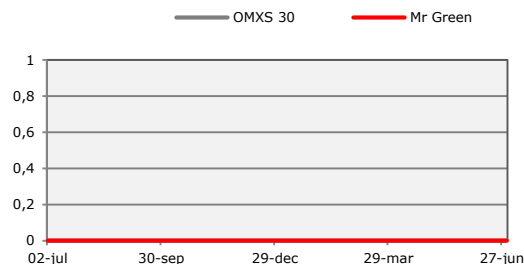
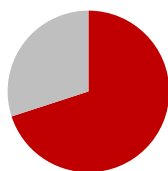


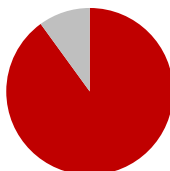
Sammanfattning
Mr Green (MRG.ST)
Tillväxtresan fortsätter

- Mr Green rapporterade ett starkt kvartal med hög försäljningstillväxt om hela 27 procent på årsbasis (QoQ 12 procent) mot förväntade 20 procent (QoQ 5,5 procent). EBIT blev svagare än förväntat om 4,9 miljoner kronor (förväntat 17,3 miljoner kronor). I sin helhet bidrog framförallt högre marknadsföringskostnader, avskrivningar samt kostnader för sålda tjänster till att bolaget rapporterat ett lägre EBIT.
- Bolaget uppfattar inget närliggande omsättningstak i de befintliga marknaderna vilket möjliggör den tillväxt vi räknar med framöver. Det nuvarande kvartalets omsättningstillväxt är ett bevis på detta. Under Q1 ökade personal- samt konsultstyrkan med 11 personer jämfört med föregående kvartal. Norden och Europa fortsätter utvecklas väl omsättningsmässigt under kvartalet.
- Mr Green förefaller vara en attraktiv uppköpskandidat inom de närmaste 1-3 åren med en allt mer aktiv transaktionsmarknad samt att differensen mellan pris och underliggande värde är fortsatt stor. DCF-modellen indikerar ett fortsatt motiverat värde om 61 kronor även efter utdelningen om 1,3 kronor. Bolaget rör sig fundamentalt sett mot vårt bull-case scenario om 118 kronor.

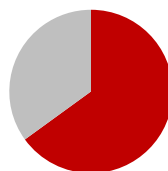
Lista: Aktietorget
 Börsvärde: 1 416 MSEK
 Bransch: Betting/Entertainment
 VD: Per Norman
 Styrelseordf: Tommy Trollborg


Redeye Rating (0 – 10 poäng)
Ledning


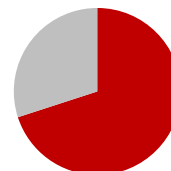
7,0 poäng

Ägarskap


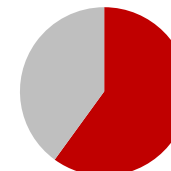
9,0 poäng

Tillväxtutsikter


6,5 poäng

Lönsamhet


7,0 poäng

Finansiell styrka


6,0 poäng

Nyckeltal

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	483	659	880	1 137	1 399	Aktiekurs (SEK)	39,5
Tillväxt	52%	36%	33%	29%	23%	Antal aktier (milj)	35,8
EBITDA	102	23	157	242	307	Börsvärde (MSEK)	1 416
EBITDA-marginal	21%	3%	18%	21%	22%	Nettoskuld (MSEK)	-154
EBIT	65	-31	87	165	224	Free float (%)	40 %
EBIT-marginal	13%	Neg	10%	15%	16%	Dagl oms. ('000)	88
Resultat före skatt	65	-31	87	165	224		
Nettoresultat	59	-28	82	155	210		
Nettomarginal	12%	Neg	9%	14%	15%		
Utdelning/Aktie	1,30	1,30	2,00	3,00	4,00	Analytiker:	
VPA	1,65	2,01	2,29	4,33	5,87	Philip Skogby	
P/E	23,6	19,7	17,3	9,1	6,7	Philip.skogby@redeye.se	
EV/S	2,7	1,9	1,4	1,1	0,8		
EV/EBITDA	12,6	55,2	8,0	5,2	3,8		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Mr Green tillväxttakt intakt

Omsättningstillväxten är fortsatt stark

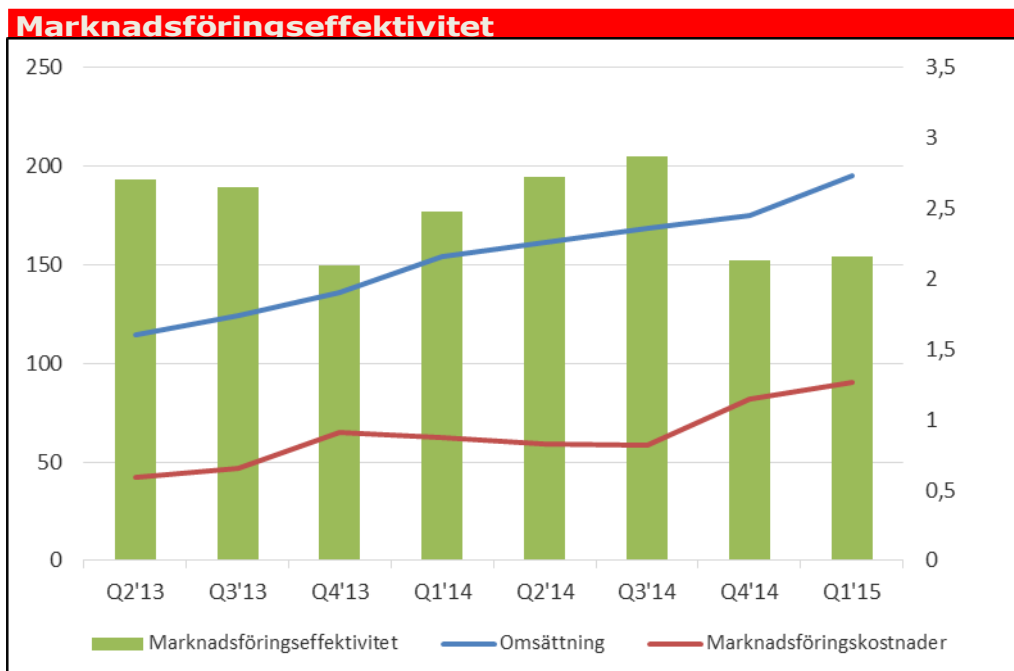
Bolaget överträffade våra förväntningar med intäkterna men under våra förväntningar för EBIT som drabbades av fortsatt höga investeringar samt avskrivningar. Intäkterna uppgick till 195,2 miljoner kronor (förväntat: 184,4 miljoner kronor) lett av de höga marknadsföringsinvesteringarna. Även starkare euro i förhållande till den svenska kronan under kvartalet kan sannolikt ha viss påverkan på omsättningstillväxten. Det är dock uppenbart att bolaget fått signifikant momentum med en QoQ tillväxt med hela 12 procent mot förväntade 5,5 procent.

Förväntat vs. utfall				
MSEK	Q4'14*	Q1'15E*	Utfall	Diff
Intäkter (gamewin)	174,8	184,4	195,2	6%
tillväxt	13%	20%	27%	33%
Kostnad sålda produkter	20%	20%	21%	1%
Marknadsföringskostnader	47%	43%	46%	3%
Övriga kostnader	23%	20%	20%	0%
EBIT	1,6	17,3	4,9	-72%
VPA	0,20	0,45	0,13	

*Före skattereserveringen men efter Jackpot och andra engångskostnader

Bolaget rapporterade ett svagt EBIT under kvartalet om 4,9 miljoner kronor (förväntat 17,3) vilket drevs av framförallt högre marknadsföringsinvesteringar samt en avskrivningsnivå om 19,5 (förväntat 14,0) miljoner kronor. Marknadsföringskostnaderna blev 46,3 procent mot förväntade 43 procent, men samtidigt styrker detta att bolaget fortfarande ser stor potential i befintliga och nya marknader. När bolaget sedan mognar i utvecklingsmarknaderna kommer vi att se signifikant marginalexpansion, men Mr Green, är endast inne i början av en tillväxtfas.

Marknadsföringskostnaderna i denna utsträckning bör ses som investeringar som stärker varumärket samt att bolaget ser fortsatt stor potential att ta marknadsandelar i nya och befintliga marknader. Det kostar initialt men sannolikt kommer vi att se resultat av detta under andra halvåret.



Marknadsföringseffektivitet är definerat som nettomsättningen genom marknadsföring vilket symboliserar den avkastning eller förlust bolaget gör på varje investerad marknadsföringskrona.

Lönsamhet per marknadsföringskrona kommer högst sannolikt öka över tid

Det vi ser i tabellen ovan är förvisso en mindre effekt per investerad marknadsföringskrona från cirka 3 kronor till 2,5 (före alla övriga kostnader), men det som även framkommer är att det finns tydliga kvartalsavvikelser som inte bör övertolkas. Investeringarna i marknadsföring leder till nya kunder som även genererar intäkter under nästkommande kvartal vilket kan höja den genomsnittliga omsättningen. Ser man tillbaka till begynnelsen av Mr Green är det högst sannolikt att varje investerad marknadsföringskrona gav betydligt sämre avkastning genom mindre varumärkeskännedom. Det är just det här som återspeglar sig i de mindre etablerade marknaderna och i kombination där konkurrensen är hård exempelvis Italien och Storbritannien. Rent konkret är det sannolikt att Sverige, som är en etablerad marknad, kan ge större avkastning per investerad marknadsföringskrona eftersom varumärkeskännedomen är etablerat högt. Detta är delvis kompenserat av ett hårt konkurrens klimat.

Det är viktigt att understryka att fokuset var på omsättningstillväxten inte att lönsamheten behövde vara ideal eftersom det kan justeras när marknaderna mognar. Detta är nödvändigt för ett långsiktigt aktieägarvärde och vi understryker att denna långsiktighet bör inte underskattas, som marknaden gör, utan premieras. Mr Green bör inte värderas efter nuvarande lönsamhetsnivåer utan vad som faktiskt kan uppnås i på längre sikt när bolaget beslutar att växa i takt med marknaden (med säkerhetsmarginal tillägnat för en förhöjd konkurrensnivå och högre taxering lett av omreglering).

*Ny ledning i linje med
aktieägarförväntningar*

Fortsätter stark expansion och kvalitetsfokus

Per Norman inträde anser vi är rätt val för att fortsätta driva operationell effektivitet under denna tillväxtresa. Med anledning av hans tidigare engagemang i Mr Green kommer vi inte ändra vår ledningsrating och därutöver innehar Per ett omfattande aktieinnehav. Bolaget fortsatte att öka sin personal- samt konsultstyrka med totalt 14 personer sedan förra kvartalet, vilket vi ser som en bekräftelse på att tillväxten kommer fortsätta vara stark framöver och kan överraska ytterligare på uppsidan.

Similarweb fortsätter att indikera rekordbesök under och efter kvartalet vilket talar för den intäktsförskjutning som beskrevs tidigare. Similarweb behöver dock inte vara nära sanningen eftersom det är estimatsiffror och inte de faktiska antal besökarna. Därutöver har osäkerheten i dessa siffror stigit eftersom frekvensen av "bounce rate" har ökat, vilket är de personer som lämnar siten direkt.

