

## United Media – Bingo!

*United Media är i nuläget en av Sveriges större aktörer inom onlinebingo. Bingo har en stark tradition i Sverige, men omsättningen för landets bingohallar fortsätter att sjunka. Istället är det onlinebingo som har tagit över stafettpinnen. Onlinebingo har visat sig vara en relativt konjunkturokänslig verksamhet, som trots detta erbjuder uppemot tvåsiffrig tillväxt för marknaden som helhet. United Media har under de senaste åren vuxit kraftigt genom förvärv såväl som organiskt. Den stabila kostnadsbasen gör att förvärv av andra aktörer medför höga synergieffekter, något bolaget fortsatt kommer att utnyttja. Trots sin tillväxtprofil har United Media redan idag sunda marginaler i verksamheten.*

*Vår DCF-analys ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket innebär en potential på drygt 70% från dagens aktiekurs. Våra prognoser för räkenskapsåren 2012 och 2013 ger P/E-tal på 7,2 respektive 6,8. Innan 2012 års slut kommer United Media dessutom att vara skuldfritt, och i början på 2013 kommer tilläggsköpeskillingen för ett förvärv gjort under 2011 att vara slutbetald. Detta kommer att stärka resultat såväl som kassaflöde. EV/EBITDA beräknas till 4,8 och 3,8 för 2012 respektive 2013.*

<b>Antal aktier</b>	22 827 134
<b>Notering</b>	AktieTorget
<b>Styrelseordförande</b>	Hans Liljeblad
<b>Webb</b>	<a href="http://www.unitedmedia.se">http://www.unitedmedia.se</a>
<b>Market Cap</b>	18,3 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Hög

## Beskrivning av verksamheten

United Media är en spelbolagskoncern med i nuläget 310 000 registrerade kunder. Huvudfokus för koncernen ligger på onlinebingo, men man driver även två casino-sajter. De sajter som kontrolleras av United Media är happybingo.com, lyckobingo.com, lyckocasino.com och carolacasino.com. Detta gör koncernen till en av de större aktörerna inom onlinebingo på den svenska marknaden. Bolagets bingosajter ingår i ett nätverk som drivs av det internationella företaget St Minver, och sajterna drivs även under den marknadsföringslicens som detta företag förfogar över. St Minver ansvarar för produktutveckling samt drift och underhåll av sajterna. Det innebär exempelvis uppdatering av den programvara som sajten är uppbyggd kring. St Minvers bingonätverk går under namnet GTECH G2 och är den största plattformen för onlinebingo i Europa. Sådana samarbeten möjliggör högre likviditet, större jackpots och högre prispengar.

United Media listades på AktieTorget under juli månad i år, vilket emellertid inte föregicks av någon nyemission. Trots detta har United Media cirka 500 aktieägare. Huvudsyftet med listningen var att underlätta förvärv av ytterligare aktörer inom onlinebingo samt stärka marknadsföringen av bolaget och de egna sajterna. Förvärv av andra aktörer, alternativt deras kundbaser, är en uttalad strategi vilket utnyttjar de starka stordriftsfördelar som kan nås i en verksamhet av det här slaget. Ytterligare en strategi är breddandet av produktutbudet till exempelvis casino. Detta utnyttjar den redan befintliga kundbasen och skapar högre lojalitet. Så sent som 2011 förvärvades de tre sajterna minbingo.com, lyckobingo.com samt lyckocasino från Keynote Media Groups dotterbolag PSI Bingo Ltd. Den fasta köpeskillingen uppgick till 3 MSEK, baserat på en serie variabler kan en tilläggsköpeskillning komma att betalas ut. Denna beräknas av styrelsen i United Media kunna uppgå till cirka 3 MSEK, och kommer att vara slutbetalad i början på 2013.

Idag är United Media enbart verksam i Sverige, men rent tekniskt är det väldigt enkelt att gå in på en ny marknad vilket talar för att detta kommer att ske när bolaget känner att den svenska marknaden börjar bli mättad. Exempel på intressanta marknader är då Östeuropa, Finland, Italien och Spanien.

