



UPPDRAGSANALYS  
31 maj 2018

# NET GAMING EUROPE

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

Lillebror spöar storebror .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Investment Case .....	4
Prognoser och värdering.....	5
Peer-värdering .....	7
DCF-värdering.....	8
Risker .....	9
Disclaimer.....	11

# Lillebror spöar storebror

**Net Gaming Europe resa fortsätter med god tillväxt till bra EBITDA-resultat. Under första kvartalet redovisades en bra organisk tillväxt om tio procent till en EBITDA-marginal om 69 procent, väl över storebror Catena Medias nivå. Vi ser uppsida i aktien.**



Net Gaming Europe är numera ett renodlat affiliate-bolag med fokus på iGaming (spel som casino och poker online). Nyligen breddades fokus med affiliateverksamhet inom finans (FX och CFD:er) och

sports betting. Under helåret 2017 uppvisades en tillväxt om 247 procent drivet av förvärvet av Highlight Meda. EBITDA resultatet på helåret kom in på 106,6 miljoner kronor motsvarande en marginal om 63 procent.

Första kvartalet 2018 blev stark. Nettointäkterna kom in på 43,9 miljoner kronor, tre procent över vår förväntan. Affiliate-verksamheten växte med 10 procent organiskt, år till år, och med 15 procent inkluderat förvärv. Vi hade gärna sett en positiv sekventiell tillväxt, men den blev negativ. Samtidigt har säsongsvariationer rimligtvis hämmat denna då det första kvartalet tenderar att vara det svaga kvartalet. EBITDA-marginalen fortsätter att imponera och landade för det gångna kvartalet som redovisat på 69 procent. Beräknat på nettointäkter landade marginalen på 62 procent vilket var fyra procentenheter över vår förväntan. Net Gaming fortsätter även att spöa storebror, Catena Media. Den stora skillnaden mot våra prognoser återfanns i marknadsföringskostnader i stor utsträckning är hänförlig till operatörsverksamheten. Då denna numera är konverterad till affiliateverksamhet kommer denna post inom en snar framtid att reduceras något. Dock kommer de direkta kostnaderna rimligtvis att öka allt eftersom satsningen mot paid media (betald annonsyta) får effekt. Kostnaderna för lån faller med nya finansieringsvillkor vilket förbättrar resultatet på sista raden. Med en stark kvartalsrapport och annonserade förvärv (DACH-regionen) justerar vi upp våra tillväxtantaganden liksom prognostiserad lönsamhet för årets resterande kvartal. I basscenariot beräknar vi ett motiverat pris per aktie om 15,1 (12,7) kronor. Utestående in-the-money konvertibler har reducerats till motsvarande 4,8 miljoner aktier. Konverteringar kan därmed fortsätta att temporärt pressa aktien.

## Utfall och prognoser, Basscenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Totala nettointäkter		49	170	201	233	269
EBITDA		14	103	135	148	149
EBT		4	17	95	115	116
Implicit EV/Sales		27,4x	7,9x	6,7x	5,8x	5,0x
Implicit EV/EBITDA		98,2x	13,0x	10,0x	9,1x	9,0x

Lönsamhet beräknat på nettointäkter. Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

## UPPDATERING NET GAMING EUROPE 31 maj 2018

Datum: 31 maj 2018  
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Net Gaming Europe AB  
Lista: AKTIETORGET  
Vd: Marcus Teilman  
Styrelseordförande: Henrik Kvick  
Marknadsvärde: 744 MSEK  
Senast: 10,5 SEK  
Kort om NGE: Net Gaming Europe är ett affiliate-bolag inom iGaming.  
Grundanalys: Läs senast uppdaterade grundanalys [här](#).

Möjligheter och styrkor: Under de fyra gångna kvartalen har bolaget med nuvarande struktur visat upp en stark organisk tillväxt väl över marknaden.

Affiliate-segmentet avser att lansera produkter inom betting. Nyckelpersoner är rekryterade samtidigt som VM fotboll går av stapeln i juni 2018. Bolaget har dock inte kommunicerat någon tidpunkt för lansering.

Bolaget har utrymme att genom låna agera på potentiella förvärvsmöjligheter.

Operatörsverksamheten kan addera värden om skutan vänds.

Risker och svagheter: Operatörsverksamheten har negativ tillväxt. Resultat tynger koncernens marginalerna en aning.