I sin helhet fortsätter Mr Green att leverera och vi anser att bolagets tillväxtorienterade strategi inte kommer utlösa större investeringsbehov än som normalt kan hanteras av kassaflödet. Förvärvet av Mybet italia och en licens-tilldelning förväntas ge positivt bidrag över tid även om det kan ta tid innan lönsamhet uppnås för att nå kritisk volym i denna konkurrensutsatta marknad på kortare sikt. Fördelen med denna marknad är öppna marknadsföringskanaler, god allmän kännedom av spel för konsumenter och Mr Greens spelupplevelsekoncept samt unika skalbara varumärke i grunden.

*Fortsatt god utveckling för
mobilesegmentet*

Intäkterna från det mobila nätkasinot ökade i absoluta belopp jämför med föregående kvartal och vi anser att denna tillväxttrend kommer att fortsätta. För närvarande står den mobila omsättningen för 30 procent av den totala omsättningen (föregående kvartal 29,6 procent). Att det inte är någon nämnvärd omsättningsökning i förhållande till total omsättning bör inte övertolkas som en trend. Snarare korrelerar det väl med exempelvis högre utbetalningar inom den mobila verksamheten. Alternativt, exempelvis kan större utbetalningar skett inom desktop i föregående kvartal vilket kan ha gett effekt under nuvarande kvartal då det kan ha återgått till en mer normal nivå. Över tid kommer det att korrelera väl med spelleverantörers grad av mobilimplementation vilket kommer återspegla sig över tid. Det är även positivt då vi ser att ROI per mobilanvändare är sannolikt högre än desktopanvändare eftersom de har större möjligheter att spela.

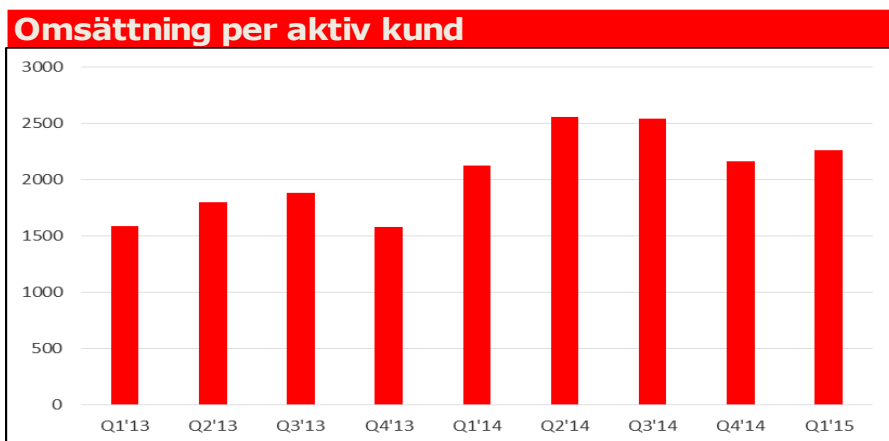
Kvalitetsfokus ger resultat

Aktiva kunder uppgick till 86134 kunder i jämförelse med 85887 kunder ett år innan för samma period. Man kan urtyda att omsättningen dock har ökat med 26 procent vilket innebär att kvaliteten i form av game win per aktiv kund har sannolikt ökat. Fortsatt god deponeringstrend är numera synlig

vilket reflekterar bolagets satsningar på marknadsföring och uppskattning av plattformen.

Insatser av Mr Green för spelarbasen ger ökad kvalitet

Rent generellt är det viktigt att bolaget fortsätter att behålla sina lönsamma kunder och få in nya långsiktiga kunder vilket Mr Green jobbar intensivt med olika CRM/VIP-program och syns tydligt i tabellen nedan att deras insatser ger resultat.



Källa: Redeye research, Mr Green

Omsättning per aktiv kund ökar vilket tyder på både att kvaliteten ökar per aktiv kund och att Mr Green har en välanpassad plattform för kundupplevelsen. Eftersom det inte går att uppskatta exakt vad dessa aktiva kunder genererar i förhållande till omsättningen använder vi den totala rapporterade omsättningen där även nya kunder bidrar. Det kan givetvis vara missvisande eftersom antalet aktiva kunders omsättning kan ha per factu sjunkit även om den totala omsättningen ökat. Mindre utnyttjande av tillfälliga bonuskunder kommer även det att bidra till högre omsättning per aktiv kund även om det bara reflekterar lönsamhetsoptimering.

Därutöver jobbar bolaget säkerligen med att minska andelen affiliate kunder genom förhandling om samarbeten, SEO-optimering samt intensifierande av andra direkt marknadsföringskanaler. Omvandling av dessa affiliate-kunder till lönsamhetsoptimerade direkta kunder skulle kunna leda till betydlig omsättningsökning. Detta är stegvis process och på lång sikt kommer affiliate-kunder att vara en viktig del för att nå brett.

Kassan ger säkerhet och stabilitet

Kassan påverkades av den stora utbetalningen i samband med förvärvet i Italien på 8 miljoner kronor och de höga marknadsföringsinvesteringarna. Detta beror sannolikt på ökade kostnader under kvartalet samt rådgivning. Kassan uppgick i slutet av perioden till 147 miljoner kronor (föregående kvartal 155 miljoner kronor) vilket stärker bolagets förmåga att betala utdelningen, betala av den preliminära skatten för Österrike (30 miljoner 2015 och cirka 80 miljoner 2016) samt fortsätta med kraftiga investeringar i marknadsföring. Vi ser inget hinder med att bolaget behåller en kassa för

God likviditet ger många intressanta valmöjligheter

att investera eftersom vi vet att bolaget kan skapa en hög lönsamhet med 20-25 rörelsemarginal på investerat kapital.

Mr Green attraktiv och sannolik uppköpskandidat

Vi kan inte utesluta att det finns och kommer finnas allt mer intresse för uppköp av Mr Green framöver med kommande regleringar, allt mer intensivt transaktionsklimat, i kombination med den nuvarande låga prissättningen av Mr Green.

Mr Green transformeras till ett allt mer attraktivt uppköpsobjekt

Eftersom Mr Green växer nu med kraft, med bra lönsamhet även under intensiva investeringsperioder kommer även intresset från marknadsaktörer att öka när prissättningen av bolaget fortsätter vara lågt. Detta för att både konsolidera marknaden, öka sin befintliga omsättning för att kunna växa snabbare än marknaden genom att ta del av betydande framtidsmöjligheter som Mr Green representerar genom ett väletablerat och organiskt växande varumärke. Betsson och Unibet kan kännas nära till eventuella budgivare eftersom deras ambition om att stärka sin närvaro i europeiska marknader samt stärka deras närvaro i Norden och få tillgång till ett organiskt snabbväxande casino. Samtidigt har värderingarna gått upp för dessa två aktörer vilket gör att utspädningen inte behöver bli större än 20 procent för ett bud som eventuellt skulle accepteras av Mr Greens huvudägare i framtiden.

Därutöver är brittiska aktörers intresse sannolikt stort eftersom de är medvetna om att öka sin närvaro i den lönsamma marknaden i Norden samtidigt som de vill stärka sin position i Europa. William Hill ville nyligen köpa 888 Holdings (som har cirka hälften av sin omsättning i onlinecasino samt växte från cirka 700 miljoner kronor till cirka 1.2 miljarder omsättning tre år senare, likt vad vi förväntar oss för Mr Green men något snabbare) men det gick inte igenom eftersom en av huvudägarna, sannolikt bröderna Shaked, ansåg att premien var för liten för att acceptera (budet uppgick till cirka 9 miljarder kronor). Nu vänder sig William Hill & Amaya (som är delägare i Intertain) till Bwin för att kunna konsolidera marknaden och komplettera samt växa med nya varumärken. Detta anser vi inte är helt omöjligt att liknande mönster som 888 händer för Mr Green eftersom det finns en liknande grundarledd ägarstruktur. Så länge budet inte till fullo apprecierar den höga tillväxten framöver för bolaget kommer det sannolikt innebära att grundarna inte vill sälja av sina positioner.

Substantiell budpremie sannolikt för lyckat uppköp

Det är inte heller helt omöjligt att nordamerikanska aktörer vill komma in på marknaden som Intertain gjorde genom förvärvet av Vera&John. Angående priset för en affär bör sannolikt en substantiell premie behövas för att ägarduon skulle vilja sälja sin andel som var med och grundade Betsson. Berquist och Sidfalk äger tillsammans cirka 30 procent av bolaget. Vad kan då huvudägarna tänkas accepteras? Sannolikt behöver ett par års tillväxt apprecieras för att sälja verksamheten med ett av de starkaste varumärkena i Norden i ett hårt konkurrensklimat och med allt mer ökande närvaro i Europa. Pondera en omsättningsnivå om 1.2 miljarder med en potentiell EBIT om 260-300 (EBIT marginal om 22 – 25 procent) miljoner kronor med en värdering baserad på uthållig intjäningsförmåga om 10 procent (betydligt högre riskpremie än konkurrenter) bör innebära en

värdering mellan åtminstone 70 – 90 kronor som ägare eventuellt skulle kunna tänka sig acceptera. Men uppfattningen av bolaget i detta tillfälle kan göra att den uthålliga intjäningsförmågan uppfattas som långsiktig hållbar vilket om den går från 10 procent till 7,5 procent kommer innebära ett pris om 105-135 kronor istället. Det föregående förhåller sig mellan det lägre intervallet för vårt base case i förhållande till bull case. Fortfarande är 1.2 miljarder kronor i Game win inget omsättningstak för Mr Green utan bolaget kommer sannolikt växa organiskt upp till 2 miljarder kronor. Detta med tanke på den transition som sker från fysiska till onlinecasino samt att totalmarknaden för onlinecasino kommer uppgå till cirka 30 miljarder kronor 2018.

Därutöver har ledningens optionsprogram (cirka 4 procent av utestående aktier) ett lösenpris på 68 kronor år 2017 så ett pris över detta bör ses som en rimlig indikator.

Utdelning bra men aktieåterköp bättre

Med tanke på den låga värderingen kan ett aktieåterköpsprogram direkt på marknaden vara mer effektivt eftersom en mindre utdelning inte sticker ut i förhållande till konkurrenter (3 - 4 procents direktavkastning med 1,3 kronor per aktie i utdelning). Intjäningsförmågan för Mr Green är betydligt högre än denna utdelning (för 2014 uppgår till den till cirka 10 procent på justerad basis före kassan – med en omsättningstillväxt på hela 28 procent för helåret) men samtidigt vill vi att bolaget fortsatt behåller kassan för möjligheter på befintliga och nya marknader. Per krona är aktieåterköpet sannolikt en bättre investering för aktieägare.

Vi anser att investerare skulle uppskatta signalvärdet av ett aktieåterköpsprogram och att det sannolikt kommer vara en bra investering framöver för aktieägare. Likviditeten skulle kunna stärkas och vid en högre värdering kan bolaget lättare ta del av förvärvsmöjligheter och marknadsmöjligheter och mer effektivt än idag med nuvarande låga prissättning.

