

Investment Case

Stark tillväxt för reglerade intäkter

Baltikum har problem med att en stor del av spelbolagen som verkar på marknaden inte har licens och därmed agerar olagligt. Under de senaste åren har konsekvenserna för att erbjuda nätspel utan licens ökat och resurserna som lagts ner på att ta fast dem har ökat. Det på grund av att spelmarknaden har blivit stor i Baltikum och att länderna går därmed miste om mycket intäkter, då spelbolag utan licens inte betalar någon spelskatt. Konsekvensen blir att personer tvingas bli kund hos spelbolag som Nordic Leisure när spelbolag utan licens tvingas stänga ner.

I Lettland har reglerat onlinespel vuxit med i snitt över 100% per år mellan 2013 till 2016 dock från låga nivåer om 2,1 MEUR. Under samma period har reglerat onlinespel i Estland vuxit med i snitt drygt 36 % per år. Skiftet till reglerat tror vi kommer fortsätta och tillväxten för hela Baltikum kommer vara drygt 35% per år de närmaste åren. Den totala spelbranschen i Europa växer också, vilket innebär att det inte endast är ett skifte på marknaden utan en marknad som växer.

Stor del spelintäkter från reglerade marknader

Nordic Leisure's spelintäkter kommer till stor del från de reglerade marknaderna Baltikum, Storbritannien, Malta och Curacao. Under tredje kvartalet 2017 uppgick spelintäkterna från reglerade marknader till 91%. På reglerade marknader finns begränsningar i hur spelbolag får marknadsföra sig och vilket innebär att spelbolag med redan etablerade varumärken gynnas på grund av högre inträdesbarriärer och därmed sänker risken i verksamheten. Nordic Leisure kan fokusera på sin verksamhet och behöver inte spendera tid på att förbereda och anpassa verksamheten efter regleringar, vilket ger Nordic Leisure ett försprång. Reglerade marknaders del av Nordic Leisure's spelintäkter bedöms växa kontinuerligt mot 100% genom organisk tillväxt och förvärv på reglerade marknader. Nordic Leisure väntas inte växa på oreglerade marknader framöver.

Skalbar plattform och starkt kassaflöde ger möjlighet till förvärv

Nordic Leisure har byggt upp en teknisk plattform och varumärke som är skalbar. Genom varumärket Optibet och dess tekniska plattform kan Nordic Leisure öka sina intäkter och expandera till nya marknader med en bibehållen kostnad för plattformen. Det har gett kraftigt ökad marginal och en marginal som kommer fortsätta öka.

Den skalbara plattformen och starka kassaflöde ger Nordic Leisure möjlighet att genomföra effektiva förvärv. Vi förväntar oss att Nordic Leisure kommer genomföra flera kompletterande förvärv framöver. Omsättningen förväntas växa med 80% under 2018 och därefter med i genomsnitt 27% per år mellan 2019–2021. Fram till 2021 förväntar vi fem förvärv, två bolag med verksamhet inom affiliation och tre bolag med verksamhet inom nätspel. Bolagen väntas omsätta mellan 2–6 MEUR per år och EBITDA-marginalen för affiliatebolagen väntas uppgå till 65–70% och för nätspeloperatörerna 15% och köpeskillingen uppgå till drygt 4 EV/EBIT.

Huvudsakliga risker

Konkurrens

Spelbranschen i Baltikum växer starkt och Nordic Leisure är ett litet bolag på marknaden. Bolag som Kindred, Betsson och Olympic Entertainment Group har alla verksamhet i Baltikum och är betydligt större än Nordic Leisure. Konkurrenternas varumärken kan vara starkare internationellt samtidigt som deras möjlighet att förvärva bolag är större. Det gör att konkurrenterna har en möjlighet att utnyttja sin position på marknaden och växa snabbare och vinna över kunder från Nordic Leisure. Produkterna som spelbolagen erbjuder är homogena och skiljer sig inte mycket mellan varje spelbolag, vilket minskar konkurrenskraften betydligt. Marknadsföringen kan spelbolagen påverka, men även den begränsas på en reglerad marknad.

Goodwill

Nordic Leisure's balansräkning har försämrats i och med förvärven av framför allt Kama Net och Future Lead Generation. Under andra kvartalet utgjorde kassan över 50% av tillgångarna i bolaget, men med förvärven tillkom även en stor goodwillpost som uppgår till nästan 55% av tillgångarna vilket motsvarar cirka 14 MEUR. Goodwill har historiskt skrivits av under en nyttjandeperiod som varit 10 år, men det finns en risk att bolaget behöver göra stora nedskrivningar av goodwill. Den risken ökar om Nordic Leisure fortsätter att förvärva bolag då goodwill kommer öka. Goodwill är en av anledningarna till att vi bedömer att förvärvstakten kommer sjunka efter 2018.

Höga spelintäkter per aktiv kund

Nordic Leisure's aktiva kunder spenderade i snitt 9,4% av sin disponibla inkomst på spel hos Nordic Leisure. Om den delen sjunker finns risken att löneutvecklingen inte kompenserar för det och då kommer spelintäkterna per aktiv kund att sjunka. Risken att andelen av den disponibla inkomsten som varje kund spelar är hög då den i nuvarande situation inte ger möjlighet för stora förändringar i privatekonomin. I vårt base-case förväntar vi oss att andelen av sin disponibla inkomst som varje kund spenderar minskar med drygt 0,2 %-enheter i snitt per år samtidigt som löneutvecklingen är 6% per år.

Base case DCF valuation		Cash flow, EURm	
WACC (%)	11,90%	NPV FCF (2017-2021)	39,7
		NPV FCF (2022-)	137,0
		Non-operating assets	2,5
		Interest-bearing debt	-5
		Fair value estimate EURm	151,6
Assumptions 2017-2021 (%)			
Average sales growth	30,3%	Fair value e. per share SEK	27,2
EBIT margin	30,1%	Current share price SEK	28,8

Källa: Nordic Leisure, Börsggruppen Research

Nordic Leisure: Estimat											
(kEUR)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Omsättning	22 923	23 795	42 913	54 009	69 761	86 057	94 977	102 270	110 108	118 525	127 556
Bruttoresultat	16 203	16 819	29 705	38 697	50 883	62 942	71 233	76 703	82 581	88 894	95 667
EBITDA	5 496	6 742	13 888	19 201	25 066	30 855	33 682	35 880	38 229	41 048	44 068
EBIT	4 413	5 424	11 478	16 201	22 066	28 055	30 982	33 080	35 329	38 048	40 968
EPS (EUR)	0,07	0,08	0,15	0,22	0,30	0,38	0,42	0,44	0,47	0,51	0,55
Tillväxt (%)	9,40%	3,8%	80,3%	25,9%	29,2%	23,4%	10,4%	7,7%	7,7%	7,6%	7,6%
Bruttomarginal (%)	70,7%	70,7%	69,2%	71,6%	72,9%	73,1%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%	75,0%
EBITDA-marginal (%)	24,0%	28,3%	32,4%	35,6%	35,9%	35,9%	35,5%	35,1%	34,7%	34,6%	34,5%
EBIT-marginal (%)	19,3%	22,8%	26,7%	30,0%	31,6%	32,6%	32,6%	32,3%	32,1%	32,1%	32,1%

Källa: Nordic Leisure, Börsggruppen Research

Om bolaget

Historia

År 2002 grundas Nordic Leisure AB under det dåvarande namnet RedBet. Den första produkten var en oddsbörs och allt eftersom skiftades fokus mot casino- och bettingmarknaden. Bolaget listades på Nasdaq First North den 14 juli 2006.

År 2007 förvärvades den lettiska operatören Optibet med tillhörande spelverksamhet och ett år senare lanseras onlinespel på domänen Optibet.lv. Bolaget fortsätter att göra löpande förvärv av aktörer med onlinebaserad spelverksamhet och 2012 byter företaget namn till Nordic Leisure AB. RedBet's spelverksamhet placeras i dotterbolaget Lifland Gaming Group.

År 2014 beviljas Nordic Leisure AB spellicens i Estland och spelverksamhet startas upp där under befintliga varumärken.

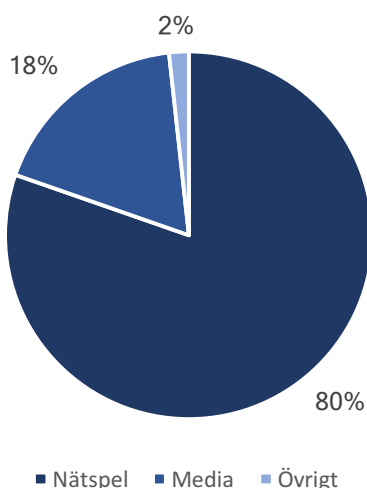
Idag

Under 2017 beslutade ledningen att dela upp verksamhet i två affärsområden, nätspel och media. I affärsområdet nätspel ingår all spelrelaterad verksamhet. I mediaområdet utgör casino affiliation en stor del, men även B2B verksamhet för sportresultat finns här.