### Bingomarknaden

Bingomarknaden består idag av två delar, fysiska bingohallar och onlinebingo. Onlinebingo har vuxit kraftigt de senaste åren samtidigt som spel i bingohallar fortsätter att sjunka. I nuläget finns det knappt 100 bingohallar i Sverige. Omsättningen för bingohallar har sjunkit stadigt sedan 90-talet, och år 2005 fick sig branschen ytterligare en känga då rökning förbjöds på restauranger och barer. För några år sedan genomförde Svenska Spel trots detta en satsning på bingohallar som misslyckades totalt, för vilket notan slutade på 300 miljoner kronor. Intresset för bingo har emellertid inte sjunkit, och tillväxten för onlinemarknaden drivs absolut inte enbart av tidigare bingohallsbesökare som nu väljer att spela online. Nya spelare tillkommer konstant, och särskilt stark tillväxt märks bland kvinnliga bingospelare. Just bingo och casino är de två speltyper som växer allra snabbast vad gäller kvinnliga spelare.

Under 2011 stod bingo för 2,6% av den svenska bruttoomsättningen inom spel. Det är dessvärre svårt att uppskatta storleken på den svenska marknaden för onlinebingo. År 2009 uppskattade H2 Gambling Capital att den svenska onlinemarknaden för bingo uppgick till 176 MUSD eller cirka 1,2 – 1,3 miljarder kronor. Uppskattningsvis bör storleken på denna marknad i nuläget ligga i trakterna 1,5 – 1,9 miljarder kronor. Detta åsyftar bruttoomsättningen, således omsättningen innan spelarnas vinst dragits av.

Generellt sett brukar vinsten till spelarna utgöra 95 - 98% av spelarnas insats i onlinebingo.

Den svenska marknaden för onlinebingo är idag en relativt mogen marknad med många aktörer. United Media-koncernen omsätter i nuläget cirka 250 MSEK brutto inom onlinebingo årligen, vilket skulle ge dem en grovt uppskattad marknadsandel på 13 – 17%. Exempel på andra aktörer är Mariabingo, Caliber bingo, Bertil Bingo, Svenska Spel, Betsson Bingo, Guldbingo och 888 bingo. Den största av dessa aktörer är MariaBingo, som sedan 2007 ägs av Unibet.

Framtiden för onlinebingo ser ljus ut, och H2 Gambling Capital förväntar sig att denna marknad kommer att växa med 7,7% globalt fram till 2015. Facebook har även öppnat upp för att aktörer ska få erbjuda bingo inom deras nätverk, vilket kan lyfta tillväxten en aning. Självklart kommer marginalerna att bli betydligt lägre för aktörer som väljer att erbjuda bingo genom Facebook, men det erbjuder en intressant tillväxt- och marknadsföringsmöjlighet. Ett annat område på framväxt är bingo via smartphone och läsplatta. Än så länge har United Media inga lösningar för dessa plattformar, men de två områden som bolaget ser som mest intressanta vad gäller expansionsmöjligheter är just nu mobilbingo samt Facebook.

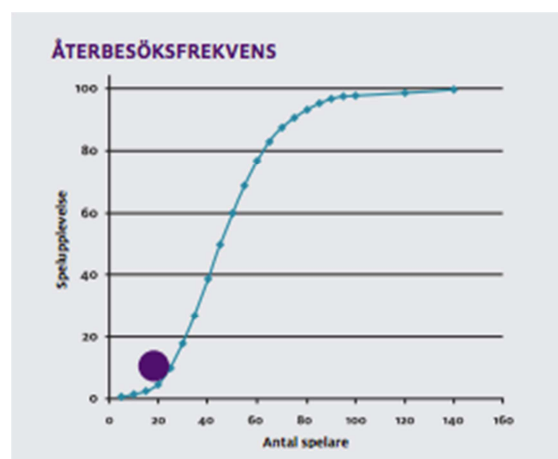
## Axier Review

### Kvartalsrapport Q2 2012

United Media rapporterade en omsättning på 1,8 MSEK för det andra kvartalet 2012. Rörelseresultatet uppgick till starka 564 TSEK trots att cirka 300 TSEK tagits i kostnader för listning av bolagets aktie. Det motsvarar en rörelsemarginal på 31% inklusive listningskostnader, och 48% exklusive dito. För det första halvåret 2012 rapporterades en omsättning på 3,5 MSEK. En viss förstärkning under det andra kvartalet talar för att United Media kan omsätta omkring 7 MSEK för helåret trots att de typiskt sett svaga bingomånaderna juli och augusti ännu inte rapporterats för.