Vi anser därför att investerare skulle uppskatta att bolaget visade att bolaget värde och pris skiljer sig markant genom att bolaget beslutar att återköpa aktier istället. Fördelaktigen kan nästkommande utdelning antingen bytas ut mot aktieåterköp i sin helhet eller att den delas upp i utdelning och aktieåterköp respektive. Båda alternativen skulle ge liknande effekt med hänsyn till det starka signalvärdet.

Aktieåterköpsprogrammet kan tydligare signalera bolagets uppfattning kring värderingen

Inträdet i Europa fortsätter

Under kvartalet har bolaget fortsatt att öka sin andel av omsättningen i Övriga Europa, vilket vi anser bör tolkas på ett positivt sätt då den legala risken även minskat relativt sett. En intressant utveckling under kvartalet är den portugiska marknaden som kommer öppnas upp i juni. Detta kommer dock inte vara relevant för Mr Green sålänge de baserar sin taxering på turnover än GGR, vilket leder till en orimlig taxering (Polen har liknande system).

*Flertalet intressanta
marknader*

Mr Green förespråkar att gå in i omreglerade marknader och vi har sett utveckling mot det hållet i form av både Storbritannien och Italien under den senaste perioden. Vi bedömer även att bolaget, liksom sina konkurrenter, kommer att gå in i nya prospektiva marknader. Vi anser bland annat följande marknader kan bland annat bli intressanta för Mr Green nu eller i framtiden, baserat på vår konkurrentanalys; Grekland, Island, USA, Spanien samt asiatiska länder. Intressant är att Mr Green har köpt Mybet Italia för att kunna expandera på den intressanta och snabbväxande Italien marknaden samt har fått språkstöd för Kanada vilket är en stor och intressant marknad.

Följande avsnitt redogör vi för legala förutsättningar och förändringar för nätkasino och dess potentiella effekt samt möjligheter för Mr Green.

Italien – Stor marknad och potential

Bolaget har nu alltså fått en licens och förväntas öppna sitt nätkasino till andra halvåret. Marknaden för Italien kan uppgå till 2-4 miljarder kronor med hög tillväxttakt för onlinecasinot. Enligt Betsson var de under 2014 små på denna marknad men hävdade att de växte snabbt. Paddypower har försökt få momentum på denna marknad under två år innan de har nått breakeven, dock oklart om det har uppnåtts tidigare för onlinecasinot än deras sportsbetsningsatsning. Paddypower hade i början av 2014 3 procent av online casino marknaden. I led med att transition sker från fysiskt till onlinecasinot ökar marknaden i storlek. Italienska spelmarknaden präglas av öppna marknadsföringskanaler, van spelarkrets och passar väl därför väl in med ett starkt varumärke som Mr Green.

Kanada – Stor marknad till relativt liten risk

I Kanada finns inga krav eller restriktioner för operatörer som har säte utomlands. För tillfället finns inget legalt ramverk i Kanada för att kunna stänga ner siter som inte har (eventuell) licens och opererar med ett säte utomlands. Utländska operatörer är alltså något helt legalt i Kanada. För konsumenter finns det inte heller någon restriktion att spela på dessa siter. Det finns inga pågående motioner att ändra ramverket för hur dessa operatörer får operera gentemot kanadensiska kunder.

Marknaden i Kanada är sannolikt stor och vi tror att Mr Green kan få ett starkt fotfäste på denna marknad över tid.

Österrike situationen – En längre process för Mr Green

Österrike har alltså som nämnt tidigare beslutat att upptaxera Mr Green med 100 miljoner kronor vilket Mr Green kommer att överklaga. Nu har bolaget lämnat in en klagan både till EU samt till Österrikes domstolar med väntade betalningar under 2015/2016 (kortfristiga skulder).

Försiktighetsprincipen har föranlett en upptaxering från Mr Greens sida om 108 miljoner kronor. Cirka 30 miljoner kronor kommer falla till betalning under 2015 och cirka 80 miljoner kronor efter ett år. De reserveringar som sker efter September kommer dock endast beskattas vid ett negativt beslut. Vid ett positivt beslut kommer dessa kostnader betalas tillbaka inklusive de provisioner innan September.

Det är viktigt att notera om de lyckas vinna de kommande rättegångarna kommer dessa provisioner samt utbetalningar hävas.

Därutöver kommer de provisioner som inte är bokförda (uppgår nu till 34,6 miljoner kronor) hävas. Detta under förutsättningen att beslut tagits från domstolarna. Bolaget fortsätter därför sin verksamhet på marknaden och vi uppskattar omsättningen till cirka 150 miljoner kronor för Mr Green med extrapolering på helårsbasis (med 40 procents taxering på game win).

Sannolikt kan bolaget växa med 15-30 procent på denna marknad framöver, men kommer sannolikt vara försiktigt att innefatta sig med högre tillväxt på denna marknad eftersom det finns en risk för ett eventuellt negativt utfall.

Vi tror att bolaget inte kommer att ge upp det här fallet då det inte är taxerat på laglig basis eftersom det inte är i enlighet med EU-reglerna samt Österrikes konstitutionella lagstiftning. Detta gäller framförallt att EU-reglerna stipulerar att det gäller fri handel mellan länderna och att Österrikes lagstiftning i praktiken kan tolkas att ingå i EU-kommissionens ”red line” prioritet med en monopolmarknad. Detta går mycket starkt mot EU-kommissionens regler och borde därför likt andra länder inte kunna häva andra operatörers verksamhet som inte har sitt säte i landet.

Det är viktigt att nämna att det är oklart om bolaget behöver betala vid det tillfället då avbetalningsplanen introduceras från Österrikes sida eftersom först går via EU-domstolen och konstitutionella domstolar. Oavsett kommer Mr Green kunna få rätt för prövning.

Vi tror att den legala processen kan dröja ett par år och under tiden kan Mr Green växa på andra marknader, vilket i det fallet med den uppskattade omsättningen kommer vara en marginell kostnad. Samtidigt har bolaget cirka 150 miljoner kronor i kassan som ses växa framöver. Investment caset Mr Green fallerar inte på marknaden i Österrike.

En marginell kostnad i förhållande till den marknadspotential Mr Green har över tid

Storbritannien – Tillväxtfas påbörjas

Mr Green har ansökt om en licens och vi förväntar oss att veta mer kring licensarbetet under Q2. Vi har nu sett att bolaget fått en ”Active license” i UK för casino, via Gambling commission, vilket andra operatörer även har som uppgett att de har en licens. Dock har inte bolaget fått den formella licensen ännu.

Agerar under provisorisk licens förväntas oss mer information under Q2

Det

Det bör även tilläggas i fall av en taxering kommer Mr Green behöver nödvändigtvis inte få sänkta marginaler över tid på grund av ta ett beslut utan kan även dela taxeringen med spelleverantörerna, affiliate publishers och sänka bonusnivåerna. Men vi tror att för att få upp omsättningen på höga nivåer kommer bolaget behöva investera substantiellt i marknadsföring vilket kommer initialt vara olönsamt. Samtidigt kompenseras detta av andra marknader där det inte behövs lika mycket marknadsföringsinvesteringar. Mr Green har en uttalad strategi att verka på reglerade marknader och det kommer även sänka den politiska risken vilket när Mr Green nått kritisk omsättningsnivå kan innebära multiplexpansion.

Licenseringen har eliminerat stora delar av den grå marknaden där alla operatörer har fått en provisorisk licens tills beslut tagits kring licensinförandet. Det officiella beskedet bör inte dröja mer än till Q2-Q3.

Omreglering för Sverige inte förrän 2018/2019

En viktig utveckling under det senaste kvartalet är att lotterinspektionen har beslutat att stärka förbudet mot marknadsföring av utländska illegala operatörer.

Detta kan komma ha viss effekt eftersom marknadsföringen som spenderades på de svenska kanalerna kommer att slussas till färre utländska bolag. Dessa investeringar kommer alltså att slussas till TV och affiliate vilket kommer att öka konkurrensnivån inom dessa medier och därför sänka marginalen något. Samtidigt är exponeringen relativt ringa vilket gör att investmentcasen inte hänger på utfallet av detta scenario.

Rent praktiskt kommer förslaget att träda i kraft från början av 2016 men sannolikt kommer det dröja till mitten av 2016 innan relevanta fall är prövade och definitiva beslut har gjorts på främjandeförbudet.

EU kommissionen har sedan tidigare beslutat att ta upp Sveriges spellagstiftning inför rätten. Detta kommer sannolikt påskynda beslutet för omreglering för att kunna uppfylla de krav EU:s krav. Redan under Q2'14 ansökte Svenska Spel om etablering av nätkasino, vilket med facit i hand indikerade att staten nu öppnar för ett reglerat licensieringssystem. En eventuell omreglering av den svenska spelmarknaden förväntas tidigast 2018/2019 lett av ett generellt segt regleringsinförande

Givetvis, ser vi detta som positivt eftersom bolaget kommer att ha en av de större omsättningsportionerna vid en konsolidering. Staten måste ta ansvar och ha en låg skattesats som är ekonomiskt och hållbart effektiv för speloperatörerna/kunder för att kunna gynna tillväxt för speloperatörerna, maximera skatteintäkter och upprätthålla en hög konkurrensnivå. Svenska spel har även ökat bidraget för undersökning av spelmissbruk vilket kan vara ett sätt att senare kunna försvara monopolet.

Är redan nu en av de större spelarna i Sverige och kommer vara i god position för omregleringen, eventuellt, vid 2018/2019

*Omreglering för
Nederländerna i början
av 2016 förväntas ge god
försäljningstillväxt*

Nederländerna – Omreglering förväntas under 2016

Den nederländska marknaden som Mr Greens plattform har språktillgänglighet för förväntar vi oss växa starkt under 2016 eftersom det förväntas att Holland kommer att bli omreglerat under Q2 2016. Som lagförslaget är utformat i dagsläget förväntar vi oss en skattesats på cirka 20 procent. Här lär Mr Green kunna ta fördel av denna omreglering eftersom de sannolikt kommer att vilja ta en större andel av marknaden som uppgår till cirka 800 miljoner euro på oreglerade spelsiter.

Nya tyska licenser osannolikt

I Tyskland, som Mr Green även har språktillgänglighet för, råder det fortfarande stark opposition mot Schleswig-Holstein-licenserna. EU domstolen beslutade även att Schleswig Holsteins öppnande av nätkasino inte skadar övriga tyska stater striktare policy enligt GamingIntelligence. Vi ser givetvis detta som en negativ utveckling, men utesluter inte att de individuella staterna kan följa Schleswig Holsteins linje i framtiden. Rent fundamentalt har inget ändrat under kvartalet för speloperatörerna där god tillväxt förväntas fortsätta på den grå marknaden då spelare söker sig till internationellt erkända aktörer som Mr Green.