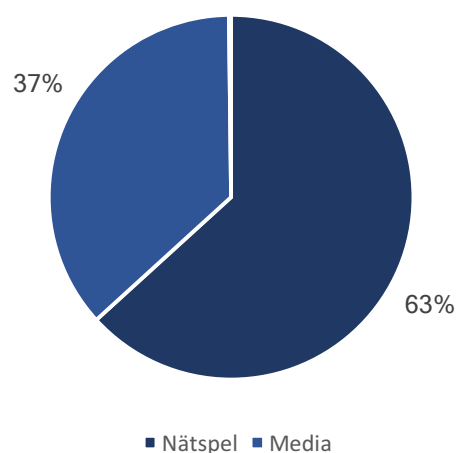
I början av tredje kvartalet förvärvades två affiliate bolag samt den litauiska speloperatören Baltic Bet, med förvärvet erhöles spellicens i Litauen och således utökade Nordic Leisure sin marknad ytterligare.

Under tredje kvartalet stod verksamhetsområdet Nätspel för 80% av intäkterna, Media för 18% av intäkterna och övriga intäkter 2%. Under samma period stod Nätspel för 63% och Media för 37% av EBITDA.

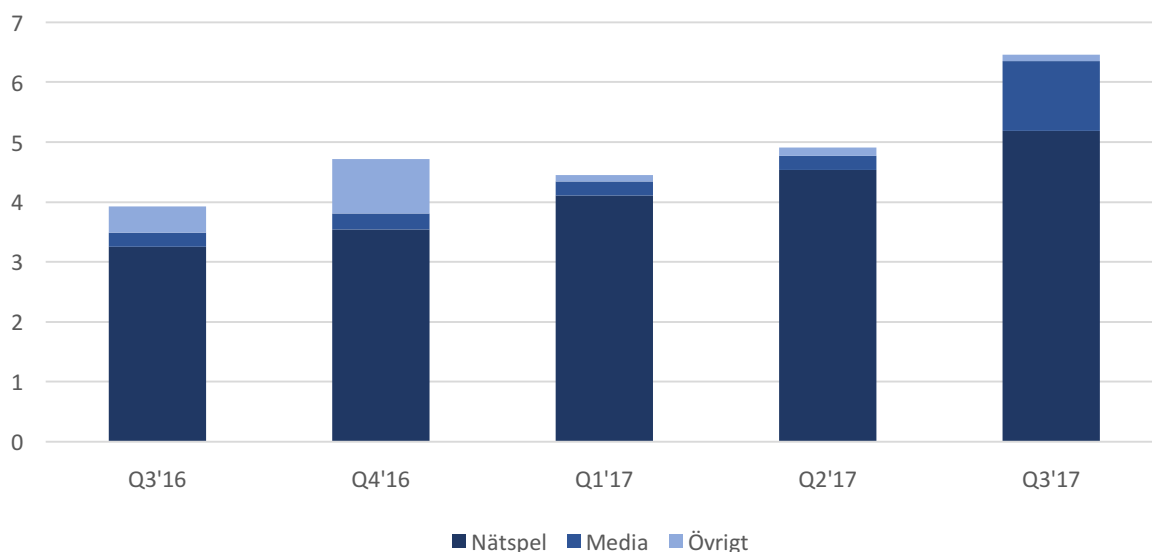
Fördelning intäkter Q3 2017



Fördelning EBITDA Q3 2017



Historisk fördelning intäkter MEUR



Produkter

Nordic Leisure förvaltar helägda dotterbolag som erbjuder produkter inom två affärsområden, Nätspel och Media.

Affärsområdet Nätspel drivs genom det helägda dotterbolaget Lifland Gaming Group. Dotterbolaget har en bred varumärkesportfölj där bland annat Optibet, Baltic Bet och Best Group ingår. I Best Group återfinns varumärken som Best Casino, Best Poker och Best Bingo. Nordic Leisure ingår partnerskap med flertalet spelleverantörer, såsom NetEnt, Novomatic och EGT.

I affärsområdet som bolaget definierar som nätspel ingår också 31 stycken spelbutiker (Licensed Betting Offices). Butikerna drivs under varumärket Optibet och stod under tredje kvartalet för 27,3% av bettingintäkterna. Totalt sysselsätter affärsområdet 175 personer. Av dessa arbetar 80 stycken i kedjan av spelbutiker och resten är verksamma på gruppens kontor i Tallinn, Riga, Vilnius, Malta och Marbella.

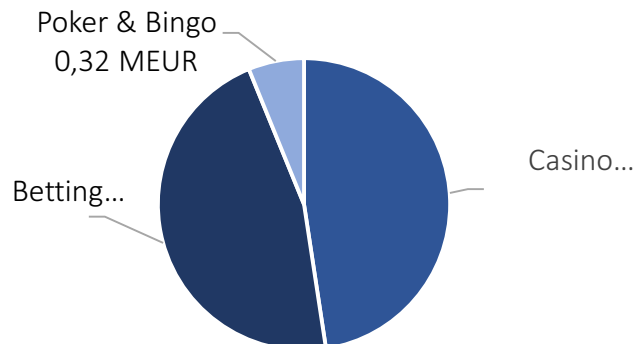
Man innehar nationella spellicenser i Estland, Lettland, Litauen, Storbritannien, Malta och Curacao. Man har en uttryckt strategi att verka på reglerade marknader och har som målsättning att etablera sig på ytterligare två marknader under 2018. Av spelintäkterna kommer 91% från Estland och Lettland och 9% från övriga världen.

Under tredje kvartalet uppgick omsättningen från mobila enheter till 46,3%. Nordic Leisure har för avsikt att prioritera utvecklingen av nätspel på mobila enheter och har uppfattningen att andelen av omsättningen som kommer härifrån kontinuerligt kommer att öka. Tillväxten på mobila plattformar är driven av ökad försäljning av mobiler och surfplattor tillsammans med möjlighet till snabb uppkoppling och ökad tillgänglighet.

Nätspel

Nätspel innehåller produktsegmenten Casino, Betting, Poker och Bingo.

INTÄKTER PER PRODUKTSEGMENT, NÄTPEL Q3 2017

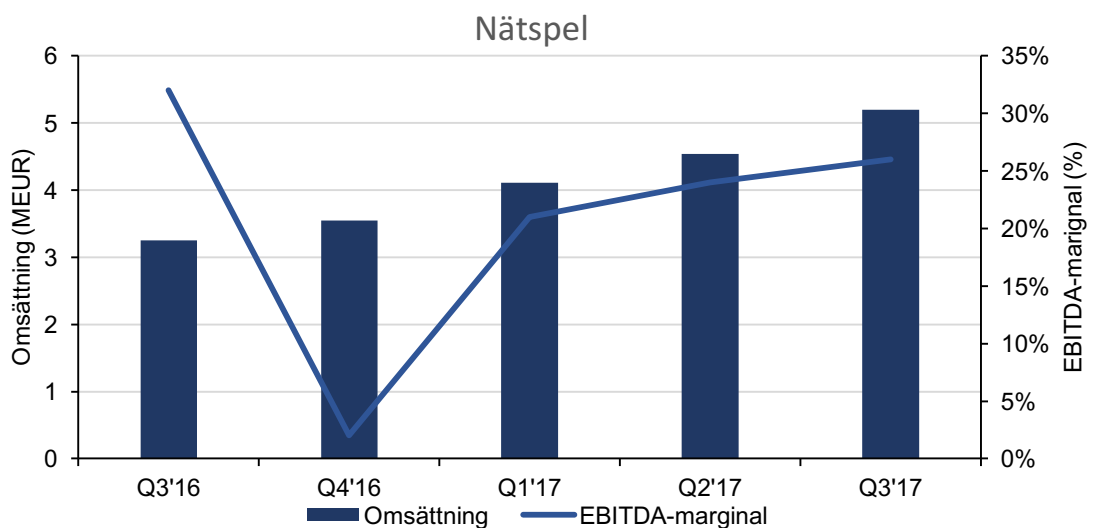


Casino är de segment som genererar mest omsättning. Produktområdet genererade Q3 2017 2,47 MEUR och stod för 48% av den totala omsättningen. Detta kan jämföras med 2,12 MEUR under andra kvartalet 2017 eller 1,34 MEUR samma kvartal föregående år. Man är verksam med casinospel för kunder på samtliga marknader och planerar att lansera i Litauen under första kvartalet 2018.

Betting är det andra största produktsegmentet efter casino. Q3 2017 stod produktområdet för 46% av omsättningen och genererade 2,40 MEUR. Samma kvartal föregående år bidrog betting med 1,89 MEUR. Av de samlade bettingintäkterna Q3 så kom 27,3% från kedjan av spelbutiker.

Poker är ett förhållandevis nytt affärsområde för Nordic Leisure. Man har bedrivit pokerverksamhet tidigare, men området har blivit utsatt för avyttringar och inte varit ett prioriterat område. Den nuvarande pokerverksamheten ingick i förvärvet av Best Group och går under varumärket Best Poker. Bolaget har en målsättning att implementera poker i flera av gruppens varumärken. Q3 2017 genererade poker 0,27 MEUR vilket kan jämföras med 0,49 MEUR Q2 2017.

Bingo är liksom poker ett nytt affärsområde som också ingick i förvärvet av Best Group. Verksamheten drivs under varumärket Best Bingo och intäkterna uppgick till 0,05 MEUR Q3 2017. Bolaget har ingen tydlig målsättning med affärsområdet.