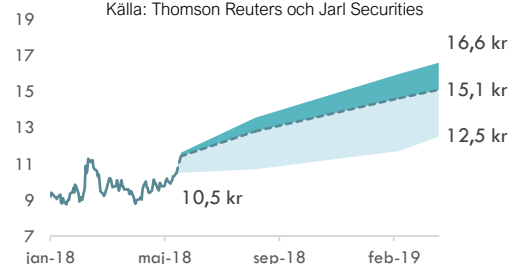
Med satsningen inom Paid Media och betting är det inte orimligt att marginalerna kommer ner under de kommande kvartalen.

Motsvarande cirka 4,8 miljoner aktier finns utestående i deep-in-the-money konvertibler. Inlösen av dessa kan skapa ett temporärt säljtryck.

Värdering: Bear 12,5 kr      Bas 15,1 kr      Bull 16,6 kr

## NET GAMING EUROPE

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Koncernchef Marcus Teilman har varit aktiv inom bolaget sedan 2005 och tillträdde vd-posten 2012. Dessförinnan var han bolagets CFO. Marcus har således en god kännedom om både bolaget och marknaden.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Styrelseordförande Henrik Kvick är bolagets största ägare med en ägarandel om 69 procent. Det ökar hans finansiella incitament att agera i aktieägarnas intresse. Bland de tio största ägarna återfinns flera professionella investerarfonder.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget har fortfarande en soliditet om tre procent men samtidigt en hälsosam nettoskuld/ EBITDA (exkluderat spelskulder).

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential



Potentialen är stor med en uppsida om cirka 53 procent. Marknaden konsoliderar och bolaget avser att växa organiskt men även genom förvärv. Detta kan addera ytterligare till de redan höga marginalerna.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



Google kan sätta käppar i hjulen genom beslut som tvingar bolaget att ändra strategi. Konkurrensen är hård och prissättningen relativt transparent vilket på sikt kan leda till prispress. Vidare har bolaget motsvarande cirka 4,8 miljoner aktier utestående i deep-in-the-money konvertibler. Inlösen av dessa kan skapa ett temporärt säljtryck.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Läs senast uppdaterade grundanalys med en mer ingående beskrivning av bolaget och marknaden [här](#).

## Investment Case

Net Gaming Europe AB (bolaget, koncernen, NG eller Net Gaming) är ett affiliate-bolag, alltså prestationsbaserad marknadsföring online, med fokus på iGaming då främst inom vertikalerna casino och poker. Bolaget har även sedan tidigare affiliate-tillgångar inom lån. För helåret 2017 landade nettointäkter på drygt 169 miljoner kronor. Den stora majoriteten av intäkterna är hänförliga till affiliateverksamheten som under 2017 bidrog med cirka 95 procent av de totala intäkterna. Resterande cirka fem procent kom från operatörsverksamheten som numera är konverterad till affiliate-verksamhet. EBITDA-resultatet landade på 107 miljoner kronor och resultat före skatt på 17 miljoner kronor.

Under första och andra kvartalet 2018 breddades verksamheten med sports betting och finans (handel med FX och CFD:er). Betting är den största vertikalen inom iGaming i termer av GGR. Således kan denna vertikal bli en bidragande faktor till framtida tillväxt. Bolaget har stärkt upp organisationen med nyckelpersoner som skall driva satsningen och tajmingen är rimligtvis bra med VM i fotboll som går av stapeln i mitten på juni. Vi tror att denna satsning kan driva tillväxten under den prognostiserade perioden.

Ett ökat nyttjande av Paid Media (köpta annonsutrymmen på Google, Facebook eller liknande) för att i slutändan leverera hög kvalitet på sina leads är en del av bolagets strategi för hållbar tillväxt över tid. Med hög kvalitet syftar vi på genererade leads med hög sannolikhet för konvertering och med hög lojalitet samt som spelar för stora summor pengar. Vi bedömer att det är helt rätt att öka fokus på att kunna leverera högkvalitativa leads. Affiliate-marknadsföring är en stor utgift för speloperatörer och flertalet ser över sina möjligheter att reducera denna kostnad. Rimligtvis är affiliate-bolag som kan leverera högst kvalitet på sina leads de som blir kvar, de andra sållas bort. Samtidigt skall noteras att betalt annonsutrymme generellt har lägre marginaler. Det kommer i sin tur att reducera koncernens marginaler.