*Spansk skatt i dagsläget
behöver revideras för att
mindre/medel stora
operatörer ska bli
intresserade*

Spansk skattesats oförmånlig i dagens läge

Spanska regeringen har nyligen accepterat införandet av nätkasino vilket bör innebära att licenser delas ut i början av 2015. Bakom beslutet ligger att nätkasinomarknaden är mycket liten och att det finns potential för stora skatteintäkter vid omreglering av marknaden vilket är välbehövligt i den ekonomiska situation Spanien befinner sig i. Taxeringen för spelen kommer att ligga på 25 procent av intäkterna vilket gör att marknaden för tillfället är mindre attraktiv för Mr Green att träda in i. Samtidigt är marknadspotentialen högst sannolikt stor. Vi bedömer att operatörer kommer föreslå att sektorn omregleras till en bättre taxeringssats eftersom det kommer att ta omfattande resurser för att bygga en organisation på denna marknad. Bolag som negligerar taxeringskonsekvensen kan dock bli en av de första aktörerna som kan etablera sig och bygga upp ett mycket starkt varumärke i denna stora marknad.

Norsk omreglering nära förestående?

En reglering av Norges spelmarknad förväntas inte ske de närmsta åren, även om det norska valet i september 2013 påvisade en majoritet för omreglering av den norska spelmarknaden. Betsson är exempelvis positiv till denna omreglering som bör innebära ökade intäkter. Det är ännu oklart om hur lång tid denna process för införande av nätkasino kan ta men vi förväntar oss besked från och med 2015 års budget.

Nordamerika - en öppning för nätkasino

Nordamerika som förväntas ha en högre tillväxt än den europeiska marknaden för nätkasino och har visat tecken på omregleringar. Marknaden har varit till stora delar stängd sedan 2006 men har sedan dess

stegvis öppnat upp. Delstater som New Jersey, Nevada och Delaware har nu öppnat upp för nätkasino, med acceptabla villkor för taxering men ett stort problem är fortfarande betalningslösningar eftersom de största bankerna inte har stöd för transaktioner. Därutöver är uppfattningen om legaliserade spel dålig bland befolkningen, 888 genomförde en undersökning som indikerade detta i New Jersey och kommer nu adressera detta faktum i sin marknadsföring. 888 har återigen etablerat sig starkt i regionen och kommer sannolikt stärka sin närvaro eftersom de har lång erfarenhet från marknaden både på onlinecasino och onlinepoker.

Vi anser att det finns en stor möjlighet här för bolaget att etablera sig i framtiden men förutsättningarna måste ändras för att verksamheten ska kunna fungera. För tillfället förs förhandlingar för att kunna öppna upp bankernas betalningslösningar. Det är för tidigt att hävda att New Jersey, Nevada och Delaware kommer bidra till att fler delstater tillåter nätkasinon. Vi räknar därför inte med denna marknad i våra estimat men kan komma behöva revidera våra prognoser om försäljningen tilltar i regionen. Det kan vara en bra idé för Mr Green att gå igenom grundligt potentialen på denna marknad och det kan vara ett mycket lönsamt äventyr i de nuvarande staterna och även på längre sikt i andra delstater.

Inträde i US kan vara ett intressant långsiktig alternativ för Mr Green

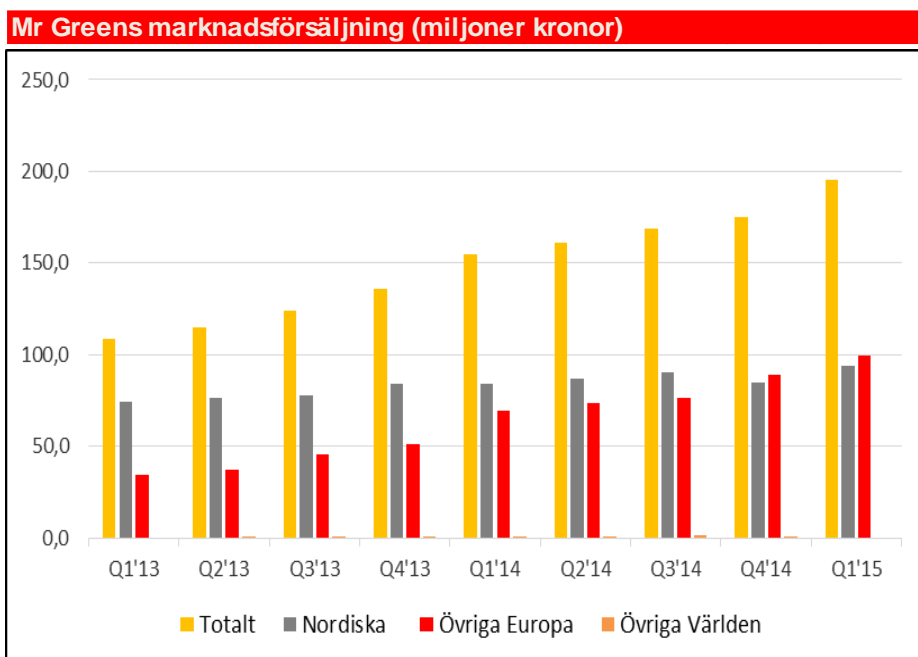
Onlinecasino växer starkt i Europa

Vi anser att Mr Greens fokusering och investeringar på effektiv marknadsföring, unikt varumärke och mobila fokus gör att bolaget kan fortsätta växa snabbare än marknaden som präglas av hård konkurrens. Vi anser att Mr Green har god potential att kunna nå upp till liknande omsättningsnivåer i framtiden som Betsson. Analyserar vi Betssons årsredovisning för 2013 och nätkasinots bruttoresultat samt lägger tillbaks kostnaden för sålda tjänster om 17 procent får vi ett bruttoresultat om 1,6 miljarder i nettospelsvinster, vilket motsvarar en marknadsandel i Europa, där i huvudsak intäkterna kommer ifrån, på 7 procent för 2013. Omsättningsnivån (game win) för nätkasinomarknaden 2013 uppgick till 22,5 miljarder kronor enligt H2 Gaming Capital och 2018 kommer den uppgå till 30 miljarder kronor vilket motsvara en årlig tillväxt om 5,4 procent.

Fortsatt stark tillväxt på samtliga marknader

Mr Greens försäljning i Norden har återhämtat sig med bravur på den nordiska marknaden från cirka 85 till 94 miljoner kronor. Tillväxttakten i Norden är fortsatt bra på helårsbasis men vi ser att bolaget nog kan accelerera sina marknadsföringsinsatser även här för att ta större marknadsandelar. I absoluta belopp och relativt tror vi övriga världen kommer öka genom Kanada samt andra oetablerade marknader.

Likväl visade den europeiska marknaden god tillväxt i absoluta belopp från 89,1 miljoner till 99,5 miljoner kronor. Vi anser att denna kategori kommer stå för huvuddelen av tillväxten framöver men även i Norden har bolaget stor potential att i absoluta belopp ta större marknadsandelar.

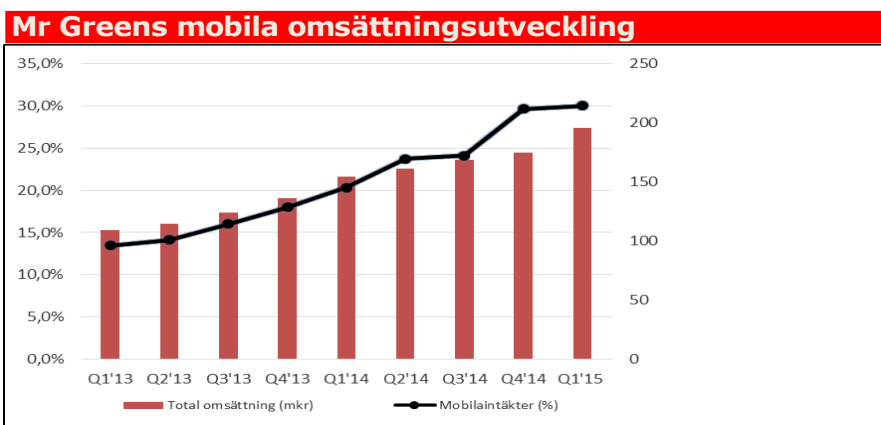


Källa: Redeye Research, Mr Green

Mobilspel fortsätter utvecklas i rätt riktning

Mobilspel fortsatt god utveckling

I och med Mr Greens utpräglade mobila strategi blir mobilkasinförsäljningen ett viktigt mått som indikerar på hur väl mobillösningarna upplevs av kunderna. I absoluta belopp ökade bolaget sin försäljning gentemot föregående kvartal och som tidigare indikerat finns det flera signaler på att mobila försäljningen kommer öka markant i relativ andel de kommande kvartalen. Med andra ord kan det nuvarande kvartalet var påverkat av flertalet möjliga faktorer som temporärt påverkar tillväxten inom detta segment. Därutöver, anses marknaden växa mycket starkt de närmsta åren med en omsättningstillväxt om 32,4 procent mellan 2013 – 2018 enligt H2 Gaming Capital. Denna tillväxt behöver dock inte vara netto av den möjliga kannibaliseringen mellan desktop- och mobilakunder. Marknaden förväntas även växa starkt från den fysiska till onlinecasino trenden så sannolikt är kannibaliseringen nödvändigtvis inte hög. Bolaget har enligt oss plattformen, resurserna och ledningsförutsättningarna för att kunna ta del av denna tillväxt. Spelleverantörer lär även öka sin mobila speltillgänglighet vilket i längden kommer synas tydligt för Mr Green.



Källa: Redeye research, Mr Green

Tidigare estimerade att bolaget kommer nå 50 procent av sina intäkter via mobil i slutet av 2016 och vi bibehåller denna prognos. Utvecklingen är även intressant eftersom vi anser att de mobila kunderna spelar mer än de traditionella desktop kunderna vilket kommer ge utslag på game win framöver.

Finansiella prognoser

Något högre omsättningstillväxt
kompenserat av lägre
rörelseresultat.

Vi bedömer att en fortsatt stark tillväxt för Mr Green är sannolik men efter den positiva omsättningsutvecklingen höjer vi något våra estimat för helåret till 879,6 miljoner kronor (tidigare 844). Däremot sänker vi rörelseresultatet något för helåret till 91,4 (tidigare 124,3) miljoner kronor följt av högre marknadsföringskostnader. Anledningen är att accelerera tillväxten i befintliga marknader och etablera sig i nya marknader där vissa marknader kännetecknas för hög konkurrens som Italien och Storbritannien.

Det kommer därför krävas en längre uppförstartsbacke innan bolaget blir lönsamt på dessa marknader men där potentialen är stor vid högre mognadsgrad. Inget fundamentalt för investmentcaset Mr Green har ändrat sig under det senaste halvåret.

Samtidigt har övriga kostnader ökat vilket tyder på att bolaget satsar mer på tillväxt genom personal och konsultrekrytering. Bolaget har fortsatt inte visat någon indikation på växtkramp. Tillväxten ligger över den förväntade marknadstillväxten för mobilsegmentet i sannolikt både Norden och Övriga Europa vilket stärker vår tro om hög tillväxt framöver.