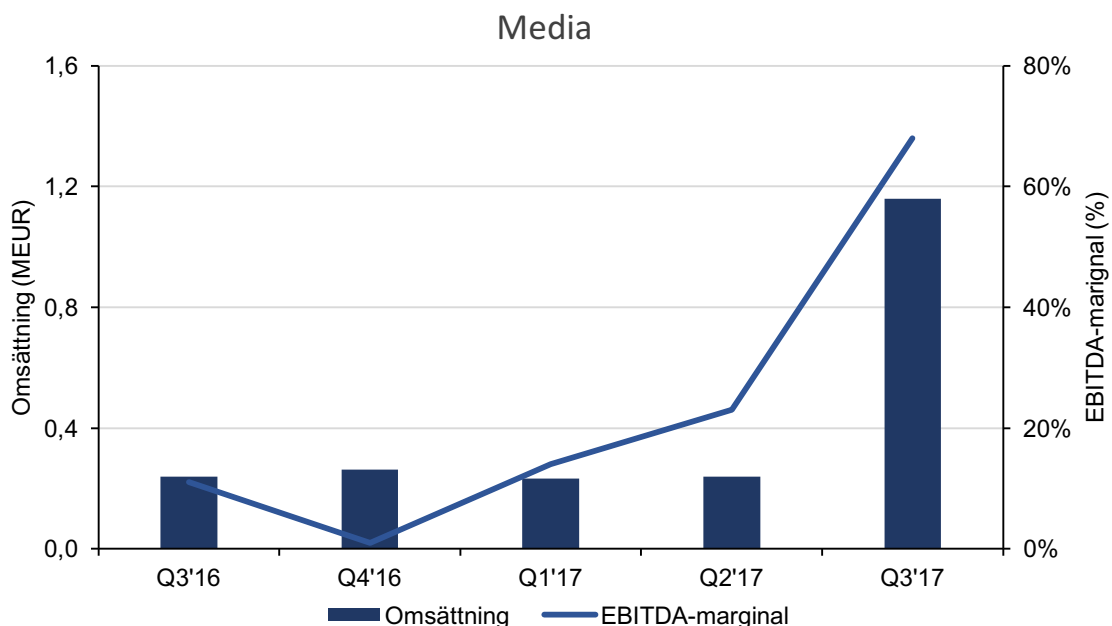
Media

Affärsområdet media konsolideras inom ett antal dotterbolag. Bolagen bedriver i huvudsak prestationsbaserad marknadsföring, så kallad affiliation samt leverans av sportresultat.

Affiliate-delen av verksamheten bedrivs genom Comskill Media Group, Future Lead Generation och Kama Net. Även sportresultat leverantören Score24 ingår i media segmentet. Future Lead Generation och Kama Net är främst verksamma med affiliation mot nätspelsoperatörer verksamma på den västeuropeiska marknaden.

Comskill bedriver affiliateverksamhet inom onlinespel och konsumentkrediter, riktat mot de östeuropeiska marknaderna. Under det tredje och fjärde kvartalet 2017 har ett antal produkt lanseringar skett, och fler kommer under slutet av 2017 och vidare in i 2018. Man avser att bredda verksamheten ytterligare och således öka sin exponering mot ytterligare branscher.

Affärsområdet media omsatte 1,16 MEUR under det tredje kvartalet 2017, det kan jämföras med 0,24 MEUR samma kvartal föregående år.



Övriga intäkter

Bolaget har även en liten del intäkter som definieras som "övriga". Dessa intäkter uppgick tredje kvartalet 2017 till 110 KEUR, vilket huvudsakligen är hyresintäkter. Bolaget innehar en fastighetsportfölj, där bland annat det operationella huvudkontoret ingår.

Förvärv

Under andra kvartalet genomförde Nordic Leisure förvärv av tre bolag, speloperatören Baltic Bet och affiliatebolagen Future Lead Generation och Kama Net. Förvärven har gjorts till multiplar som kraftigt understiger Nordic Leisure's värdering. Detta medföra att de förvärvade bolagen har mer än fördubblat sitt värde enbart genom att Nordic Leisure köpt upp dem.

Baltic Bet bedriver nätspel- och spelbutiksverksamhet i Litauen, en tidigare outforskad marknad för Nordic Leisure. Spelbutikerna adderas till den redan befintliga kedja av spelbutiker Nordic Leisure driver i Lettland. Med förvärvet erhöles även spellicens för att operera på den litauiska marknaden, och man har för avsikt att lansera nätspel under första kvartalet 2018. All verksamhet på den litauiska marknaden kommer bedrivas under varumärket Optibet. Baltic Bet's omsättning under 2016 är inte känd, men bedöms omsätta drygt 2,5 MEUR per år exkl. nätspel. Nordic Leisure bedömer att förvärvet får en neutral resultatpåverkan under 2017 och en positiv resultatpåverkan under 2018.

Future Lead Generation sysslar med affiliateverksamhet och adderades till affärsområdet media i och med förvärvet. Helåret 2016 omsatte Future Lead 2,25 MEUR med en vinstmarginal på 95%. Nordic Leisure uppskattar att omsättningen för 2017 kommer att ligga i linje med 2016 års omsättningen med en vinstmarginal om ca 85%. Köpeskillingen uppgick till 5,5 MEUR på skuldfribasis med en möjlig tilläggskillning på 2,25 MEUR om Future Lead Generation uppnår särskilda resultatmål. Förvärvet gjordes till en multipel om 3 EV/E om tilläggsköpeskillingen exkluderas.

Kama Net bedriver liksom Future Lead Generation affiliateverksamhet och omsatte helåret 2016 1,6 MEUR med en vinstmarginal på 78%. Man uppskattar att bolaget kommer växa med ca 25% årligen med en vinstmarginal kring 80%. Köpeskillingen för Kama Net uppgick till 4,7 MEUR med en möjlig tilläggsköpeskillning om 3 MEUR beroende på resultatutfallet för Kama Net under 18 månader från förvärvet. Förvärvet gjordes till en multipel om 5 EV/E om tilläggsköpeskillingen exkluderas.

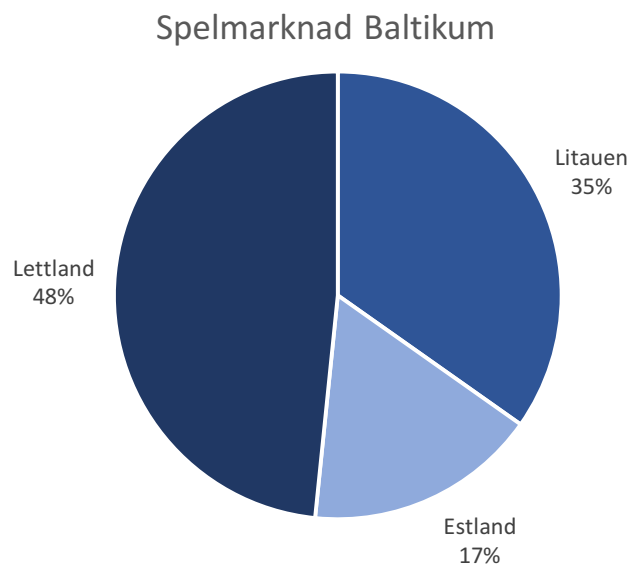
Bolag	Future Lead Generation	Kama Net
EV	5,5 MEUR	47 MSEK
EV inkl tilläggsköpeskillning	7,75 MEUR	77 MSEK
EV/E	3,0	4,8
EV/E inkl tilläggsköpeskillning	4,2	7,8

Källa: Nordic Leisure, Börsgruppen Research

Framtida förvärv förväntas ske både i båda verksamhetsben för att komplettera och växa på nya marknader. Innan 2021 förväntar vi fem förvärv, två bolag med verksamhet inom affiliation och tre bolag med verksamhet inom nätspel. Vitryssland en intressant marknad med många spelbutiker dock är det nu är olagligt att spela på nätet. Nätspel bedöms legaliseras inom en relativt snar framtid och därmed ett intressant land för Nordic Leisure. Även Slovakien och Rumänien bedöms vara intressanta marknader. Bolagen som förvärvas inom nätspel och affiliation väntas omsätta mellan 2–6 MEUR per år. EBITDA-marginalen för affiliatebolagen väntas uppgå till 65–70% och för nätspeloperatörerna 15%. Köpeskillingen bör rimligtvis vara i linjen med tidigare förvärv, vilket motsvarar drygt 4 EV/EBIT.

Marknaden

Marknaden för onlinespel i Europa omsatte 16,5 miljarder euro år 2015 och förväntas växa med 9% per år till och med 2020. Därmed kommer onlinespel gå från att utgöra 17,5% av totala spelmarknaden 2015 till 22,8% av totala spelmarknaden 2020. Nordic Leisure har en uttalad strategi att verka på reglerade marknader. Tredje kvartalet 2017 kom 91% av intäkterna från reglerade marknader och resterande från övriga världen. Nordic Leisure påstår sig ha en betydande konkurrensfördel på de lettiska och estniska marknaderna på grund av deras långa närvaro. Baltikum har en god potential att bli en populär marknad för de stora operatörerna inom nätspel. 2016 uppgick de samlade spelintäkterna för de tre baltiska länderna till 47,8 MEUR. Här är Lettland den som bidrar mest. Den lettiska marknadens totala spelintäkter uppgick 2016 till 264,3 MEUR, jämfört med 92 MEUR för Estland och 190 MEUR för Litauen.