Bolagets underliggande marknad, iGaming eller spel online, spås en genomsnittlig tillväxt per år om ~6,7% fram till 2022 enligt H2 Gambling Capital

GGR = Gross Gaming Revenues = Insats minus vinst

Parallellt med den satsning söker bolaget förvärvsmöjligheter inom affiliate-rymden. Då främst dels inom paid media och dels inom sportsbetting. Bolaget har ytterligare utrymme att belåna sig för att finansiera potentiella förvärv. Företagsköp är en mycket intressant strategi för att växa. Det då en stor del av varje extra krona på intäktsräden trillar ner på sista raden i resultaträkningen. Samtidigt är det viktigt att personalen som driver de potentiella förvärvsobjekten blir kvar inom organisationen.

2018 ser ut att bli ett intressant år med en tydlig plan för att låta affiliate-verksamheten fortsätta växa organiskt till höga vinster. I ett basscenario modellerar vi med en hög tillväxt om 25 procent pådrivet av en framgångsrik lansering av finans- liksom sports betting-vertikalen. Bolaget har gjort flera mindre förvärv och det finns ett rimligtvis ett finansiellt utrymme för fler med en nettoskuld över EBITDA för helåret 2018 om 2,2x och en räntetäckningsgrad beräknat som EBITDA-resultat för helåret 2018 över räntekostnader om 3,8x.

Genom att kombinera en kassaflödesmodell med en jämförelsevärdering beräknas ett motiverat pris per aktie om 15,1 kronor för de kommande sex till tolv månaderna i ett basscenario. Konvertering av utestående in-the-money konvertibler kan fortsätta att temporärt pressa aktien. Detta kan vara bra tillfällen att kliva på. I ett mer offensivt scenario, bull-scenariot, beräknas ett motiverat värde per aktie om 16,6 kronor och i ett mer defensivt bear-scenariot hamnar vi på 12,5 kronor per aktie.

### Motiverat värde per aktie, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL	Vikt
Multipelvärdering, kronor per aktie	13,8	15,6	16,0	60,0%
DCF-värdering, kronor per aktie	10,6	14,3	17,5	40,0%
Motiverat pris per aktie, kronor	12,5	15,1	16,6	
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,5 kr)	19%	43%	58%	
EV/Sales, 2018P	6,3x	6,7x	6,9x	
EV/EBITDA, 2018P	9,4x	10,1x	10,9x	

Källa: Jarl Securities

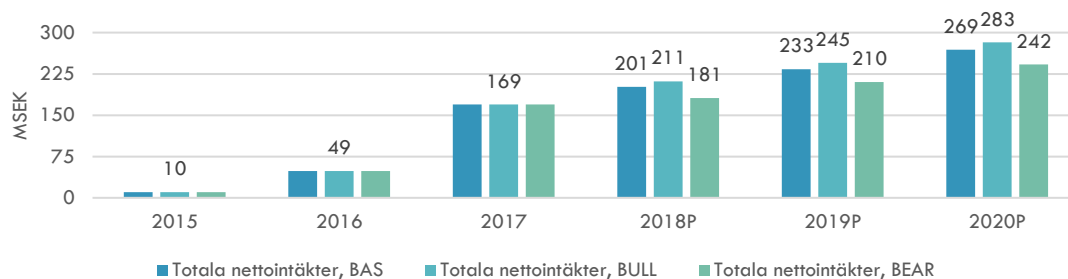
## Prognoser och värdering

Under det första kvartalet 2018 redovisades nettointäkter om 43,9 miljoner kronor vilket motsvarar en tillväxt om sju procent kvartal över kvartal. Nettointäkterna överskred våra förväntningar med tre procent.

På koncernnivå hämmades tillväxten av den numera nedlagda operatörsverksamheten vars bidrag under det gångna kvartalet var 0,8 miljoner kronor – en negativ tillväxt om 78 procent. Med anledning av det strategiska beslutet att renodla verksamheten modellerar vi framledes med noll i intäkter från operatörsverksamhet. Affiliateverksamheten genererade nettointäkter om 43,1 miljoner kronor och växte därmed med 15 procent kvartal över kvartal. Den organiska tillväxten uppgick till tio procent. Med bra organisk tillväxt och