Vid utgången av det andra kvartalet hade United Media räntebärande skulder på 300 TSEK, vilket innebär att bolagets i stort sett kommer att vara skuldfritt innan årets slut. Ett tidigare konvertibellån på 1,2 MSEK kvittades under perioden mot nyemitterade aktier till ett värde av 1 SEK per aktie. Det är cirka 25% över nuvarande aktiekurs. United Media har aggressivt amorterat/kvittat sina räntebärande skulder vilket innebär att kassaflödessituationen framöver kommer att se mycket bättre ut. Detta visar sig tydligt i DCF-analysen, och de redan låga EBITDA-multiplarna. Utöver att räntekostnadssituationen förbättras kommer tilläggsköpeskillingen för köpet av lyckobingo.com samt minbingo.com att vara slutbetalad i början på 2013. Sedan köpet har en rörlig ersättning baserat på de totala fakturerbara intäkterna betalats till säljaren, något som registrerats under övriga externa kostnader. Ersättningen har legat på 30% av de fakturerbara intäkterna, men sjunker den 1 september till 20% för att sedan upphöra helt den 28 februari nästa år.

Efter periodens utgång har United Media varit i kontakt med en mindre onlinebingoaktör i syfte att förvärva dennes kundbas. Att förvärva andra sajters kundbaser är ett mycket bra sätt att effektivisera de



egna resurserna och dra nytta av stordriftsfördelar. Stora synergieffekter nås inom marknadsföring och dessutom har undersökningar visat att spelupplevelsen inom bingo till en början stiger exponentiellt med antalet andra spelare. United Media fortsätter därmed att stärka sin ställning på den svenska marknaden men har under året avyttrat sin danska kundbas till följd av de regleringar som infördes i Danmark den 1 januari 2012. Köparen av den danska kundbasen är Allegro Entertainment LTD, och försäljningen gav ett litet men välkommet tillskott till United Medias kassa.

### Prognos 2012 - 2016

<b>Siffror i TSEK</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Summa intäkter	6 990	7 667	8 357	9 025	9 657
Kostnad sålda varor	-	-	-	-	-
Övriga externa kostnader	-2 187	-2 300	-2 536	-2 689	-2 923
Personalkostnader	-1 143	-1 590	-1 638	-1 687	-1 737
Avskrivningar	-1 048	-1 079	-1 111	-1 145	-1 179
<b>Rörelseresultat</b>	<b>2 612</b>	<b>2 698</b>	<b>3 072</b>	<b>3 505</b>	<b>3 818</b>
Rörelsemarginal	37,5%	35,2%	36,8%	38,8%	39,5%
Ränteintäkter	-0,12	10	10	10	10
Räntekostnader	-34	-	-	-	-
Resultat efter fin. Post	2 577	2 708	3 082	3 515	3 828
<b>Årets resultat</b>	<b>2 449</b>	<b>2 573</b>	<b>2 928</b>	<b>3 339</b>	<b>3 637</b>

På kort sikt kommer personalkostnaderna att öka för United Media då de nu är i processen att anställa en eller två marknadscoordinatorer. På längre sikt kommer varken personalkostnader eller övriga kostnader exklusive marknadsföring att öka mer än marginellt vilket erbjuder en stark grund för stordriftsfördelar. Bolaget räknar med att öka marknadsföringen kraftigt årligen, vilket riskerar att sänka rörelsemarginalen, men samtidigt har marknadsföring visat sig vara mycket effektiv i att aktivera gamla kunder, attrahera nya samt uppmuntra kunder till återkommande besök.

<b>Nyckeltal</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P/E	7,2	6,8	6,0	5,3	4,8
P/S	2,5	2,3	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	4,8	3,8	2,5	1,4	0,5

United Media handlas väldigt lågt i förhållande till sin vinstkapacitet och marknaden har inte diskonterat den förbättring i kassaflöde som kommer att synas under kvartalen framöver. United Media har ett begränsat behov av rörelsekapital samt investeringar i produktutveckling då det senare till stor del sköts av samarbetspartnern St Minver. Detta i kombination med höga avskrivningar i förhållande till resultatet gör att kassaflödesanalys ger en ännu bättre bild United Medias låga värdering, trots redan nu låga vinstmultiplar. Vår DCF-värdering av United Media ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket är drygt 70% över dagens kurs.

