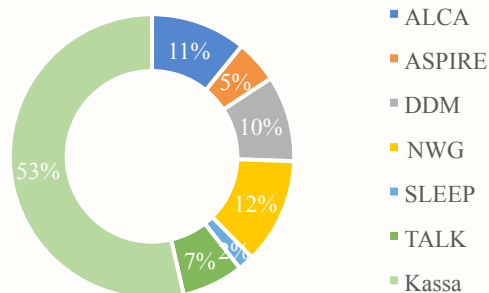
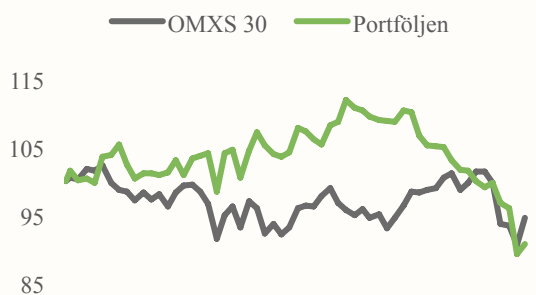
FÖRVALTARKOMMENTAR

Stark återhämtning på börsen efter en månad av osäkerhet

Läs mer på *sida 5*

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	4,45%	1,62%
					YTD	-6,96%	-9,60%
					SEDAN START	-5,28%	-9,23%
Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-13,9%			
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	7,4%			
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-33,5%			
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	1,2%			
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-53,0%			
Talkpool	3	2018-02-16	42,31 kr	-28,1%			



I VECKANS UTGÅVA AV PORTFÖLJEN:



CHERRY AB

Cherry AB är verksamma inom gambling-marknaden med huvudfokus på Europa. Bolaget har en lång historik av förvärv och avyttringar och redovisar idag hög organisk tillväxt (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 %.

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.

Affärens redovisas i realtid via vår [Twitter](#)

ÖVERSIKT

3



Cherry AB är verksamma 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 allokering 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 %.

INBJUDAN TILL TECKNING AV AKTIER I MANTEX

OM BOLAGET

Mantex utvecklar avancerade mätsystem som automatiskt och i realtid analyserar biomassa, samt bi- och restprodukter av skogs- och jordbruksprodukter. Bolagets kunder återfinns i biomassaindustrin som innefattar alla industrier som hanterar och processar biomassa. Mätningarna avser främst fukthalt, askhalt och energiinnehåll. Denna analysinformation används sedermera för att kvalitetsbestämma samt prissätta biomassan. Biomassans naturliga variationer försvårar dock driften av industriella processer, vilket kan leda till försämrad produktivitet och produktkvalitet. Genom information om biomassans egenskaper innan det används i olika processer, kan dessa proaktivt anpassas till biomassans användningsområden. Detta ger stora potentiella besparingar för kunder. Bolagets system är baserade på patenterad röntgenteknik kombinerat med datamjukvara med avancerade algoritmer som analyserar data.

TVÅ ANLEDNINGAR ATT INVESTERA I MANTEX ENLIGT BOLAGET

1. Mantex erbjuder en god teknisk lösning på ett långvarigt problem
2. Teknologin är skalbar och öppnar upp för flera marknader

KORT OM ERBJUDANDET

Teckningsperiod: 31 oktober – 15 november 2018

Teckningskurs: 2,15 SEK per aktie.

Tecknings-och garantiåtaganden:

Företrädesemissionen omfattas till cirka 40 procent av teckningsförbindelser från befintliga aktieägare samt cirka 60 procent av externa emissionsgarantier. Sammanlagt är därmed hela emissionsbeloppet säkerställt.

INTERVJU MED VD MAX GERGER

För de som inte har hört talas om Mantex, kan du beskriva vilka ni är, vad ni erbjuder och vilken marknad ni adresserar? *Mantex har utvecklat en unik mätteknik, baserat på röntgen och "machine learning", för industrier som använder biomassa som råmaterial. Exempel på biomassa är träflis, bark, retur-trä, sockerrör, majs, ris-strå, m.m. Automatiskt och på en minut analyserar våra produkter biomassan avseende fukthalt, askhalt och energiinnehåll. Våra kunder använder denna information för att kvalitetsbestämma och prissätta biomassan samt optimera processen för bearbetning av materialet. Då det är mycket stora materialflöden inom dessa industrier så är potentialen för kundernas kostnadsbesparingar mycket stora i pengar räknat och därmed är potentialen för Mantex intjäningsförmåga också mycket stor.*



Hur ser strategin ut för att Mantex skall bli kassaflödespositiva?

Den är enkel och tydlig. Färdigställt Biofuel Analyser och sälj till kunderna i närområdet. Redan vid en låg marknadsandel i Östersjöområdet så når vi ett positivt kassaflöde och allt därutöver kommer att generera ett mycket bra kassaflöde. Ni genomför en företrädesemission om cirka 29,8 MSEK. Kan du beskriva vad emissionslikviden primärt kommer att användas till? Pengarna kommer huvudsakligen att användas till två saker. Den största andelen lägger vi på Produkt-, organisations- och affärsutveckling. De resterande pengarna investeras i försäljning, marknadsföring och sälj och distributionsupport.

Kan du berätta lite om er konkurrenssituation, vilka faktorer talar för att kunderna väljer Mantex som leverantör istället för att mäta den data som krävs själva?