Prognoser										
MSEK	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15E	Q3'15E	Q4'15E	2015E
Intäkter (gamewin) tillväxt	154.2 42%	161.4 41%	168.5 36%	174.8 28%	659.0 37%	195.2 27%	210.8 31%	227.7 35%	245.9 41%	879.6 33%
Kostnad sålda produkter	18%	18%	18%	20%	18%	21%	18%	17%	17%	18%
Marknadsföringskostnader	40%	37%	35%	47%	40%	46%	45%	46%	45%	46%
Övriga kostnader	18%	22%	22%	23%	21%	20%	18%	18%	18%	19%
EBIT (%)	25.3 16.4%	25.5 15.8%	28.5 16.9%	-110.5 -63.2%	-31.1 -5%	4.9 2.5%	23.6 11.2%	26.5 11.6%	32.2 13.1%	87.1 10%

Källa: Redeye Research, Mr Green

Kostnad sålda tjänster påverkades av licensinförandet i Storbritannien samt momsbeläggningen gav upphov till spelskatter om 6,8 miljoner kronor. Sannolikt har denna post sedan föregående kvartal ökat från 1,9 MSEK då denna post var redovisad som Storbritanniens skatt (under december).

Extrapolerar man detta och antar att detta var påverkat av den säsongsmässigt starka månaden kan bolaget sannolikt haft en omsättning om cirka 90 till 110 miljoner kronor. Det är positivt eftersom det också innebär att marknaden växer d.v.s. numera cirka 60 MSEK (med 15 procents GGR taxering).

Enskilt denna marknad kan under 2015 växa med 50 MSEK men det kommer ta tid innan bolaget kan uppnå lönsamhet vilket vi inte ser något problem med eftersom det handlar om att nå ut till den breda marknaden. Därefter kommer marknadsföringsinsatserna sjunka i förhållande till game win när marknaden blir allt mer mogen och högre ROI i marknadsföringen. Bolaget har visat att de kan utföra det i en mängd olika marknader och framförallt där konkurrensen är stenhård, vilket indikerar att bolaget är

effektiv i sitt produktutbud, marknadsföring samt har god kompetens för att utföra större cross-border investeringsprojekt.

Marginalförklaringar som påverkar förväntningarna

I jämförelse med våra två senaste analyser vill vi förtydliga två saker som är viktiga. Mr Green använder sig av NYX OGS system som förvisso är bra för spelmanagement. Det vi anser är att bolaget kan skära i kostnaderna på längre sikt genom att skapa sitt egna system istället för det nuvarande. Det skulle sannolikt kunna innebära att kostnad för sålda tjänster kan minska med upp till 1-2 procentenheter av omsättningen.

En annan intressant punkt är de närliggande transaktionerna som uppgår till 7-10 miljoner om året som skulle minska något under kommande år. Men så länge dessa aktivt levererar resultat och tillväxt är vi inte emot att de får betalning.

Mr Green får hög tillväxt sett till sina marknadsföringsinvesteringar

Den enskilda största posten som driver skillnaden i EBIT-marginalen jämfört med konkurrenterna är marknadsföringskostnaderna. Mr Green investerar för tillfället mellan 35-45 procent i marknadsföring medan Unibet har legat på 29 procent de senaste fem åren. För Betsson, om man bara räknar med B2C intäkterna som genererar marknadsföringskostnader, uppgår marknadsföringskostnaderna till 39 procent av omsättningen de senaste två åren. I mognade marknader kan marknadsföringskostnader uppgå till 20 procent av resultatet vilket kan variera något beroende på konkurrensnivån. Vi tolkar därför Mr Greens marknadsföringsinvesteringar som ett styrketecken eftersom deras organiska tillväxt är även betydligt högre än konkurrenterna. Detta ger en indikation att Mr Green utför mer effektiv marknadsföring.

Båda konkurrenterna Betsson och Unibet anlitar konsulter i omfattande utsträckning, en kostnad som går i Betssons fall är redovisat i posten "övriga externa kostnader". Mr Green rapporterar numera personal, aktiverat arbete samt konsultkostnader som separata poster i jämförelse med föregående kvartal då dessa var rapporterade som "övriga kostnader". Dessa kostnader för Mr Green anser vi minska relativt sett till omsättningen över tid då behovet för personal successivt minskar när bolaget nått en mognadsfas. I kvartalet genomförde bolaget en nettorekrytering om 15 personer som tidigare nämnt.

För kostnad av sålda tjänster där bland annat avgifter till spelleverantörerna ingår är Mr Green i linje med Betsson om 18 procent beräknat som ett fem års snitt. Detta kan påverkas av avtal med nya spelleverantörer och skatter som i Mr Greens fall är troligt med tanke på den stora tillväxten, exempelvis har Unibet en genomsnittlig lägre kostnad för sålda tjänster.

CAPEX fortsatt hög av rätt anledning men beräknas vara i paritet med avskrivningarna på längre sikt

Avskrivningstakten är också högre än konkurrenternas för tillfället men vilket motiveras att bolaget växer snabbare än konkurrenterna och därför binder kapital. Över tid bör avskrivningsnivån ligga mellan 5 – 6 procent där konkurrenternas avskrivningar legat historiskt. Bolagets utpräglade mobilsatsning gör att CAPEX estimeras att bli något högre än avskrivningarna vilket vi är positiva till då bolaget måste kunna differentiera och behålla sin position som ett av de bästa nätkasinon. På längre sikt kommer dock CAPEX sannolikt löpa i paritet med avskrivningstakten.

Bolagsskatten är estimerad att minska gradvis till 5 procent i mognadsfasen som är i paritet med den maltesiska skatten om 5 procent. När bolaget når mognadsfasen räknar vi med att bolaget utnyttjar taxeringsfördelen genom vinstutdelningen som uppstår i samband med att holdingbolaget i Malta som erhåller vinsterna delar ut pengarna till moderbolaget.

Värdering

En diskonterad kassaflödesmodell i kombination med en relativvärdering ligger till grund för värderingen av aktien.

DCF Värdering

Tillväxt drivet av förväntad hög mobiltillväxt

Tillväxten förväntas minska succesivt från cirka 33 procent 2015 till en något högre tillväxt om ca 8 procent från 2018. Till stor del är tillväxttakten möjlig på grund av den kraftiga mobila tillväxttakten för online spel som uppgår till en CAGR om 32,4 procent från 2013 till 2018 enligt H2 Gaming Capital. Även bonusar, personalkostnader och marknadsföringskostnader som andel av intäkter bör sjunka över tid och vi räknar med en EBIT-marginal om 20 procent i utgången av 2018.

Mr Green förväntas fortsätta växa snabbare än marknaden under lång tid framöver

Vi lägger även till ett påslag i rörelsekostnaderna (sannolikt hänförliga till kostnad för sålda tjänster) om 3 procent från början av 2016 på grund av omregleringskostnader i nya potentiella marknader samt existerande. Samtidigt tror vi konkurrensen ökar då fler länder har omreglerats vilket minskar marginalerna men ger högre tillväxt över tid. Vi har tagit substantiell höjd från långsiktiga marginaler likt Unibet och Betssons 25-30 procents rörelsemarginaler. Från 2018 förväntas Mr Green växa något snabbare om ca 8 procent eftersom bolaget har tagit del av den mobila expansionen och kan förmå sig att konsolidera konkurrenter för att behålla en högre tillväxt än marknaden. Rörelsekapitalet ses bli något negativt med tanke på den tillväxtfas bolaget är inne i. Den expansion som nu sker kommer sannolikt driva höga utvecklingskostnader, för att senare i mognadsfasen kommer CAPEX löpa i paritet eller bli under avskrivningar. WACC förblir oförändrad och uppgår till 10,2 procent. Vår motiverade värdering förblir därför **61 kronor**.

Vid ett bear case kommer aktien sannolikt handlas vid 30 kronor och vid ett bull case 118 kronor.

Relativvärdering

I tabellen nedan följer en jämförelse med jämförbara konkurrenter:

Relativvärdering*												
MSEK Bolag	Börsvärde	Nettoskuld	Tillväxt försäljning		P/E			EV/Sales			EV/EBIT	
			2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2015E	2016E
Unibet	13884	-1109	13%	13%	18.0	19.9	16.5	3.2	3.3	2.9	17.8	14.3
Betsson	16247	-242	13%	11%	21.6	18.4	16.6	5.2	4.7	4.1	17.0	15.2
888	7419	-833	26%	5%	13.3	19.0	16.1	1.7	1.6	1.5	13.6	11.6
Bwin.Party	9223	-658	1%	2%	17.3	20.2	18.7	1.5	1.5	1.4	23.9	20.6
Medel	9929	-786	4%	8%	17.6	19.4	17.0	2.9	2.8	2.5	18.1	15.4
Mr Green	1416	-155	33%	29%	18.2	17.3	9.1	1.9	1.4	1.1	14.5	7.6

* 2014 - Justerat före skatterreserveringen Österrike men efter engångskostnader

*Redeye research, Bloomberg

Mr Green värderas likt sina konkurrenter även fast de har större tillväxt och högre kostnadsnivå

Betsson samt Unibet fortsätter expandera i både P/E och EV/EBIT vilket reflekterar den appreciering som skett för dessa bolag lett av minskad uppfattning av risk. Vi är skeptiska till att denna riskapptit är rationell och ser Mr Green samt Cherry som mer rationella alternativ till mindre risk med organisk tillväxt även när väl riskaversionen ökar. Likviditeten, uppmärksamheten, uppfattningen om tillväxttakten av bolaget är betydligt lägre än Betsson och Unibet som uppfattas av marknaden generellt som "säkra, diversifierade, med god utdelning". Vi anser att inom ett par år kommer även Mr Green egenskaper uppfattas som sina konkurrenter (om det mot förmodan inte redan är uppköpt) och aktieägarna har därmed en betydligt större uppsida i ett tillväxtbolag som Mr Green.

Eftersom rörelsemarginalen är nu betydligt lägre och 2015E-estimaterna är därför missvisande gentemot den långsiktiga intjäningsförmågan. Ser vi till 2016E anser vi att uppsidan är åtminstone 60-70 procent med bakgrunden av att bolaget troligtvis kommer fortsätta växa snabbare än sina konkurrenter även i det stadiet vilket borde premieras. Med tiden tror vi skillnaden i multiplarna kommer minska i förhållande till konkurrenterna då bolaget kommer expandera till ett antal nya marknader, öka sin reglerade närvaro, och börja visa högre marginaler.

Vi illustrerar här hur bolaget förhåller sig till konkurrenternas värderingar i en mognadsfas:

Relativvärdering (justerat)													
MSEK Bolag	Börsvärde	Nettoskuld	Tillväxt		P/E			EV/Sales			EV/EBIT		
			2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2015E	2016E	
Unibet	13884	-1109	13%	13%	18,0	19,9	16,5	3,2	3,3	2,9	17,8	14,3	
Betsson	16247	-242	13%	11%	21,6	18,4	16,6	5,2	4,7	4,1	17,0	15,2	
888	7419	-833	26%	5%	13,3	19,0	16,1	1,7	1,6	1,5	13,6	11,6	
Bwin.Party	9223	-658	1%	2%	17,3	20,2	18,7	1,5	1,5	1,4	23,9	20,6	
Medel	9929	-786	4%	8%	17,6	19,4	17,0	2,9	2,8	2,5	18,1	15,4	
Mr Green*	1416	-155	33%	29%				9,6	6,0	1,3	0,9	7,4	4,0

*22 % EBIT marginal, marknadsföringskostnader 30 %, övriga kostnader 16 %, kostnad sålda tjänster 19 % + 13 procent säkerhetsmarginalkostnader

Mognadsfasen innebär att bolaget mognar och växer i en takt likt marknaden i slutet av antingen 2015 eller 2016 och justera sina marginaler därefter, vilket vi inte tror, men detta illustrerar att bolaget är undervärderat i förhållande till sina konkurrenter.