## DCF-analys

Nuvärde 2012-2016	11 797 797
Nuvärde 2017-	19 824 243
Nettoskuld	-59 234
DCF	31 681 274
DCF/Aktie	1,39

Använd WACC: 14,5%

## Axiers bedömning

United Media bedriver en relativt konjunkturokänslig verksamhet då både fysiska bingo-hallar och onlinebingo av tradition påverkas väldigt lite av det finansiella klimatet. Bolagets casino-del påverkas i högre grad av konjunkturen men i nuläget kommer lejonparten av United Medias omsättning från bingo-verksamhet. Bingo är dessutom den spelverksamhet som erbjuder stabilast bruttointäkter, det vill säga spelarnas insatser minus utbetalda vinstpotter, av alla speltyper. Överlag agerar United Media inom en marknad med låg risk som dessutom visar relativt stark tillväxt. Detta förtjänar att belönas med högre värderingsmultiplar än de bolaget har i nuläget, trots bolagets storlek. United Media har visat sig kunna hantera tillväxtsatsningar med höga marginaler, något många andra bolag brukar ha svårt med.

Snart skuldfritt och med ett starkt kassaflöde har United Media möjligheten att bli en kassako för investerare. Möjlighet till hög utdelning är något som brukar uppskattas och belönas hos mindre företag där likviditeten i aktien annars kan vara en risk. Vi har inte valt att inkludera någon utdelning i våra prognoser då bolaget fortfarande har en stark tillväxt- och förvärvsprofil, men utdelningspolicyn är något som snabbt kan ändras när kassaflödet börjar förbättras. Skulle 50% av vår beräknade vinst för 2013 delas ut skulle direktavkastningen uppgå till goda 7%. Axier rekommenderar köp i United Media med riktkursen 1,39 SEK.

*\*Axier Equities har av styrelsen i United Media anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i United Media. Samtliga eventuella förändringar av innehav i United Media kommer att rapporteras löpande.*

## Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.

## United Media – Bingo!

*United Media är i nuläget en av Sveriges större aktörer inom onlinebingo. Bingo har en stark tradition i Sverige, men omsättningen för landets bingohallar fortsätter att sjunka. Istället är det onlinebingo som har tagit över stafettpinnen. Onlinebingo har visat sig vara en relativt konjunkturokänslig verksamhet, som trots detta erbjuder uppemot tvåsiffrig tillväxt för marknaden som helhet. United Media har under de senaste åren vuxit kraftigt genom förvärv såväl som organiskt. Den stabila kostnadsbasen gör att förvärv av andra aktörer medför höga synergieffekter, något bolaget fortsatt kommer att utnyttja. Trots sin tillväxtprofil har United Media redan idag sunda marginaler i verksamheten.*

*Vår DCF-analys ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket innebär en potential på drygt 70% från dagens aktiekurs. Våra prognoser för räkenskapsåren 2012 och 2013 ger P/E-tal på 7,2 respektive 6,8. Innan 2012 års slut kommer United Media dessutom att vara skuldfritt, och i början på 2013 kommer tilläggsköpeskillingen för ett förvärv gjort under 2011 att vara slutbetald. Detta kommer att stärka resultat såväl som kassaflöde. EV/EBITDA beräknas till 4,8 och 3,8 för 2012 respektive 2013.*

<b>Antal aktier</b>	22 827 134
<b>Notering</b>	AktieTorget
<b>Styrelseordförande</b>	Hans Liljeblad
<b>Webb</b>	<a href="http://www.unitedmedia.se">http://www.unitedmedia.se</a>
<b>Market Cap</b>	18,3 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Hög