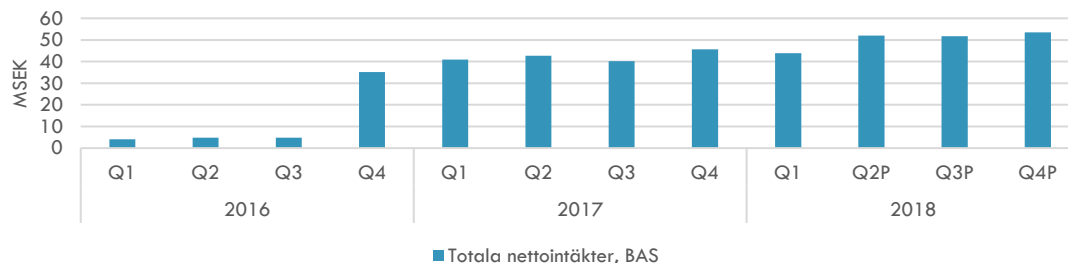
ytterligare genomförda förvärv för att stärka positionen i Europa höjer vi intäktsprognoserna för årets resterande tre kvartal. Vi tror även att satsningen inom finans och sports betting kan bidra med tillväxt med en start redan under innevarande kvartal. Grafen nedan visar antagna nettointäkter på årsbasis i tre scenarion samt kvartalsvisa nettointäkter i basscenariot.

### Historiska och prognostiserade nettointäkter på årsbasis, tre scenarion



Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

### Historiska och prognostiserade nettointäkter på kvartalsbasis, basscenario



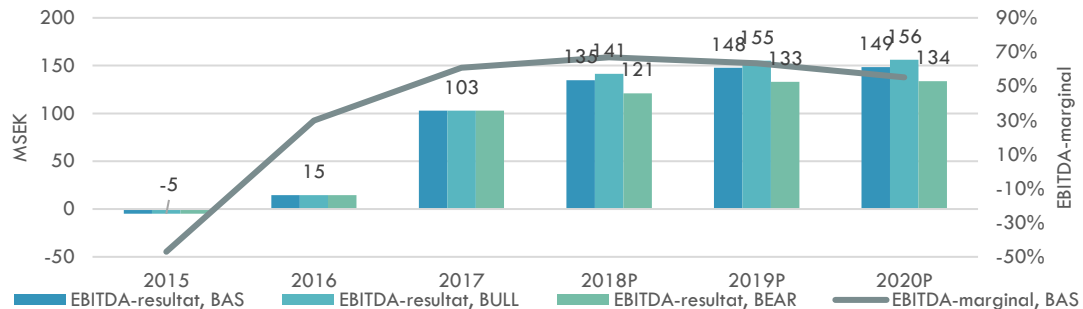
Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

EBITDA-resultatet beräknat på nettointäkter landade på 27,3 miljoner kronor vilket motsvarar en EBITDA-marginal beräknat på nettointäkter om höga 62 procent. Net Gaming slog därmed våra förväntningar om 58 procent liksom storebror Catena Media vars justerade EBITDA-marginal under första kvartalet 2018 uppgick till 52 procent.

Den stora avvikelserna mot vår prognos kan härledas till de reducerade marknadsföringskostnaderna. Med en avvecklad operatörsverksamhet kommer rimligtvis dessa att mer eller mindre omgående komma ner till noll. Samtidigt är vår bedömning att de nyligen lanserade vertikalerna, finans och sports betting, kommer att öka de direkta kostnaderna relaterat inköp av annonsutrymmen. Samtidigt tror vi att dessa kostnader relativt intäkterna i små steg lär minska allt eftersom betting-vertikalen klättrar i SEO rankingen och ökar den organiska besöksstrafiken.

Grafen nedan visar historiska och prognostiserade EBITDA-resultat på årsbasis i tre scenarion liksom på kvartalsbasis för basscenariot.

### Årsvisa historiska och prognostiserade EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Net Gaming Europe och Jarl Securities

En positiv men väntad utveckling är den i resultat före skatt som för det första kvartalet 2018 landade på 18,4 miljoner beräknat på nettointäkter. Räntekostnaderna minskade till 9,8 miljoner kronor från 11,5 miljoner kronor samma kvartal föregående år. Lägre ränta på obligationslånet om 350 miljoner kronor är den bidragande faktorn. Vi förväntas oss än lägre räntekostnader under andra kvartalet efter konvertering av ytligare motsvarande 12 miljoner kronor av utestående konvertibellån. Av detta kvarstår 21,5 miljoner kronor motsvarande 4,8 miljoner aktier.

### Peer-värdering

För att uppskatta ett motiverat pris per aktie har vi utgått från en multipelvärdering. Denna har vi kompletterat med en DCF-värdering. I vår jämförelsevärdering har vi tittat på åtta stycken iGaming-bolags EV/Sales- och EV/EBITDA-multiplar för prognostiserat helår 2018. Dessa multiplar har vi sedan applicerat på våra prognostiserade siffror för motsvarande poster för Net Gaming helåret 2018.