Mr Green ser attraktivt ut även på en justerad basis på samtliga multipeljämförelser

Bolaget bör därför innevarande år uppvärderas med 70– 80 procent baserat på jämförbara bolag för EV/EBIT för innevarande år. För 2016, om

tillväxten infaller enligt våra prognoser och givet att de legala förhållandena inte utvecklas negativt, har aktien en uppsida om 150 – 175 procent. Det är därför viktigt att bolaget fortsätter växa i en hög takt för att kunna motivera en högre värdering succesivt. Utdelningspotentialen för 2016 är närmare 15-20 procent i en mognadfas vilket i våra ögon är helt omotiverat, den bör handlas till cirka 5 procent uthållig intjäningsnivå (cirka 200-300 procent uppsida). Notera även att bolaget kommer fortsätta ta marknadsandelar även vid slutet av år 2016 vilket kommer göra att den faktiska långsiktiga intjäningsförmågan därefter är per facto med säkerhetsmarginal diskonterad. Även vid 2016 är säkerhetsmarginalen betydlig gentemot Unibet/Betssons utdelningsnivå om 3-4 procent. Det finns ingen anledning varför bolaget inte skulle uppnå 25-30 procent rörelsemarginal som ett renodlat onlinecasino men vi väljer av säkerhetsmarginalskäl ta ytterligare höjd för negativa omreglerings konsekvenser och förhöjd konkurrensnivå. Hade denna intjäningsnivå istället blivit hållbar kan bolaget intjäningsförmåga underskattats med upp till cirka 50 procent, vilket är i sig en ytterligare säkerhetsmarginal i denna analys.

Att använda EV/EBIT är sannolikt mer relevant än EV/EBITDA i det här fallet då tillväxten kommer kräva mer CAPEX än avskrivningarna de närmaste kommande åren. Samtidigt är EBITDA missvisande eftersom den gynnas av aktiveringar av arbeten (som är en kostnad). Vi hade i så fall även överskattat intjäningsförmågan om vi hade använt EV/EBITDA.

Rent fundamentalt med hänsyn till den långsiktiga intjäningsförmågan, vilket reflekteras väl med EBIT resultatet gånger riskpremie plus taxering, kan resonemanget som vi presenterade i början av denna analys presenteras:

”Vad kan då huvudägarna tänkas accepteras? Sannolikt behöver ett par års tillväxt apprecieras för att sälja verksamheten med ett av de starkaste varumärkena i Norden i ett hårt konkurrens klimat och med allt mer ökande närvaro i Europa. Ponera en omsättningsnivå om 1.2 miljarder med en potentiell EBIT om 260-300 (EBIT marginal om 22 – 25 procent) miljoner kronor med en värdering baserad på uthållig intjäningsförmåga om 10 procent (betydligt högre riskpremie än konkurrenter) bör innebära en värdering mellan åtminstone 70 – 90 kronor som ägare eventuellt skulle kunna tänka sig acceptera. Men, perceptionen av bolaget i detta tillfälle kan göra att den uthålliga intjäningsförmågan uppfattas som långsiktig hållbar vilket om den går från 10 procent till 7,5 procent kommer innebära ett pris om 105-135 kronor istället. Det föregående förhåller sig mellan det lägre intervallet för vårt base case i förhållande till bull case. Fortfarande är 1.2 miljarder kronor game win inget omsättningstak för Mr Green utan kommer sannolikt växa organiskt upp till 2 miljarder kronor med tanke på den transition som sker från fysiska till onlinecasino samt att totalmarknaden för onlinecasino kommer uppgå till cirka 30 miljarder kronor 2018.”

I praktiken väntar vi oss fortsatt god tillväxt tills slutet av 2017 då bolagets mobila och geografiska expansion kommer bli mer osäker och bolaget förväntas nå en mognadsnivå. Sannolikt kommer tillväxten inte enbart bli en funktion av mobilimplementationen utan även övergången från fysiska spelbutiker till spel på internet. Cirka 90 procent av den totala spelomsättningen sker offline globalt och vi tror denna del kommer minska successivt med den starka underliggande tillväxten för mobila kasinon och ökade internetanvändningen generellt.

Direktavkastningspotentialen stor vid en mognadsfas

Den enskilt största faktorn för multiplexpansionen är alltså marginalförändringen vid mognadsfasen, samt den upplevda risken när bolaget beslutar att dela ut vinsten. Bolaget kan redan år 2015 dela ut 4-5 procentenheter mer än konkurrenterna i förhållande till börsvärdet. Givet Mr Greens högre risk i förhållande till konkurrenterna, idag, är en riskpremie delvis motiverad men inte så pass markant. Denna utdelningsskillnad kommer minska successivt då Mr Greens utdelningskapacitet förhåller sig attraktiv gentemot konkurrenterna till egentligen ingen högre legal risk. Utdelningspolicyn är för närvarande 50 procent av sitt fria kassaflöde och vi väntar oss att bolaget delar ut en majoritet av vinsten. Vi anser att aktiemarknaden kommer se till att minska uppenbara direktavkastnings skillnader emellan konkurrenterna. Detta bör leda till en aktiekursökning eftersom tillväxten för ett bolag som Mr Green realiserar kontinuerlig samt är betydligt högre än konkurrenternas. Utöver detta minskar den legala risken successivt då bolaget följer och ökar i Betssons/Unibet länder.

Om det legala klimatet blir sämre i mognadsfasen skulle det innebära en högre riskpremie för samtliga bolag som motiverar en lägre värdering. Detta innebär att dagens värderingsmultiplar för spelbolagen är mindre relevanta. Trenden i Europa är omregleringar av marknader som leder till högre intäkter men lägre marginaler. Detta borde innebära lägre politisk risk vilket innebär högre värderingsmultiplar, likt den multipelanalys för konkurrenterna som redovisats ovan. En annan förutsättning för multiplexpansionen är att mixen av länder är stor. Detta för att förhindra att det finns någon extraordinär risk för högre taxering som skulle eliminera marginalerna. Denna process kommer ta tid men vi anser att denna multiplexpansion kommer återspegla sig på längre sikt. Det bör tilläggas att det finns ett "kannibalisering-scenari" som vi tidigare redogjorde för som kan eliminera nuvarande marginaler och på så sätt bidra till snarare en multipelkontraktion.

Efter upptaxeringen har bolaget värderats som om bolaget skulle förlora en majoritet av sin tillväxt potential framöver, vilket är irrationell reaktion, då det inte är i linje med den tillväxt som Mr Green har potential att ta i alla sina nuvarande marknader på 2 – 3 år. Det viktiga för denna värdering är inte den kortsiktiga tillväxten utan den befintliga tillväxtpotentialen,

konkurrenskraften av Mr Greens varumärke och mobilalösningar. Aktien värderas som i praktiken att det skett en multipelkontraktion på grund av sämre legalt klimat på koncernnivå vilket uppenbarligen inte skett och att tillväxten skulle vara betydligt sämre än vårt scenario.

Primära investeringskatalysatorer

Investeringskatalysatorerna är de faktorer som kommer driva aktievärdet. Primära investeringskatalysatorer är de faktorer som vi anser är mest sannolikt, medan de sekundära är faktorer som är mindre sannolika.

Aktieåterköp lämpligt när bolaget förefaller undervärderat – kan sannolikt leda till att gapet mellan pris och värde förminskas

- En multipelexpansion i en mognadsfas, kommer driva värdet på aktien substantiellt, lett av marginalökningar i kombination med en högre direktavkastning förutsatt att tillväxten infaller
- Kan på kort sikt aktivera ett aggressivt aktieåterköpsprogram för att signalera och stänga skillnaden mellan nuvarande prissättning och underliggande betydande undervärdering
- Bolaget behöver inneha en aggressiv utdelningspolicy i mognadsfasen för att marknaden ska kunna minska multipeldifferenserna i förhållande till konkurrenterna, vi ser detta inte som osannolikt. En direktavkastning om 10 procent för 2016 är inte omöjligt med nuvarande lägre marginaler, vilket är högst i branschen, om bolaget vill dela ut en del av sin kassa
- Legala klimatet förändras inte i den utsträckning att riskpremien för bolagen ökar. Mycket pekar på att de planerade omregleringarna bör sänka den uppfattade risken de närmsta åren, vilket gör att det långsiktiga base case scenariot stärks
- Bolaget noteras på Nasdaq OMX Midcap och värdet kommer bli mer genomlyst när fler investerare och institutioner börjar handla i bolaget, multipel och utdelningsdifferenserna kommer minska i förhållande till konkurrenterna

Sekundära Investeringskatalysatorer

- Fördelaktiga villkor för omregleringar för Spanien och enskilda marknader i Asien kan utgöra stora möjligheter för bolagets marginaler och tillväxt
- Ledningen lyckas med i synnerhet med Garbo.com tack vare en satsning i rätt tid med tidigare gott resultat

Omregleringar kan leda till ett helt annat konkurrensklimat

En av de större riskerna med de omregleringar som förväntas ske och som har skett i Europa är att konkurrensen blir så pass intensiv i ett framtida scenario att tillväxten i nya spelare inte kompenserar för den nya högre konkurrensnivån. Denna övergång kan leda till kannibalisering mellan marknadsaktörerna då nya marknadsaktörer ser potential i marginaler samt tillväxt. Det skulle med andra ord bli svårare för nuvarande aktörer att erhålla samma avkastning som idag på investeringar i marknadsföring och personal. Därför är det fördelaktigt att bolaget redan har en stark position

på en omreglerad marknad och behöver därför inte kompensera alltför mycket på en förhöjd konkurrensnivå.