De industrier vi arbetar med har i decennier letat efter och provat tekniker som löser just de problem som Mantex teknik löser. De andra teknikerna har ratats en efter en men kundernas behov kvarstår, att mäta fler parametrar och att göra det i realtid. Vi har det de behöver.

Om 5 år, vart ser du att Mantex är då?

Vårt mål är att vi har etablerat vår teknik som en global de facto standard inom Bioenergi-industrin och därmed skapat en stor och stabil affär med mycket hög lönsamhet. Därutöver har vi expanderat till ytterligare någon eller några applikationsområden och då troligen tillsammans med starka globala partners.

[Memorandum](#)

[Intervju](#)

[Teckna Online](#)

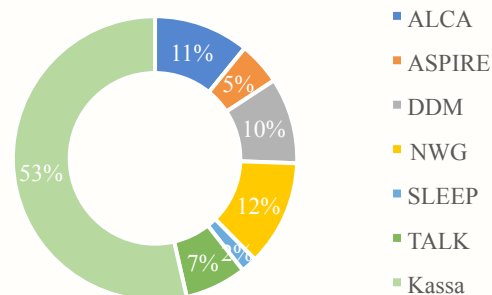
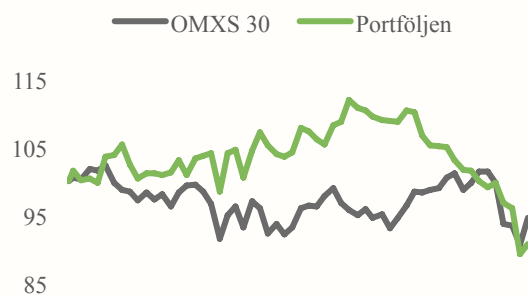
[Läs mer om Bolaget och emissionen](#)

mantex

ANALYST GROUPS PORTFÖLJ

AKTIE	BETYG (1 – 5)	ANALYSDATUM	GAV (SEK)	FÖRÄNDRING (%)	UTVECKLING	OMXS 30	AG PORTFÖLJEN
					1 VECKA	4,45%	1,62%
					YTD	-6,96%	-9,60%
					SEDAN START	-5,28%	-9,23%

Alcadon	3	2017-11-26	38,92 kr	-13,9%
Aspire	2	2018-01-28	38,09 kr	7,4%
DDM Holding	3	2017-10-01	54,28 kr	-33,5%
Nordic Waterproofing	3	2018-02-16	73,12 kr	1,2%
Sleepo	3	2018-01-28	7,24	-53,0%
Talkpool	3	2018-02-16	42,31 kr	-28,1%



FÖRVALTNINGSKOMMENTAR

VECKAN SOM GÅTT

Under veckan som gått har vi sett en stark återhämtning på den svenska börsen där OMXS30 har utvecklats positivt, med en ökning om ca 4,5 % under veckan. Veckorna i oktober dessförinnan präglades av osäkerhet med ett totalt tapp om 11 % i OMXS30.

Samtidigt som börsen har visat positiva tendenser under veckan så har även gamblingbolagen repat sig och redovisat starka rapporter, däribland Nordic Leisure, Mr Green och Cherry. William Hill kom även med ett bud på Mr Green med en premie om ca 50 %. Sammantaget visar detta på att spelbolagen kan bibehålla de höga tillväxttalen och att det finns intresse för transaktioner på högre värderingar än många bolag handlas till idag. Följaktligen kan detta vara bidragande faktorer för att potentiellt vända det negativa segmentet som har varit i de nordiska spelbolagen under den senaste tiden.

Portföljen

Under den senaste veckan har portföljen återhämtat sig något, med en uppgång om 1,62 % för veckan. Av portföljbolagen utmärker sig Aspire med en uppgång om 27,8 % för veckan, drivet av en större återhämtning i den tidigare nedpressade bettingsektorn. Även Talkpool har återhämtat sig och är nu upp 24,5 % sedan bottennoteringen i början på oktober.

Cherry AB

Cherry AB har i denna upplaga analyserats. Bolaget har en stark position inom den europeiska gamblingmarknaden med en flexibel affärsmodell och god förvärvsförmåga. Cherry presenterar gång på gång starka rapporter med hög organisk tillväxt som tyder på att Bolaget kan bibehålla en fortsatt stark position de kommande åren. I en sum of the parts värdering motiveras en potentiell uppsida om 49 %. Sammantaget är detta ett attraktivt case som potentiellt kan bli en kandidat för Analyst Groups portfölj.

Mr Green

Under veckan har William Hill lagt ett bud på Mr Green med en budpremie om ca 50 %. Detta är en indikator på att gamblingmarknaden fortsätter att konsolideras och bolag med låga värderingar ses som attraktiva förvärvsobjekt. Mr Green har genomfört en lyckad integration av Evoke som nu visar lönsamhet samtidigt som att Mr Green visade på starka marginaler i sin Q3-rapport. Detta kan vara några av faktorerna till varför William Hill valde att lägga bud på bolaget samtidigt som att William Hill bör vara komförlägliga med Mr Greens tvist i Österrike. Anledningen till varför budpremien var hög går bara att spekulera kring. Några anledningar kan vara att William Hill vill undvika budkrig samtidigt som de ser underliggande värden i verksamheten och tror på ett gynnsamt utfall gällande tvisten i Österrike. Styrelsen i Mr Green uppmanade aktieägarna att acceptera detta bud, men det skulle kunna finnas fler spekulanter som är intresserad av att förvärva Mr Green.

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.

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.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

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