Att deras långa närvaro anses vara en konkurrensfördel beror främst på att ländernas licensutformning begränsar möjligheten till så kallad "paid promotion". Detta gör det svårt för nya aktörer att marknadsföra och etablera sig, detta gör således att redan etablerade aktörer har ett mer inarbetat varumärke. Därför kan man göra en rimlig bedömning att större speloperatörer som inte redan har etablerad verksamhet i Baltikum inte kommer etablera sig helt utan att göra ett förvärv av ett redan inarbetat varumärke. Övriga aktörer som är bedriver nätspelsverksamhet i Baltikum är Olympic Entertainment Group, Betsson och Kindred.

Ytterligare svårigheter med etablissemang på främst den litauiska marknaden är att de enligt licensen är krav att bedriva landbaserad spelverksamhet för att få bedriva nätspel. I Lettland är det inget krav att bedriva landbaserad verksamhet för att bedriva nätspel, men Nordic Leisure bedriver ändå 11 spelbutiker på den lettiska marknaden.

De baltiska länderna har haft problem med illegalt bedriven spelverksamhet, men krafttag från myndigheter har skett. Det har inneburit att operatörer som bedrivit illegal spelverksamhet blivit bestraffade och i och med det har den illegala spelverksamheten gradvis minskat. Det finns ingen statistisk över hur stor den illegala spelverksamheten är idag.

Finansiell ställning

Nordic Leisure's finansiella ställning är stark och de har ett positivt kassaflöde som stärkts kraftigt under de senaste åren och kommer fortsätta stärkas med förvärven av Future Lead Generation och Kama Net. Vid utgången av de tredje kvartalet hade företaget inga räntebärande skulder och en nettokatta på 2,5 MEUR och kommer öka med ca 3,5 MEUR när kapitalet från de inlösta teckningsoptionerna erhålls. Under tredje kvartalet 2017 förvärvades Future Lead Generation, Kama Net och Baltic Bet. Den sammanlagda köpeskillingen för dessa tre bolag uppgick till 11,5 MEUR med möjliga tilläggsköpeskillning på maximalt ca 5,3 MEUR. Betalningen av dessa bolag skedde kontant och Nordic Leisure tog inte på sig skulder i och med förvärven, vilket bidrar till en fortsatt stark finansiell ställning.

Förvärven har lett till att Nordic Leisure har goodwill som uppgår till nästan 14 MEUR och 55% av tillgångarna i bolaget. Det gör Nordic Leisure mer sårbar för nedskrivningar som kan komma att uppkomma, kassaflödet har stärkts av förvärven.

Under tredje kvartalet meddelade Nordic Leisure att de övervägde. Att emittera en företagsobligation på total 500 MSEK för att positionera sig för ytterligare tillväxt. De meddelade senare att de tagit beslutet att inte emittera en obligation baserat på att marknadsräntnivå var för hög för att vara intressant. Vidare utesluter de inte att emittera en obligation senare om marknadsläget förändras. Fram tills dessa letar de efter andra finansieringsmöjligheter för fortsatt expansion.

Styrelse & ledning

Styrelsen består av styrelseordförande Niklas Bråthén som suttit i styrelsen sedan maj 2011, Bråthén tillträdde som styrelseordförande maj 2013.

Niklas har varit verksam inom spelbranschen i framför allt Baltikum sedan 1985. Han är grundare av spelkoncernen Baltic Gaming som han sålde år 2005. Han var även storägare i Optibet som Nordic Leisure förvärvade 2007. Niklas är bland annat styrelseordförande i Erlinghundra AB, som äger 12 506 349 aktier i Nordic Leisure AB, vilket motsvarar 22.1%.

Peter Åström sitter som styrelseledamot sedan maj 2013. November 2015 tillträdde han som VD- och koncernchef för Nordic Leisure AB. Peter har tidigare varit VD för spelbolaget Entraction Holding AB, samt arbetat i mediekoncernen Schibsted. Peter har ytterligare styrelseuppdrag i Elias Software AB och Sportway AB.

Staffan Dahl valdes in som ny styrelseledamot i maj 2017. Han har haft chefspositioner på bland annat Entraction och är idag VD för Elias Software AB och har utöver detta flertalet styrelseuppdrag.

Ludwig Petterson valdes in som ny styrelseledamot i maj 2017. Han är grundare och VD på Savelend AB med verksamhet inom peer-to-peer lending. Ludwig Petterson äger 300 000 aktier i Nordic Leisure AB, vilket motsvarar 0,53%.

Peter Åström tillträdde som VD för Nordic Leisure i november 2015 med målet att utveckla koncernen med fokus på lönsamhet. Hela ledningen består av personer med lång erfarenhet från spelbranschen och främst från företag som Betsson, IGT och Entraction.

Ägare

ÄGARE	Kapital & röster
Erlinghundra AB	22,1%
Atletico Nordic BV	20,1%
Avanza Pension	5,8%
Anders Tangen med bolag	4,7%
Eric Leijonhuvud	4,6%
Vision Invest AB	3,5%
Michael Pettersson med bolag	2,9%
Kjell och Michael Pettersson Fastigheter AB	2,7%
Claes Hallén med bolag	2,2%
Hans Isoz	2,1%
Totalt	70,5%

Källa: Nordic Leisure, Börsguppen Research

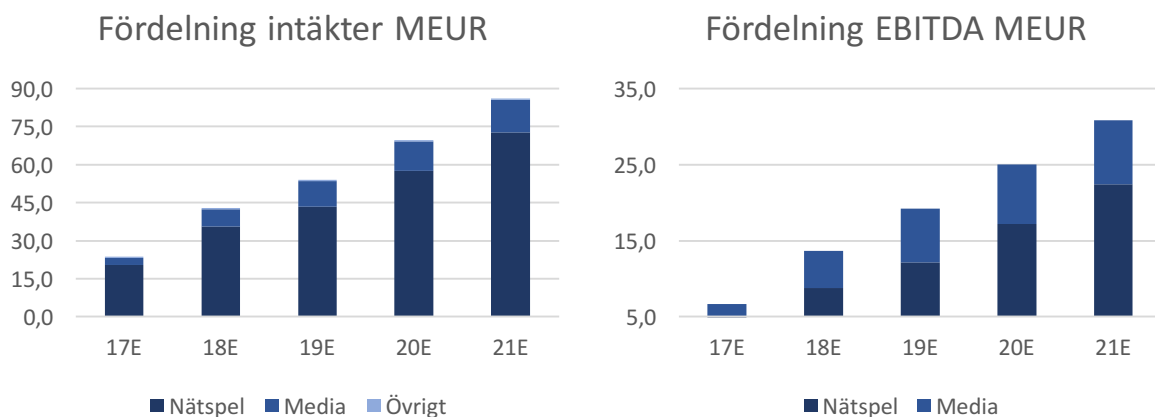
Nordic Leisure's tio största ägare består av till stor del av privatpersoner och investeringsföretag. Nordic Leisure har två starka huvudägare, den ena Erlinghundra AB med 22,1% av aktierna som är ett familjeägt investeringsföretag där Niklas Bråthén sitter som styrelseordförande. Atletico Nordic BV, med 20,1% av aktierna, ägs av Christian Haupt och Conny Gesar som grundade spelbolaget Expekt. Tillsammans kontrollerar Erlinghundra AB och Atletico Nordic BV 42,2% av aktierna i Nordic Leisure.

Både Michael Pettersson och Claes Hallén är före detta styrelseledamöter i bolaget. Claes har tidigare haft VD-position i Nordic Leisure.

Vi saknar ett större insynsägande då det endast framgår att Bråthén och Petterson i styrelsen och ledningen äger aktier i bolaget. Ludwig har sedan han valdes in i styrelsen våren 2017 kontinuerligt köpt aktier, det totala antalet uppgår nu till 300 000 aktier. En anledning till att ingen annan i styrelsen och ledning har ett aktieinnehav tros vara att teckningstiden för incitamentsprogrammet som startades 2015 löpte ut i slutet av 2017. Teckningsgraden uppgick till 100% och kommer tillföra bolaget ca 3,5 MEUR och medför en utspädning om 9,5% av antalet aktier och röster i Nordic Leisure. Samtliga personer i incitamentsprogrammet har uppgett att de inte ska avyttra några av de tecknade före år 2019.

Analys

Nordic Leisure har en historik av förändring och har under dess historia varit aktivt inom både förvärv och avyttringar och bedrivit verksamhet inom onlinespel, spelbutiker, affiliate och som leverantör inom spelbranschen. Bolaget har under de senaste två åren valt att koncentrera sig inom onlinespel, spelbutiker och affiliate. Förändringen bedömer vi kommer fortsätta, men i lägre takt då nuvarande verksamhet är i linje med den Nordic Leisure eftersträvar. Med de antagande vi har gjort under perioden 2017–2021 väntas omsättningen växa med 36% per år med en genomsnittlig EBIT-marginal på 30%.