## Beskrivning av verksamheten

United Media är en spelbolagskoncern med i nuläget 310 000 registrerade kunder. Huvudfokus för koncernen ligger på onlinebingo, men man driver även två casino-sajter. De sajter som kontrolleras av United Media är happybingo.com, lyckobingo.com, lyckocasino.com och carolacasino.com. Detta gör koncernen till en av de större aktörerna inom onlinebingo på den svenska marknaden. Bolagets bingosajter ingår i ett nätverk som drivs av det internationella företaget St Minver, och sajterna drivs även under den marknadsföringslicens som detta företag förfogar över. St Minver ansvarar för produktutveckling samt drift och underhåll av sajterna. Det innebär exempelvis uppdatering av den programvara som sajten är uppbyggd kring. St Minvers bingonätverk går under namnet GTECH G2 och är den största plattformen för onlinebingo i Europa. Sådana samarbeten möjliggör högre likviditet, större jackpots och högre prispengar.

United Media listades på AktieTorget under juli månad i år, vilket emellertid inte föregicks av någon nyemission. Trots detta har United Media cirka 500 aktieägare. Huvudsyftet med listningen var att underlätta förvärv av ytterligare aktörer inom onlinebingo samt stärka marknadsföringen av bolaget och de egna sajterna. Förvärv av andra aktörer, alternativt deras kundbaser, är en uttalad strategi vilket utnyttjar de starka stordriftsfördelar som kan nås i en verksamhet av det här slaget. Ytterligare en strategi är breddandet av produktutbudet till exempelvis casino. Detta utnyttjar den redan befintliga kundbasen och skapar högre lojalitet. Så sent som 2011 förvärvades de tre sajterna minbingo.com, lyckobingo.com samt lyckocasino från Keynote Media Groups dotterbolag PSI Bingo Ltd. Den fasta köpeskillingen uppgick till 3 MSEK, baserat på en serie variabler kan en tilläggsköpeskillning komma att betalas ut. Denna beräknas av styrelsen i United Media kunna uppgå till cirka 3 MSEK, och kommer att vara slutbetald i början på 2013.

Idag är United Media enbart verksam i Sverige, men rent tekniskt är det väldigt enkelt att gå in på en ny marknad vilket talar för att detta kommer att ske när bolaget känner att den svenska marknaden börjar bli mättad. Exempel på intressanta marknader är då Östeuropa, Finland, Italien och Spanien.

### Bingomarknaden

Bingomarknaden består idag av två delar, fysiska bingohallar och onlinebingo. Onlinebingo har vuxit kraftigt de senaste åren samtidigt som spel i bingohallar fortsätter att sjunka. I nuläget finns det knappt 100 bingohallar i Sverige. Omsättningen för bingohallar har sjunkit stadigt sedan 90-talet, och år 2005 fick sig branschen ytterligare en känga då rökning förbjöds på restauranger och barer. För några år sedan genomförde Svenska Spel trots detta en satsning på bingohallar som misslyckades totalt, för vilket notan slutade på 300 miljoner kronor. Intresset för bingo har emellertid inte sjunkit, och tillväxten för onlinemarknaden drivs absolut inte enbart av tidigare bingohallsbesökare som nu väljer att spela online. Nya spelare tillkommer konstant, och särskilt stark tillväxt märks bland kvinnliga bingospelare. Just bingo och casino är de två speltyper som växer allra snabbast vad gäller kvinnliga spelare.

Under 2011 stod bingo för 2,6% av den svenska bruttoomsättningen inom spel. Det är dessvärre svårt att uppskatta storleken på den svenska marknaden för onlinebingo. År 2009 uppskattade H2 Gambling Capital att den svenska onlinemarknaden för bingo uppgick till 176 MUSD eller cirka 1,2 – 1,3 miljarder kronor. Uppskattningsvis bör storleken på denna marknad i nuläget ligga i trakterna 1,5 – 1,9 miljarder kronor. Detta åsyftar bruttoomsättningen, således omsättningen innan spelarnas vinst dragits av.



Generellt sett brukar vinsten till spelarna utgöra 95 - 98% av spelarnas insats i onlinebingo.

Den svenska marknaden för onlinebingo är idag en relativt mogen marknad med många aktörer. United Media-koncernen omsätter i nuläget cirka 250 MSEK brutto inom onlinebingo årligen, vilket skulle ge dem en grovt uppskattad marknadsandel på 13 – 17%. Exempel på andra aktörer är Mariabingo, Caliber bingo, Bertil Bingo, Svenska Spel, Betsson Bingo, Guldbingo och 888 bingo. Den största av dessa aktörer är MariaBingo, som sedan 2007 ägs av Unibet.