Investment Case

Mr Green & Co är inne i en expansiv fas och växer snabbare än konkurrenterna. Det innebär att kostnaderna är högre än normalt då företaget investerar mycket i marknadsföring för att locka kunder i främst oetablerade marknader. Justerat för höga marknadsföringskostnader som uppkommer av mindre etablerade marknaders behov av marknadsföring samt tar hänsyn till tillväxten i det mobila segmentet och branschen generellt förefaller Mr Green attraktivt värderad. Bolaget är redan nu mycket lönsamt och omsättningen växer mer än kostnaderna. För att behålla Mr Greens tillväxt är det viktigt att det regulatoriska klimatet är gynnsamt. Bolaget kommer antagligen öka utlandsförsäljningen de kommande åren som kan leda till fler legala problem men mindre total risk i förhållande till omsättningen. En eventuell ändring av speltillåtande eller stämning i en av marknaderna kan bli signifikant för bolagets expansion och kommande års resultat. Införandet av nationella licenser kan på kort sikt påverka bolaget negativt genom lägre marginaler men kompenseras av högre omsättning. När bolaget går in i en mognadsfas räknar vi med en lägre rörelsemarginal än sina konkurrenter om 20 procent för att ta höjd för omregleringseffekter samt konkurrensen, vilket idag ser attraktivt ut, med den höga potentiella direktavkastningen i förhållande till sina konkurrenter. Sannolikt när bolaget når kritiska nivåer i omsättning kan bolaget ha högre EBIT-marginaler upp emot 25-30 procent vilket marknaden inte förväntar sig. Det är viktigt att hög tillväxt infaller om 30-40 procent de kommande åren som måste ske för att driva aktievärdet. Vi bedömer att bolaget har stort utrymme för tillväxt i redan befintliga marknader och nya marknader eftersom Mr Green fortfarande har en mindre del av samtliga marknader. Marknader som är mer restriktiva till nätkasino idag som USA, Spanien och Asien kan motverka en lägre tillväxt i mognadsfasen.

Den höga tillväxten i nätkasinomarknaden kombinerat med höga marginaler gör att onlinecasino branschen drar till sig ökad konkurrens vilket kan leda till marginalpress de kommande åren. Mr Greens framtida tillväxt kommer troligtvis till stor del bero på bolagets fortsatta varumärkesetablering som skiljer sig från övriga konkurrenter samt dess mobila satsning. Företaget investerar därför intensivt för att kunna kapitalisera på den växande mobilspelmarknaden. Mr Green's investeringscase ligger i en fortsatt god tillväxt samt utdelningspotentialen i mognadsfasen i förhållande till konkurrenterna vilket bör leda till en multiplexpansion. Även en sannolik notering på Nasdaq OMX huvudlista eller akt bör driva aktiekursen mot det motiverade värdet då fler fonder har möjligheten att köpa in sig.

Bear Case Scenario - 30 kronor

- I ett sämre scenario än väntat får inte Mr Green önskad effekt av sina marknadsföringsutgifter och tillväxten faller över tid på grund av hög konkurrens och lönsamheten faller på grund av införda spelskatter. Bolaget byter lista senare till NASDAQ OMX Mid CAP i slutet av 2017 vilket gör att bolaget prissätts närmare konkurrenternas
- I scenariot lyckas bolaget ta 4 procent av den förväntade nätkasinomarknaden i Europa år 2018, tack vare den stora mobila satsningen i ett tidigt skede
- Mr Green möter hård konkurrens bland mobila plattformar internationellt och har svårigheter att etablera momentum i en myriad av användarvänliga och bonusfokuserade konkurrenter
- Misslyckade utlandsetableringar, bidrar till ökande marknadsföringskostnader samt lägre marginaler
- Vi antar att utdelningsnivån stegvis kommer att höjas vid mognadsfasen år 2018 och att bolagsskatten gradvis kommer minska till 5-6 procent nivå likt konkurrenterna.
- Scenariot resulterar i en tillväxt på runt 17 procent i genomsnitt per år mellan perioden 2014 – 2022. Under perioden 2014-2017 växer bolaget med 28 procent i genomsnitt per år eftersom bolaget kan kapitalisera på den mobila tillväxten.
 - Rörelsemarginalen blir 12,2 procent under perioden 2014 - 2022. Under perioden 2014-2017 är rörelsemarginalen initialt 11 procent och för att sedan 2018 i mognadsfasen övergå till en 14 procent rörelsemarginal. Sammanvägt ger det ett värde på 30 kr.
 - Diskonteringsränta för scenariot är 10,2 procent
 - Sannolikheten för att utfallet bedömer vi vara 15 procent.

Base Case Scenario - 61 kronor

- Marknadsföringskostnader minskar i de etablerade länderna och bonusprogrammen justeras, vilket gör att EBIT-marginalen successivt närmar sig 25 procent vid 2022. Bolaget byter lista till NASDAQ OMX Mid CAP redan i slutet av 2015 vilket gör att bolaget börjar prissättas närmare konkurrenterna.
- Scenariot antar en lyckad och hållbar försäljningstillväxt i framtida utlandssatsningar. Med ett gångbart varumärke kan bolaget dessutom upprätthålla högre marginaler och tillväxt under perioden 2014-2017.
- Mr Green kommer med en utpräglad mobilnischfokus växa snabbare än marknaden en tid framöver samt att bolagets marginaler stegvis kommer närma sig konkurrenternas långsiktiga marginal.
- I scenariot kan bolaget uppnå en marknadspenetration om 6,5 procent i Europa vid 2018 vilket leder till en försäljning om ca 2.1 miljarder år 2018. 2018 förväntas även den mobila penetrationen i Europa försvagas vilket leder till sämre tillväxt då den uppgår till över 78 procent att jämföra med 2013 års 52 procent. Garbo etableras väl i sin nischmarknad som bidrar till en högre tillväxt efter 2016. Social Thrills räknas fortfarande inte in i tillväxten eller eventuell försäljning.
- Bolaget förväntas nå mognadstadiet 2018 då konkurrensen ökar och den mobil tillväxten minskar. Vidare sänker de pågående omregleringarna sänker marginalerna över tid och tillväxten på kort

sikt. Vi ger därför utrymme för negativa marginalförändringar men samtidigt höjer på längre sikt.

- Vi antar att utdelningsnivån stegvis kommer att höjas vid mognadsfasen år 2018 och att taxeringen kommer gradvis minska till 5-6 procent nivån likt konkurrenterna.
- En genomsnittlig omsättningstillväxt på 21 procent under perioden 2014-2022 antas. Under perioden 2014-2017 antas en högre omsättningstillväxt om 31 procent.
- Rörelsemarginalen uppgår till i genomsnitt 15 procent mellan 2014-2022 och 19 procent för perioden 2018-2021.
- Diskonteringsräntan är satt till 10,2 procent som resulterar i ett aktievärde om 61 kr. Sannolikheten för att utfallet inträffar bedömer vi vara 60 procent.

Bull Case Scenario – 118 kronor

- Diskonteringsräntan är satt till 10,2 procent som resulterar i ett aktievärde om 61 kr. Sannolikheten för att utfallet inträffar bedömer vi vara 60 procent.
- I ett lyckat scenario kommer Mr Green växa snabbare än marknaden genom deras välanpassade mobillösningar samt effektiv marknadsföring. Nischprojekten hjälper till att binda nya kunder utan större investeringar de närmast kommande åren och skapar synergier i verksamheten. Bolaget byter lista till NASDAQ OMX Mid CAP redan i början av nästa år vilket gör att bolaget prissätts närmare konkurrenterna.
- Mobillösningar kompletterar väl PC marknaden och samtidigt fortsätter övergången från fysiska spelbutiker till nätkasino. Bolaget lyckas även upprätthålla samma marginalnytta för de kostnader som uppkommer för att binda nya kunder samt oetablerade marknader.
- I scenariot lyckas bolaget ta 8 procent av den förväntade onlinecasinomarknaden i Europa år 2018.
- Social Thrills, Garbo samt eventuella nya projekt förväntas öka tillväxten under perioden 2018 – 2022 som delvis kompenserar för negativa regulatoriska utfall.
- Bolaget bibehåller sina marknadsföringskostnader på en hög nivå tills 2017 då bolaget börjar trappa dessa kostnader stegvis till 30 procent.
- I genomsnitt uppgår omsättningstillväxten till 28 procent per år mellan perioden 2014-2022 och 44 procent för perioden 2014-2017.
- Vi antar en högre genomsnittlig rörelsemarginal på 20 procent under perioden 2014-2022.
- Vi antar även att utdelningsnivån stegvis kommer höjas vid mognadsfasen år 2018 och taxeringen kommer gradvis minska till 5-6 procent nivån likt konkurrenterna.
- Diskonteringsräntan är satt till 10,2 procent sannolikheten för scenariot beräknas till 25 procent. Det ger ett sammanvägt värde på 118 kronor per aktie.

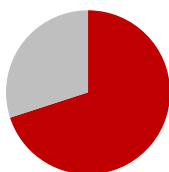
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

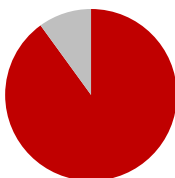
Inga ratingförändringar har genomförts under kvartalet.

Ledning 7,0p



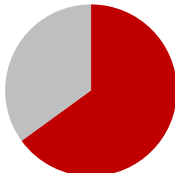
Vi har ett högt förtroende för ledningen och de tidigare erfarenheter och kompetens som beslutsfattare har stämmer väl överens med bolagets verksamhet. Även fast ledningen levererar god tillväxt och lönsamhet vill vi se mer transparens, vart bolaget är på väg, och prognoser.

Ägarskap 9,0p



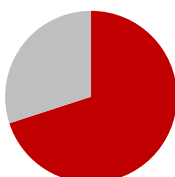
Vi ser positivt på stort ägande av flera privatpersoner och den mycket relevanta erfarenhet ägarna har i bolaget. Vi tror dock att bolaget skulle må bra av att ha en institutionell ägare som kompletterar ägarbild.

Tillväxtutsikter 6,5p



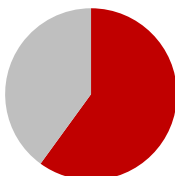
Försäljningsmodellen är skalbar och lönsam. Vi tror även att den underliggande marknaden kommer fortsätta att växa och att unika varumärke samt mobila strategi ger en viss fördel i förhållande till konkurrenter. Det vi ställer oss tveksamma till är hur Mr Green och andra aktörer ska behålla vinstmarginaler och tillväxt på sikt när fler och fler aktörer kommer in på marknaden.

Lönsamhet 7,0p



Kassaflödet är mycket starkt och vi ser inga tecken på att bolaget binder mer kapital än vad som behövs. Den stora goodwill posten drar ner nyckeltalen något vilket gör att bolaget inte får full poäng. Dock ser vi inte någon risk för detta i nuläget.

Finansiell styrka 6,0p



Bolaget är skuldfritt och har en stark kassa som förväntas växa i takt med försäljningstillväxten med hög soliditet. Anledningen till det relativt lägre betyget beror på Mr Green storlek och den politiskt osäkra spelmarknaden som bolaget verkar på.