Nätspel

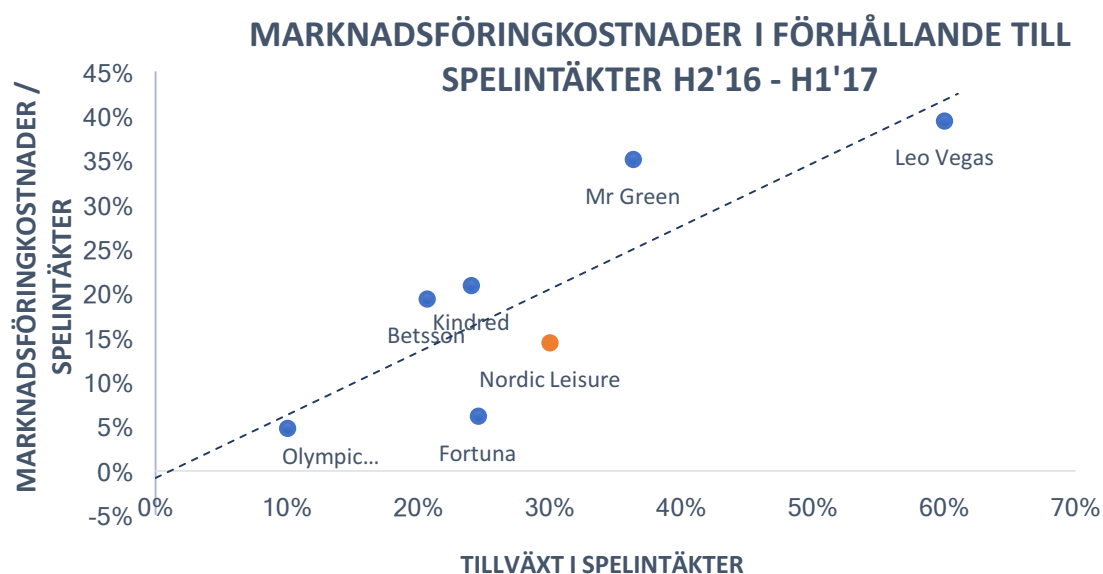
Under tredje kvartalet minskande antalet aktiva kunder deras online i förhållande till andra kvartalet och det var inte vad varken Nordic Leisure eller marknaden förväntade sig. Vi tror det var en engångsföreteelse och Nordic Leisure har meddelat att antalet aktiva kunder under oktober återigen växer som planerat.

Baltikum har under 2017 stått för 86 % av spelintäkterna och vi bedömer att den illegala spelverksamheten i Baltikum kommer fortsätta minska. De baltiska länderna går miste om skatteintäkter om konsumenterna inte spelar hos aktörer med licens, som Nordic Leisure, och därför ligger det i deras intresse. Skatteintäkterna ökar också kontinuerligt då den totala spelmarknaden i Baltikum växer. Det kommer gynna Nordic Leisure, då antalet kunder bör öka mer än bara den strukturella tillväxten i för hela spelbranschen i Baltikum.

Nordic Leisure har en stark position i framför allt Lettland och Estland på grund av deras långa närvaro på marknaderna. Licenserna på dessa marknader begränsar kraftigt möjligheten för spelbolag att marknadsföra sig, vilket gör att ett starkt varumärke och bra position på marknaden är viktigt. Det kommer gynna Nordic Leisure's tillväxt i samtliga baltiska länder samtidigt som det ger höga inträdesbarriärer för konkurrenter.

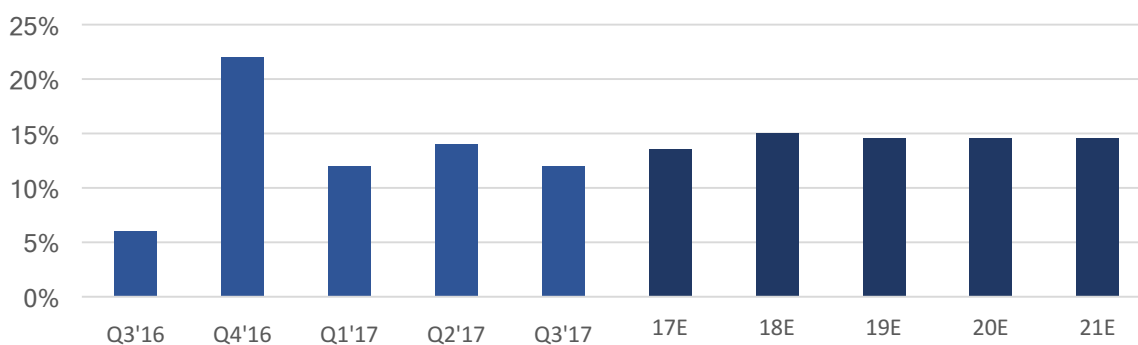
Vi förväntar oss ett förvärv av bolag inom nätspel under 2018 på en ny marknad som är reglerad. Intressanta marknader är primärt Slovakien och Rumänien medans Vitryssland är intressant på sikt när nätspel legaliserats. Efter 2018 förväntas fler förvärv av nätspelsoperatörer, med fokus på befintliga marknader. Bolagen som förvärvas väntas omsätta mellan 2–6 MEUR per år med en EBITDA-marginalen på 15% och köpeskillingen uppgå till drygt 4 EV/EBIT.

Under perioden H2 2016 - H1 2017 stod Nordic Leisure's marknadsföringskostnader för 14,5% av de totala spelintäkterna. Marknadsföring har en viss "lagg-effekt" och visar således resultat i de kommande kvartalen. Q2-Q2 visade Nordic Leisure en tillväxt i spelintäkter om 30%. Detta visar på att bolaget med lite ansträngning i marknadsföring kan växa i takt med konkurrenter som lägger en betydligt större andel av intäkterna på marknadsföring. De reglerade marknader som Nordic Leisure verkar på begränsar möjligheten till marknadsföring, men det finns ändå utrymme för bolaget att öka sina marknadsföringskostnader. Det visar också att kostnaden för att öka spelintäkterna på marknader som inte är reglerade är högre än för reglerade marknader.



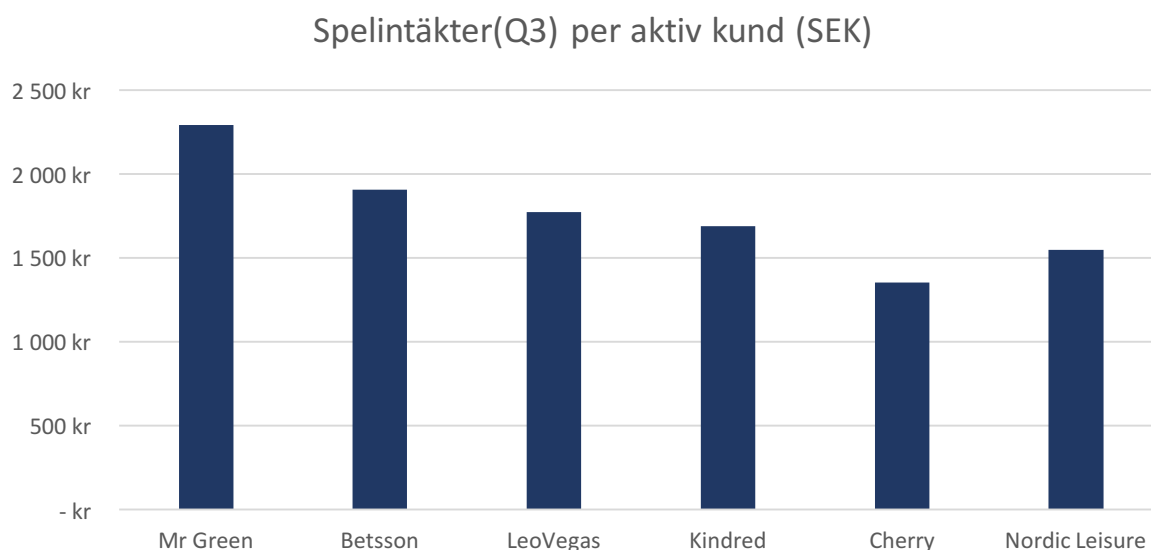
Nordic Leisure's marknadsföringskostnader i förhållande till spelintäkter har historiskt varit drygt 10% och resulterat i ökat antal aktiva kunder och spelintäkter. För nätspelsoperatörer på oreglerade marknader tenderar siffran vara högre, men på reglerade marknader är marknadsföringen delvis begränsad vilket gör att siffran blir lägre. Marknadsföringskostnaderna har under 2017 stigit något och vi tror att den framöver kommer uppgå till ca 14,5% av spelintäkterna. Nätspel i Litauen lanseras under första kvartalet 2018 och den önskade tillväxten på befintliga och nya marknader kommer resultera i ökade marknadsföringskostnader.

Marknadsföringskostnad i % av spelintäkter



Det gör att vi bedömer att antalet aktiva kunder, exkluderat från spelbutikskunder, kommer växa kraftigt framöver. Därmed var den negativa tillväxten QOQ under tredje kvartalet i aktiva kunder något som inte kommer bestå.