De inkluderade bolagen är B2B-leverantörer (exempelvis affiliatebolag, spelutvecklare och plattformslieferantörer) inom iGaming sektorn. Med anledning av bolagets strategiska beslut att konvertera operatörsverksamheten till affiliate-verksamhet har vi också exkluderat operatörer från jämförelsegruppen. Inkluderade bolag ä dock fortfarande långt från en exakt match och skiljer sig i både verksamhet och storlek. I jämförelsevärderingen har vi därför viktat jämförelsegruppens konstituenten och allokerat en högre vikt till de bolag som vi bedömer vara mest lik Net Gaming. Dessa är Catena Media och XLMedia.

I jämförelsevärderingen beräknar vi ett pris per aktie om 15,6 kronor i basscenariot. Motsvarande siffror i bull- och bear-scenariot är 16,0 kronor per aktie respektive 13,8 kronor per aktie. Se tabell nedan.



### Multipelvärdering, tre scenarion

	EV/Sales, 2018P	EV/EBITDA, 2018P	Vikt	Viktad EV/Sales	Viktad EV/EBITDA	Market Cap, MSEK
Catena Media PLC	8,2x	15,4x	40,0%	3,3x	6,2x	7 914
XLMedia PLC	3,2x	9,8x	20,0%	0,6x	2,0x	4 548
Kambi Group PLC	4,0x	13,7x	6,7%	0,3x	0,9x	3 332
Playtech PLC	3,4x	8,5x	6,7%	0,2x	0,6x	30 294
Gaming Innovation Group Inc	3,1x	15,4x	6,7%	0,2x	1,0x	4 986
NetEnt AB (publ)	5,6x	12,2x	6,7%	0,4x	0,8x	10 772
Evolution Gaming Group AB (publ)	7,8x	17,7x	6,7%	0,5x	1,2x	19 334
Kambi Group PLC	4,0x	13,7x	6,7%	0,3x	0,9x	3 332
			Viktat genomsnitt	5,8x	13,5x	
	<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>			
Totala nettointäkter, 2018P	181	201	211			
EBITDA, 2018P	121	133	134			
EV/Sales: Implicit EV, NG 2017P	1 050	1 166	1 224			
EV/EBITDA: Implicit EV, NG 2017P	1 639	1 801	1 810			
Implicit EV (genomsnitt), NG	1 345	1 484	1 517			
Nettoskuld dec-2018, MSEK	-273	-273	-273			
Aktievärde NG 2018P	1 071	1 211	1 244			
Antal aktier, inkluderat konvertibler	77,8	77,8	77,8			
Värde per aktie	13,8	15,6	16,0			
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,5 kr)	31%	48%	52%			

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Nettoskulden beräknas till minus cirka 280 MSEK per den 31 december 2018. Kassen som per den 31 mars 2018 uppgick till 129 miljoner kronor är uppjusterad med antaget kassaflöde för 2018. Denna är sedan reducerad med ett belopp motsvarande kvarvarande del av earn out-komponenter (cirka 55 och 24 miljoner kronor) för förvärv av HLM och affiliate-tillgångar med fokus i Norden och Storbritannien. Nettoskulden inkluderar inte spelskulder.

Antalet utestående aktier beräknas till cirka 77,8 miljoner stycken. Till befintligt antal utestående aktier har vi adderat en väntad konvertering av utestående konvertibler. Dessa är deep-in-the-money och vi betraktar dem således som aktier (4,8 miljoner stycken). Vi har även ökat antalet aktier med en eventuell emission (1,2 miljoner stycken) hänförligt till tidigare nämnda earn out-komponent. Vi har även tagit höjd för utspädning från utestående personaloptioner (1,2 miljoner aktier).

### DCF-värdering

Som komplement till vår multipelvärdering har vi även gjort en DCF-värdering. Som framgår modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxt om ~10,9% för perioden 2018 till 2020. Med vår DCF-modell beräknar vi ett värde per aktie om ~13,7 kronor. Nedjusterade prognoser rörande EBITDA-marginaler orsakar tappet relativt tidigare analys.