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	483	659	880	1 137	1 399
Summa rörelsekostnader	-381	-636	-723	-895	-1 092
EBITDA	102	23	157	242	307

Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-37	-54	-70	-77	-83
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	65	-31	87	165	224

Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	65	-31	87	165	224

Skatt	-6	3	-5	-10	-13
Nettoreultat	59	-28	82	155	210

Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
---------------	------	------	-------	-------	-------

Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	111	155	154	155	257
Kundfordringar	15	5	7	9	11
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1	6	6	6	6
Summa omsättn.	127	166	167	170	274

<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	6	4	4	6	7
Finansiella anl.tillg.	19	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	4	0	0	0	0
Goodwill	446	462	462	462	462
Imm. tillg. vid förväv	298	278	278	278	278
Övr. immater. tillg.	47	103	107	108	112
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	820	847	852	854	859
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0

Summa tillgångar	947	1013	1020	1025	1133
-------------------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Skulder

<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	23	48	55	53	56
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	64	72	65	68	72
Summa kort. skuld	87	119	120	122	128

Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	109	105	105	105	105
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	196	224	226	227	233

Uppskj. skatteskuld	8	8	8	8	8
Avsättningar	0	110	80	0	0
Eget kapital	744	671	706	790	893
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	744	671	706	790	893

Summa skulder och E. Kap.	947	1013	1020	1025	1133
----------------------------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
------------------	------	------	-------	-------	-------

Omsättning	483	659	880	1 137	1 399
Sum rörelsekost.	-381	-636	-723	-895	-1 092
Avskrivningar	-37	-54	-70	-77	-83
EBIT	65	-31	87	165	224
Skatt på EBIT	-6	3	-5	-10	-13
NOPLAT	59	-28	82	155	210

Avskrivningar	37	54	70	77	83
Bruttokassaflöde	97	26	152	232	294

Föränd. i rörelsekap	26	37	-30	-80	4
Investeringar	-55	-74	-75	-79	-88

Fritt kassaflöde	68	-11	46	73	209
-------------------------	-----------	------------	-----------	-----------	------------

Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
-----------------	------	------	-------	-------	-------

Soliditet	79%	66%	69%	77%	79%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-111	-155	-154	-155	-257
Sysselsatt kapital	614	516	552	634	636
Kapit. oms. hastighet	0,5	0,7	0,9	1,1	1,2

Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
----------	------	------	-------	-------	-------

Försäljningstillväxt	52%	36%	33%	29%	23%
VPA-tillväxt (just)	96%	21%	14%	89%	36%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
---------------	--	-------------------	--

WACC	10,2 %	NPV FCF (2015-2017)	267
		NPV FCF (2018-2024)	998
		NPV FCF (2025-)	754
		Rörelsefrämjade tillgångar	155
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	2174

Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	61
Genomsn. förs. tillv.	9,7 %	Börskurs, SEK	39,5
EBIT-marginal	14,2 %		

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
-----------	------	------	-------	-------	-------

ROE	8%	-4%	12%	21%	25%
ROCE	9%	-4%	13%	22%	27%
ROIC	9%	-5%	16%	28%	33%
EBITDA-marginal	21%	3%	18%	21%	22%
EBIT-marginal	13%	-5%	10%	15%	16%
Netto-marginal	12%	-4%	9%	14%	15%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
----------------	------	------	-------	-------	-------

VPA	1,65	-0,78	2,29	4,33	5,87
VPA just	1,65	2,01	2,29	4,33	5,87
Utdelning	1,30	1,30	2,00	3,00	4,00
Nettoskuld	-3,10	-4,32	-4,31	-4,34	-7,17
Antal aktier	35,85	35,85	35,85	35,85	35,85

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
-----------	------	------	-------	-------	-------

Enterprise Value	1 287,0	1 261,1	1 261,6	1 260,6	1 159,1
P/E	23,6	19,7	17,3	9,1	6,7
P/S	2,9	2,1	1,6	1,2	1,0
EV/S	2,7	1,9	1,4	1,1	0,8
EV/EBITDA	12,6	55,2	8,0	5,2	3,8
EV/EBIT	19,8	-40,5	14,5	7,6	5,2
P/BV	1,9	2,1	2,0	1,8	1,6

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15e
--------------------	--	-------------	--------

1 mån		Omsättning	34,9 %
3 mån		Rörelseresultat, just	15,90 %
12 mån		V/A, just	17,6 %
Årets Början		EK	-2,6 %

Aktistruktur %	Kapital
----------------	---------

Hans Fajerson	19,9 %
Henrik Bergquist	18,7 %
Fredrik Sidfalk	12,0 %
Martin Trollborg	5,5 %
Mikael Pawlo	5,0 %
Guntis Brands	3,1 %
Tommy Trollborg	2,8 %
Karl Trollborg	2,7 %
Henrik Stridsman	1,7 %
Anette Rasch	1,5 %

Aktien	
--------	--

Reuterskod	MRG.ST
Lista	Aktietorget
Kurs, SEK	39,5
Antal aktier, milj	35,8
Börsvärde, MSEK	1416,1

Bolagsledning & styrelse	
--------------------------	--

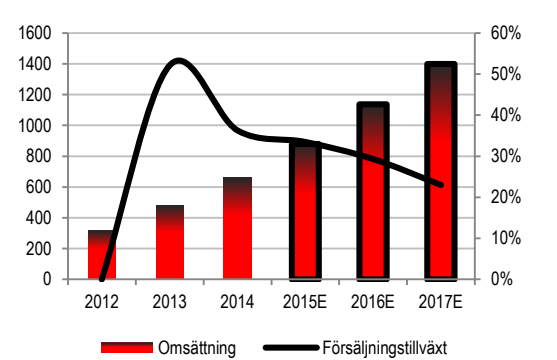
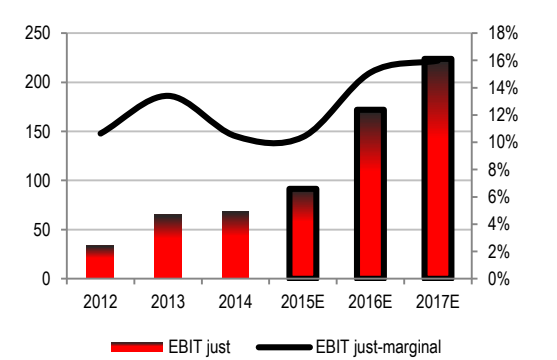
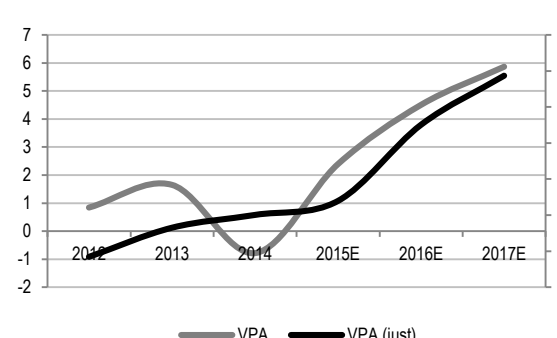
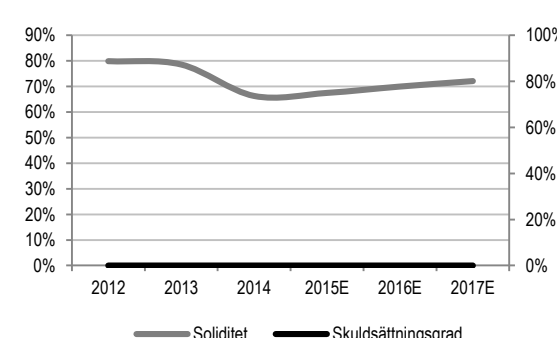
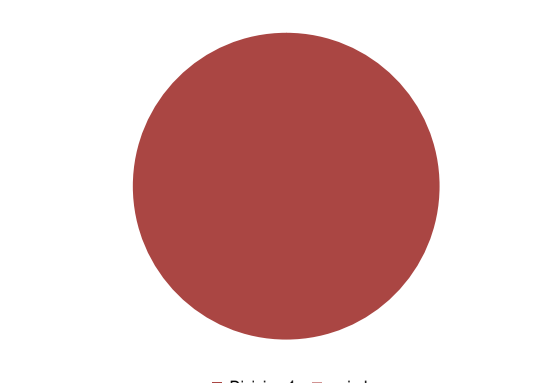
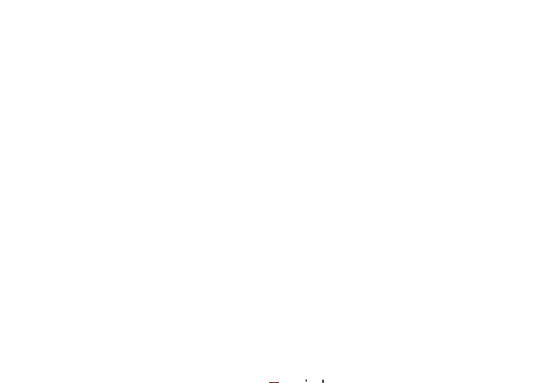
VD	Per Norman
CFO	Simon Falk
IR	
Ordf	Tommy Trollborg

Nästkommande rapportdatum	
---------------------------	--

Q2 report	August 14, 2015
Q3 report	November 06, 2015

Analytiker	Redeye AB
------------	-----------

Philip Skogby	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
Philip.skogby@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~300</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~450</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~650</td> <td>~40%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~850</td> <td>~35%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~1100</td> <td>~30%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~1400</td> <td>~25%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2012	~300	~0%	2013	~450	~55%	2014	~650	~40%	2015E	~850	~35%	2016E	~1100	~30%	2017E	~1400	~25%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~30</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~60</td> <td>~14%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~65</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~90</td> <td>~12%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~170</td> <td>~16%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~220</td> <td>~17%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2012	~30	~10%	2013	~60	~14%	2014	~65	~10%	2015E	~90	~12%	2016E	~170	~16%	2017E	~220	~17%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	~300	~0%																																									
2013	~450	~55%																																									
2014	~650	~40%																																									
2015E	~850	~35%																																									
2016E	~1100	~30%																																									
2017E	~1400	~25%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	~30	~10%																																									
2013	~60	~14%																																									
2014	~65	~10%																																									
2015E	~90	~12%																																									
2016E	~170	~16%																																									
2017E	~220	~17%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~0.8</td> <td>~-0.5</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~1.8</td> <td>~0.2</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~0.2</td> <td>~0.5</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~2.5</td> <td>~1.0</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~5.0</td> <td>~4.0</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~6.5</td> <td>~5.5</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2012	~0.8	~-0.5	2013	~1.8	~0.2	2014	~0.2	~0.5	2015E	~2.5	~1.0	2016E	~5.0	~4.0	2017E	~6.5	~5.5	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>~80%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>~80%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~65%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>~70%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~75%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~75%</td> <td>~0%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	~80%	~0%	2013	~80%	~0%	2014	~65%	~0%	2015E	~70%	~0%	2016E	~75%	~0%	2017E	~75%	~0%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2012	~0.8	~-0.5																																									
2013	~1.8	~0.2																																									
2014	~0.2	~0.5																																									
2015E	~2.5	~1.0																																									
2016E	~5.0	~4.0																																									
2017E	~6.5	~5.5																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	~80%	~0%																																									
2013	~80%	~0%																																									
2014	~65%	~0%																																									
2015E	~70%	~0%																																									
2016E	~75%	~0%																																									
2017E	~75%	~0%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
 <p>Division 1</p>	 <p>period</p>																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Philip Skogby äger aktier i bolaget: Ja</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>MR GREEN & CO är ett investeringsbolag inriktat mot nätspel. Det huvudsakliga innehavet är Mr Green Ltd (härefter Mr Green) som är ett online casino med runt 200 spel på sju olika språk. Omsättningen uppgick 2014 till 659 MSEK.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2015-05-13)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	33	11	7	17
3,5p - 7,0p	54	38	65	30	31
0,0p - 3,0p	2	7	2	41	30
Antal bolag	78	78	78	78	78

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.