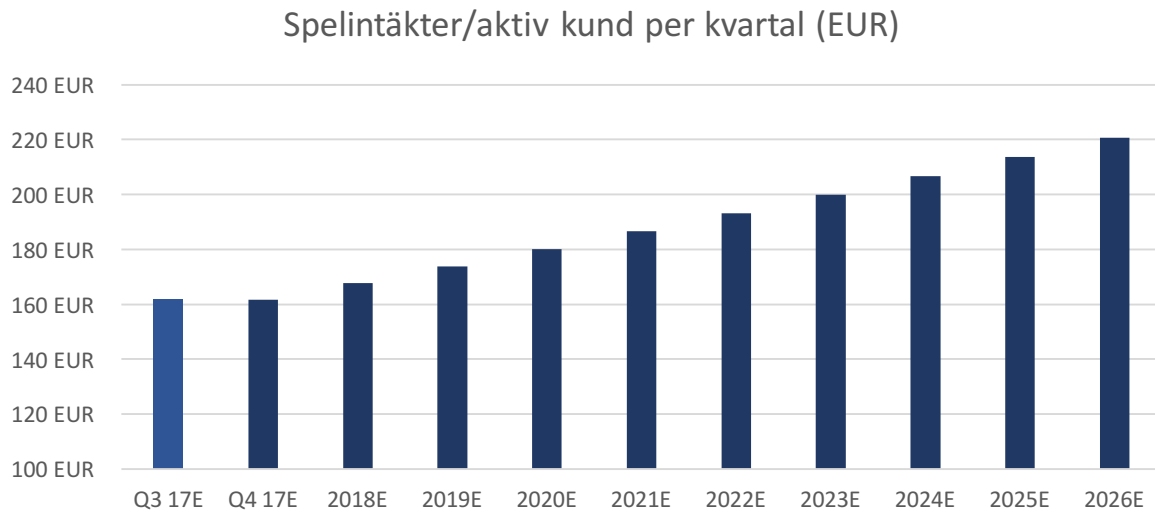
Nordic Leisure's spelintäkter per aktiv kund ligger under snittet jämfört med många andra spelbolag. Det motiveras med att inkomsterna i de baltiska länderna är lägre än för människor som bor i länder i Västeuropa. Det anses mer troligt att Nordic Leisure's spelintäkter per aktiv kund ska vara lägre i förhållande till spelbolagen som de jämförs med nedan.



Finanskrisen 2008 slog hårt mot ekonomin i de baltiska staterna, men alla tre länder har återhämtat sig starkt och växt stabilt sedan dess. BNP per capita har under perioden 2009–2016 växt med cirka 5% per år för samtliga länder i Baltikum. Tar man genomsnittet av medianinkomsten efter skatt för varje land i Baltikum blir det 573 euro i månaden. Om man ställer genomsnittet av medianinkomsten i förhållande till vad Nordic Leisure's kunder spenderade under Q3 2017 så innebär det att drygt 9,4% av den disponibla inkomsten spenderas på spel.¹ Att den ska öka över tid bedöms som högst osannolikt och därmed kommer inte intäkterna per aktiv kund att växa snabbare än den disponibla inkomsten i de baltiska länderna. Under samma period spenderade Cherrys kunder drygt 3 % av sin disponibla inkomst.

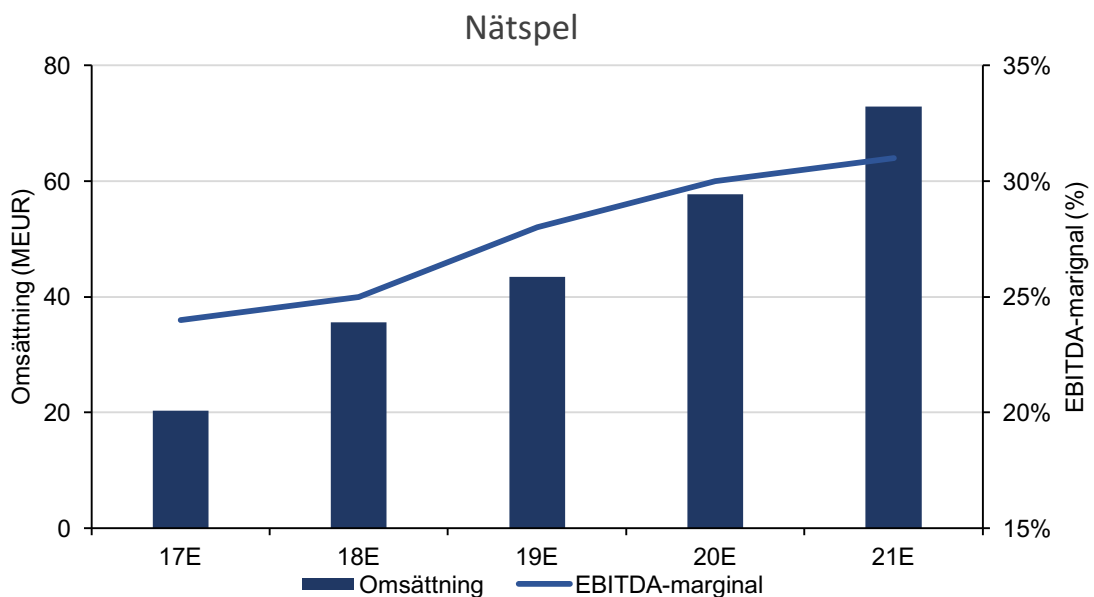
¹ Antaganden om omsättningen i spelbutikerna har uppskattats för att kunna dras av från spelintäkterna.

Framöver uppskattas löneutvecklingen uppgå till 6% per år och andelen av sin disponibla inkomst som varje kund spenderar minskar från 9,4% under Q3 och Q4 2017 med 0,2%-enheter per år fram till minst 2026.



Nordic Leisure's har en kommunicerad målsättning att öka närvaron på mobila enheter, detta mål gör att en stor andel spelbutiker endast upplevs som marginalbetungande. Det kommunicerades i kvartalsrapporten för tredje kvartalet att spelbutikerna stod för 27,3% av bettingintäkterna. Vi bedömer att Nordic Leisure inte kommer öppna nya spelbutiker framöver och istället satsa på att utöka bettingutbudet på den mer skalbara nätspelsmarknaden. Det kommer ge en bättre skalbarhet i bolaget när spelbutikernas andel av omsättningen sjunker framöver.

Omsättningen inklusive förvärv för Nätspel förväntas därmed växa under 2018 med 72% för att sedan växa med 20% under 2019, 31% under 2020 och 26% under 2021. EBITDA-marginalen väntas stiga från 26% inklusive förvärv under tredje kvartalet 2017 till 31% under 2021.



Media

I och med förvärven av Kama Net och Future Lead Generation är verksamhetsbenet Media nu en stor del av Nordic Leisure. Produktsegmentet bidrar positivt till omsättningen och framför allt vinsten på grund av att EBITDA-marginalerna för Kama Net och Future Lead Generation överskrider 75%.

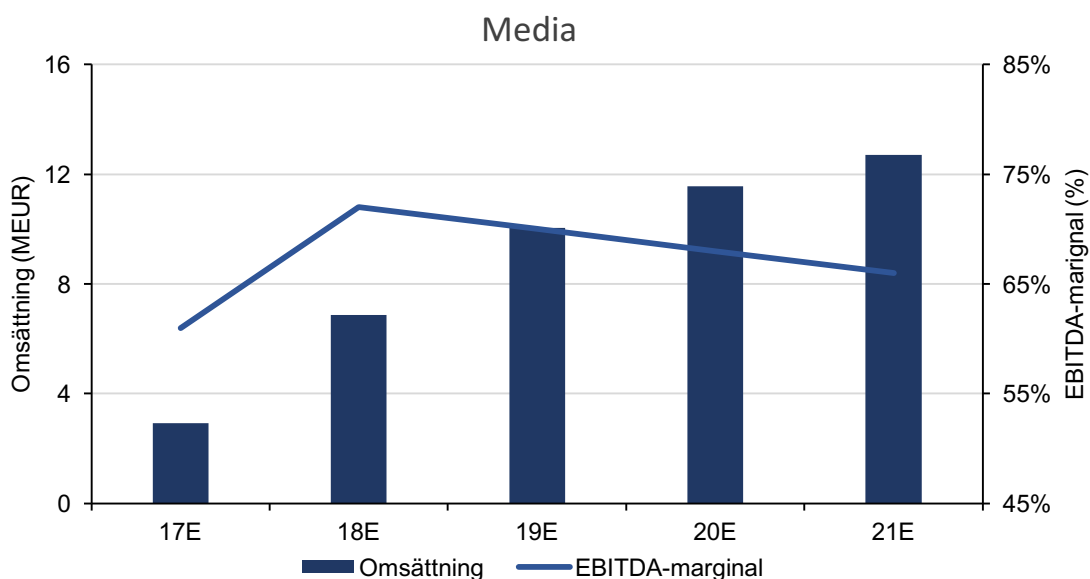
Score24 AB, som levererar sportresultat och information till bland annat nätspeloperatörer, förväntas avyttras under 2018 på grund av bolagets mindre storlek och att fokusera på affiliation och nätspel.