Diskonteringsräntan är beräknad till omkring cirka 8,4 procent. Den riskfria räntan är antagen till 0,9%. I linje med PWCs "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från mars 2018 är marknadspremien satt till 6,4 procent och småbolagspremien är satt till 2,1 procent (interpolerat). Den genomsnittliga räntan efter skatteeffekter är antagen till cirka 4,9 procent. Beta är antagen till 1,1. Motiverat värde per aktie

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie har vi kombinerat de två värderingsmetoderna. Multipelvärderingen har en vikt om 60 procent och DCF-värderingen har en vikt om 40 procent.

Vi beräknar ett motiverat pris per aktie om 14,3 kronor för de kommande sex månaderna i basscenariot. Motsvarande siffra i bull-scenariot är 17,5 kronor per aktie och i bear-scenariot 10,6 kronor.

### DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	8,4%	8,4%	8,4%
Långsiktig tillväxt	2,0%	2,0%	2,0%
CAGR, 2018 - 2020	12,6%	16,7%	19%
Långsiktiga EBITDA-marginaler	45,0%	50,0%	55%
Rörelsevärde (EV), MSEK	996	1 282	1 528
Andel restvärde av EV	81,1%	83,5%	85,4%
Justerad kassa	101,8	101,8	101,8
Skuld	-273	-273	-273
Aktievärde, MSEK	825	1 111	1 358
Antal aktier, miljoner	77,8	77,8	77,8
Pris per aktie	10,6	14,3	17,5
Upp-/nedsida relativt senast betalad (10,5 kr)	1%	36%	66%
EV/Sales, 2018P	5,5x	6,4x	7,2x
EV/EBITDA, 2018P	8,2x	9,6x	11,4x

Källa: Jarl Securities

### Risker

Det finns ett antal faktorer som kan utgöra eller utgör risker för Net Gamings verksamhet som står utom bolagets kontroll. Nedan nämns några.

Som tidigare nämnts är villkoren under respektive intäktsmodell för affiliate-verksamheten kundspecifika, och varierar således från avtal till avtal. Då affiliate-marknadsföring är en vanligt förekommande marknadsföringskanal inom flertalet branscher med många aktörer borde prissättningen vara någorlunda transparent och på sikt komma ner från dagens höga nivåer. Vidare förhandlas avtalen om löpande och marginaler kan således skifta relativt snabbt – då bolaget främsta intäktskälla är CPA.

Google och andra sökmotorer har en stor makt. Exempelvis kan affiliate-sajter tvingas ner i sökordningen. I ett sådant fall kan affiliate-bolag snabbt justera upp annonseringsbudgeten och öka den betalda trafiken till sidan. Dock skulle marginalerna rimligtvis komma ner i ett sådant scenario. Ökat fokus på Paid Media fungerar som en hedge mot en sådan händelse.

Reglering av marknader eller förändringar (eller skapande) i regelverk för operatörsverksamhet och/eller affiliate-verksamhet kan både hämma och skapa tillväxtmöjligheter. Storbritannien har legat i framkant och som tidigare nämnts är denna marknad i dag en av de största. Exempelvis kan en reglering ge nya kunder samtidigt som konkurrensen från andra marknadsföringskanaler ökar. Skatt är ytterligare en viktig del. Skattemodeller för speloperatörer i olika jurisdiktioner liksom skattesatser varierar. På kontrollerade marknader finns ett antal olika skattemodeller – som procentuell andel av bruttopelsintäkten (GGR), insatt belopp eller på omsättning. Vidare kan licensavgift också ses som en form av skatt och kombinationer förekommer givetvis. Förändringar i skatter kan således förändra speloperatörernas marknadsföringsbudgetar. En separat skatt för affiliate-verksamheter med fokus på iGaming finns till vår vetskap inte i dag men kan heller inte uteslutas.

Marknaden konsoliderar och det är viktigt att NG kan växa sig starka. Det finns en risk för att fler operatörer följer Sky och gör sig av med mindre aktörer som operatören i fråga inte anser sig kunna "kontrollera".

Vidare finns det en risk för att marknaden på sikt söker sig allt mer till Paid Media (där exempelvis XLMedia är starka). Det då denna typ av affiliateverksamhet tenderar att ha en högre konverteringsgrad. Det skulle rimligtvis orsaka både fallande intäkter och pressade marginaler. Samtidigt har bolaget genom det senaste förvärvet tagit ett första steg mot att positionera sig inom denna typ av affiliate-verksamhet.

Ägare av konvertibler har en möjlighet att konvertera dessa till motsvarande 4,8 miljoner aktier. Konvertering kan skapa ett säljtryck i aktien.

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikerna Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.