Comskill Media Group kommer gå in i en ny fas och lansera nya webbplatser under fjärde kvartalet och första kvartalet 2018. De kommer lansera webbplatser för andra vertikaler än spel t.ex konsumentkrediter. Lanseringarna kommer öka omsättning med 20% under 2018 och därefter 10% per år samtidigt som EBITA- marginalen stiger till 40% under 2018 och sedan upp till 60%.

En del av intäkterna från Media kommer från oreglerade marknader som Sverige som troligtvis kommer regleras under Q1'19. Bolag inom affiliation kommer inte påverkas av spelskatterna direkt, men påverkas indirekt då marginalen för nätspeloperatörerna sjunker. Det kommer leda till att intäkterna och marginalen för bolag inom affiliation minskar. Konkurrensen blir hårdare då marknadsföringsreglerna förändras kraftigt. Tidigare har inte nätspeloperatörer fått marknadsföra sig i t. ex sociala medier och på Google utan det har endast affiliatebolag fått göra. I och med spelregleringen kommer även nätspeloperatörer få använda de kanalerna och konkurrensen kommer bli hårdare.

Under 2018 väntas ett förvärv av affiliatebolag med en årsomsättning på 2 MEUR och en EBITDA-marginal på 70%. Mellan 2019 och 2021 väntas ytterligare ett förvärv med samma omsättning, men med en EBITDA-marginal på 65%. Bolagen väntas köpas till en värdering om 4 EV/EBIT.

Sammantaget bedöms omsättningen inklusive förvärv för Media växa med 134% under 2018, 46% under 2019, 28% under 2020 och 10% under 2021. EBITDA-marginalen väntas stiga till 72% för att därefter sjunka linjärt till 66% under 2021.



Potentiell hävstång med tillgång till kapitalmarknad

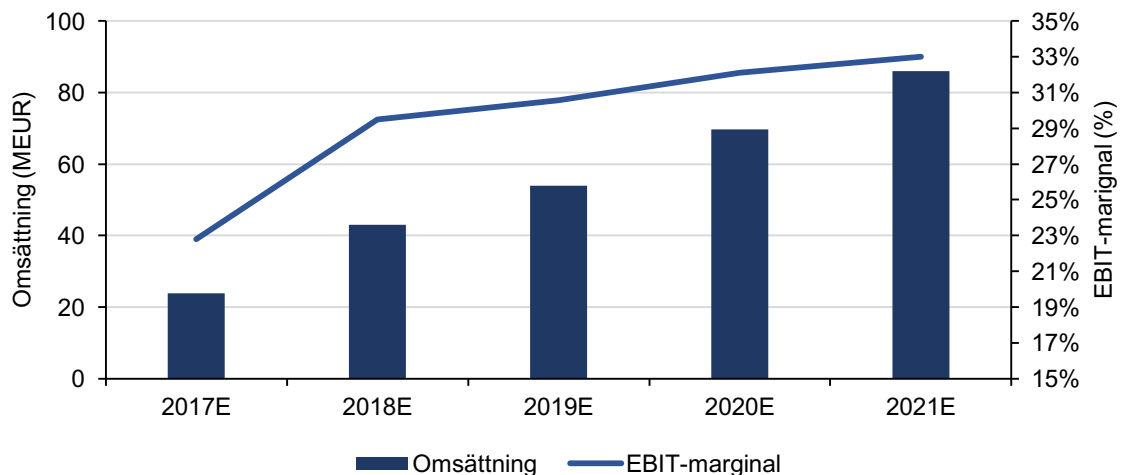
Nordic Leisure's möjlighet att fortsätta växa och expandera till andra reglerade marknader beror på deras förmåga att hitta finansiering. Vi anser det mest troligt att expansion på nya marknader kommer ske genom förvärv. Bolagets kassa är för närvarande 2,5 MEUR och bolaget kommer tillföras drygt 3,5 MEUR från de inlösta teckningsoptionerna. Om Future Lead Generation och Kama Net presterar enligt uppsatta mål måste Nordic Leisure betala tilläggsköpeskillingar på totalt 5,27 MEUR fram till december 2018. Bolagets förmåga att hitta nya förvärv kommer därför vara beroende på förmågan att hitta bra möjligheter till att finansiera förvärven. Historiskt har de finansierat förvärv genom nyemissioner och med sin kassa, detta har medfört att de inte skuldsatt sig. Under hösten fanns det planer på att emittera en företagsobligation om 500 MSEK som sedan avbröts på grund av det rådande marknadsläget som medförde för hög ränta. Därför känns det rimligt att den tidigare strategin om att endast finansiera förvärv genom kassa och nyemission kommer ersättas av lån om möjligheten till att emittera en obligation eller ta lån uppkommer. Marknadsläget kommer inte förändras inom de närmaste månaderna bedömer vi, vilket kommer innebära att Nordic Leisure även framöver kommer få svårt att ta upp lån.

Förvärven av Kama Net och Future Lead Generation som gjordes under tredje kvartalet 2017 har försämrat Nordic Leisure's balansräkning markant. Innan förvärven hade Nordic Leisure en nettokassa om 51% och efter förvärven uppgick kassan till ca 12%. Med förvärven tillkom även en stor goodwillpost som uppgår till nästan 55% av tillgångarna vilket motsvarar cirka 14 MEUR. Historiskt har Nordic Leisure skrivit av goodwill över en nyttjandeperiod om 10 år. Vi har gjort bedömningen att denna period kommer hållas lika lång fortsättningsvis. Detta medför att avskrivningar kommer att öka kraftigt framöver och det finns en risk att det kommer uppstå behov av nedskrivningar. Spelreglingen i främst Sverige men även andra länder kan ge Nordic Leisure ett behov av att göra en nedskrivning av goodwill då en stor del av bolagets goodwill kom från just förvärven av Kama Net och Future Lead Generation. Förvärven Nordic Leisure har gjort de senaste åren har presterat olika bra efter förvärvet. De har lyckats förbättra marginalen i några av bolagen, medans de haft det svårare att öka omsättning. Om Nordic Leisure lyckas integrera, öka marginalen och omsättningen minskar risken för stora engångs nedskrivningar.

Värdering

Base

Nordic Leisure fortsätter att koncentrera sin verksamhet mot nätspel och affiliation. Omsättningen inklusive förvärv förväntas växa med 80% under 2018 för att sedan växa med i genomsnitt 27% per år mellan 2019–2021. EBITDA-marginalen väntas stiga från 33% under tredje kvartalet 2017 till 36% under 2021. Under samma period kommer avskrivningarna öka kraftigt till 2019 för att sedan plana ut. Det innebär att EBIT-marginalen växer från 26% under tredje kvartalet 2017 till 33% under 2021.



Tillväxten i aktiva kunder är en av de viktigaste aspekterna för Nordic Leisure och i vårt base case är den 35% under 2018 och 2019, för att sjunka till 30% under 2020 och därefter 25% under 2021. Spelintäkterna per aktiv kund i förhållande till disponibel inkomst väntas sjunka linjärt med 0,2%-enheter per år från 9,2 % under 2018. Det motverkas delvis av att den disponibla inkomsten förväntas öka drygt 6% per år.

Under 2018 bedömer vi det troligt att det kommer göras två förvärv, ett affiliatebolag och ett spelbolag på en utforskad, reglerad marknad. Detta för att kostnaderna för att starta upp verksamhet inom nätspel utan förvärv bedöms som stora och den begränsade möjligheten till marknadsföring på reglerade marknader gör det ännu svårare. Därmed kommer Nordic Leisure inte att uppfylla det kommunicerade målet att etablera sig på två nya reglerade marknader under 2018.

I verksamhetsområde Media väntas dotterbolaget Score24 komma avyttras under 2018. Inom affiliation räknar vi med tuffare marknadsklimat när fler marknader regleras och intäktsmöjligheterna sjunker och därmed även marginalen. Marginalkontraktionen under 2018 motverkas till följd av synergier mellan de förvärvade bolagen och Comskill Media Group, men därefter faller marginalen samtidigt som tillväxten sjunker.

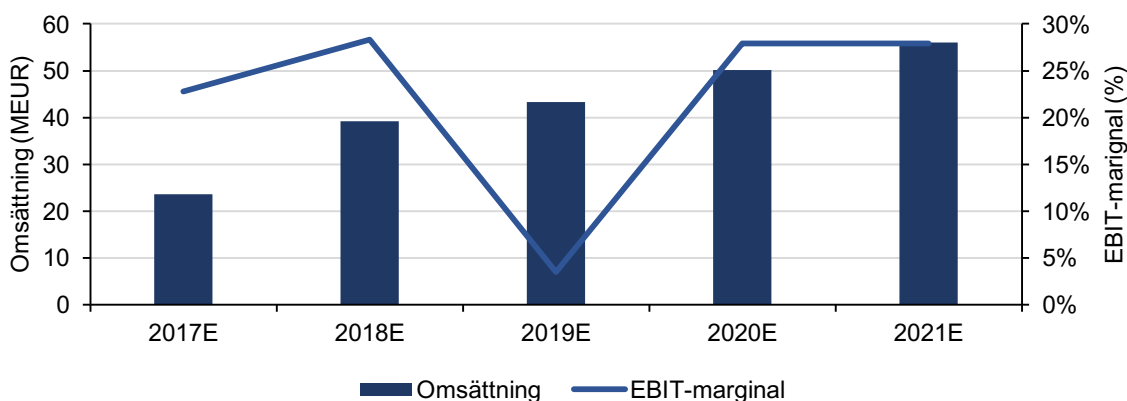
I base case bedömer vi sannolikheten att Nordic Leisure tvingas göra en större nedskrivning som låg då det inte är alla intäkter inom affiliation som kommer från oreglerade marknader. Däremot tror vi att avskrivningar ökar kraftigt under 2018 och 2019 för att därefter planas ut.

Det innebär att Nordic Leisure kommer uppvisa en stark tillväxt i intäkter och marginalen kommer förbättras succesivt. DCF-värdering i base case ger ett motiverat värde om **27,2 SEK per aktie**.

Bear

Skillnaderna i bear case gentemot base case är att tillväxten i aktiva kunder är lägre samt att intäkterna per aktiv kund i jämförelse med den disponibla inkomsten faller med 0,3%-enheter per år istället för 0,2%-enheter i base case. Det tillsammans med lägre effekt på marknadsföring och högre konkurrens medför att marginalen inom Nätspel sjunker. Även Media upplever högre konkurrens och EBITDA-marginalen sjunker till 64%.

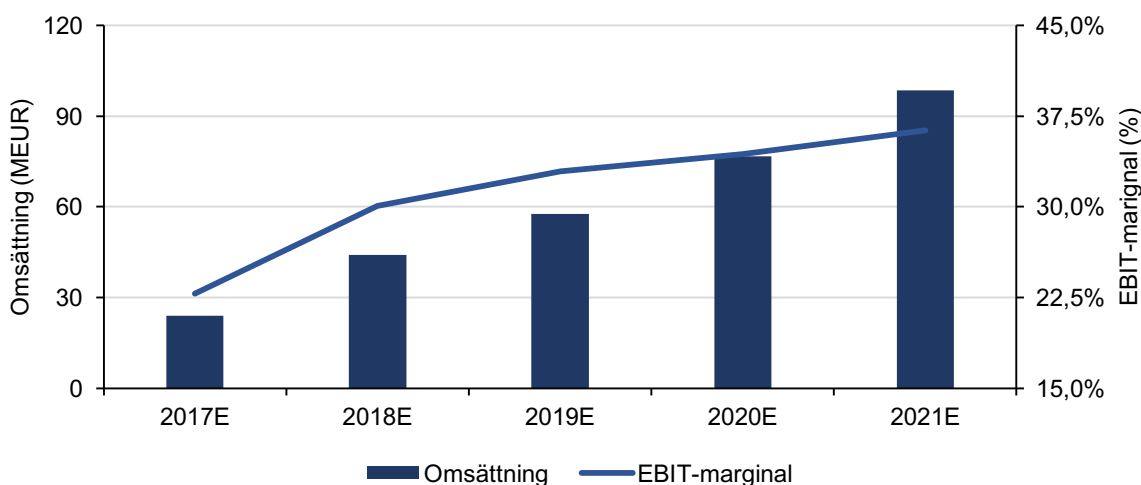
I vårt bear case tvingas även Nordic Leisure göra en större nedskrivning under 2019 till följd av deras förvärv som givit stora goodwillposter.



Nordic Leisure's räntekostnader är högre än i base case på grund av att räntan är 0,5 %-enheter högre än i base case. DCF-värdering i bear case ger ett motiverat värde om **16,7 SEK per aktie**.

Bull

I vårt bull case växer antalet aktiva kunder snabbare, 40% under 2018 och 2019, 35% under 2020 och 30% under 2021. Det leder till en starkare tillväxt samtidigt som vi räknar med en något starkare marginal för Nätspel. För Media påverkar inte den ökade konkurrensen eller regleringarna intäkterna i någon stor utsträckning. Det innebär att intäkterna i Media växer och att marginalen bibehålls.



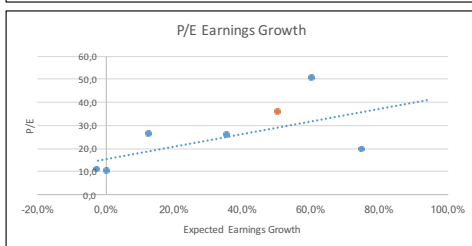
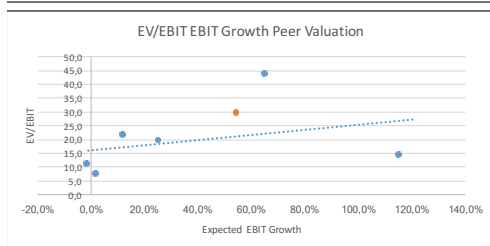
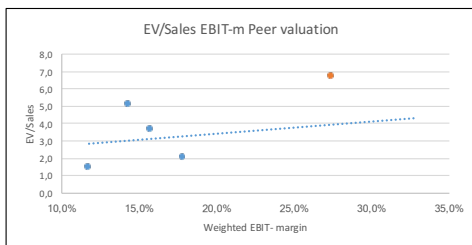
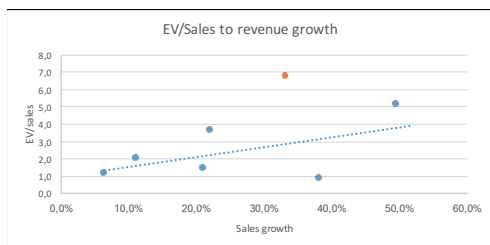
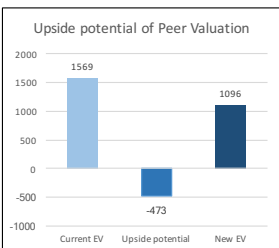
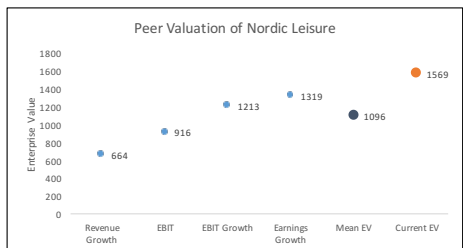
DCF-värdering i bull case ger ett motiverat värde om **34,5 SEK per aktie**.

Appendix

Värdering

Nordic Leisure

Revenue Growth	664
EBIT	916
EBIT Growth	1213
Earnings Growth	1319
Mean EV	1096
Current EV	1569
Upside potential	-30%



Finansiell Data

	Currency	Enterprise Value		Market Cap	Weighted EBIT Margin	Expected revenue growth	Expected EBIT growth	Expected earnings growth	EV/Sales	EV/EBIT	P/E
		Today (2018-01-31)	Current								
(in million SEK)					FY+1 to FY+3	FY+1 to FY+3	FY+1 to FY+3	FY+1 to FY+3	Current	Current	Current
Betsson	SEK	9575	8199		17,8%	11,2%	-1,1%	-2,5%	2,0	10,8	10,5
Kindred	SEK	29349	30285		15,8%	22,0%	12,2%	12,7%	3,6	21,5	26,0
LeoVegas	SEK	10610	11216		14,3%	49,5%	65,4%	60,3%	5,1	43,7	50,0
Mr Green	SEK	1696	2194		11,7%	21,0%	115,4%	75,1%	1,4	14,1	19,2
Fortuna	EUR	4248	3632		6,6%	38,0%	25,2%	35,5%	0,9	19,5	25,6
Olympic Entertainment	K€	2298	2748		16,1%	6,4%	2,0%	0,4%	1,1	7,2	10,0
Mean					13,7%	24,7%	36,5%	30,2%	3,1	22,5	26,5
Median					15,0%	21,5%	18,7%	24,1%	2,8	17,8	22,6
Nordic Leisure	SEK	1569	1628		27,4%	33,1%	54,5%	50,6%	6,7	29,6	35,8

	EBIT			
	2016	2017 (current)	2018	2019
Betsson	946	887	965	915
Kindred	1083	1364	1677	1532
LeoVegas	143	243	590	647
Mr Green	19	120	188	191
Fortuna	176	218	290	346
Olympic Entertainment	339	318	349	360
Nordic Leisure	43	53	112	159

	Revenue			
	2016	2017 (current)	2018	2019
Betsson	4117	4698	5178	5658
Kindred	6083	8129	9806	11047
LeoVegas	1380	2065	3690	4610
Mr Green	925	1186	1429	1640
Fortuna	968	4854	5610	2547
Olympic Entert:	1854	2006	2129	2232
Nordic Leisure	224	233	420	529

	EBIT - Margin			
	2016	2017	2018	2019
Betsson	23,0%	18,9%	18,6%	16,2%
Kindred	17,8%	16,8%	17,1%	13,9%
LeoVegas	10,4%	11,8%	16,0%	14,0%
Mr Green	2,1%	10,1%	13,2%	11,6%
Fortuna	3,63%	4,5%	5,2%	13,6%
Olympic Entertainment	18,26%	15,8%	16,4%	16,1%
Nordic Leisure	19,2%	22,8%	26,7%	30,0%

	Net income			
	2016	2017 (current)	2018	2019
Betsson	878	783	854	815
Kindred	938	1163	1465	1342
LeoVegas	141	224	513	580
Mr Green	33	114	175	178
Fortuna	81	142	178	202
Olympic Entert:	287	275	281	290
Nordic Leisure	39	45	94	133