Framtiden för onlinebingo ser ljus ut, och H2 Gambling Capital förväntar sig att denna marknad kommer att växa med 7,7% globalt fram till 2015. Facebook har även öppnat upp för att aktörer ska få erbjuda bingo inom deras nätverk, vilket kan lyfta tillväxten en aning. Självklart kommer marginalerna att bli betydligt lägre för aktörer som väljer att erbjuda bingo genom Facebook, men det erbjuder en intressant tillväxt- och marknadsföringsmöjlighet. Ett annat område på framväxt är bingo via smartphone och läsplatta. Än så länge har United Media inga lösningar för dessa plattformar, men de två områden som bolaget ser som mest intressanta vad gäller expansionsmöjligheter är just nu mobilbingo samt Facebook.

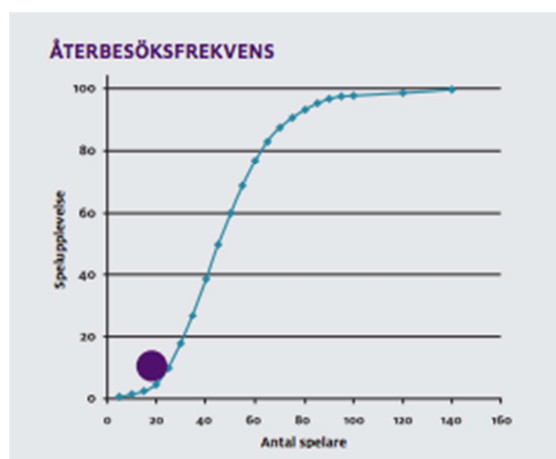
## Axier Review

### Kvartalsrapport Q2 2012

United Media rapporterade en omsättning på 1,8 MSEK för det andra kvartalet 2012. Rörelseresultatet uppgick till starka 564 TSEK trots att cirka 300 TSEK tagits i kostnader för listning av bolagets aktie. Det motsvarar en rörelsemarginal på 31% inklusive listningskostnader, och 48% exklusive dito. För det första halvåret 2012 rapporterades en omsättning på 3,5 MSEK. En viss förstärkning under det andra kvartalet talar för att United Media kan omsätta omkring 7 MSEK för helåret trots att de typiskt sett svaga bingomånaderna juli och augusti ännu inte rapporterats för.

Vid utgången av det andra kvartalet hade United Media räntebärande skulder på 300 TSEK, vilket innebär att bolagets i stort sett kommer att vara skuldfritt innan årets slut. Ett tidigare konvertibellån på 1,2 MSEK kvittades under perioden mot nyemitterade aktier till ett värde av 1 SEK per aktie. Det är cirka 25% över nuvarande aktiekurs. United Media har aggressivt amorterat/kvittat sina räntebärande skulder vilket innebär att kassaflödessituationen framöver kommer att se mycket bättre ut. Detta visar sig tydligt i DCF-analysen, och de redan låga EBITDA-multiplarna. Utöver att räntekostnadssituationen förbättras kommer tilläggsköpeskillingen för köpet av lyckobingo.com samt minbingo.com att vara slutbetalad i början på 2013. Sedan köpet har en rörlig ersättning baserat på de totala fakturerbara intäkterna betalats till säljaren, något som registrerats under övriga externa kostnader. Ersättningen har legat på 30% av de fakturerbara intäkterna, men sjunker den 1 september till 20% för att sedan upphöra helt den 28 februari nästa år.

Efter periodens utgång har United Media varit i kontakt med en mindre onlinebingoaktör i syfte att förvärva dennes kundbas. Att förvärva andra sajters kundbaser är ett mycket bra sätt att effektivisera de



egna resurserna och dra nytta av stordriftsfördelar. Stora synergieffekter nås inom marknadsföring och dessutom har undersökningar visat att spelupplevelsen inom bingo till en början stiger exponentiellt med antalet andra spelare. United Media fortsätter därmed att stärka sin ställning på den svenska marknaden men har under året avyttrat sin danska kundbas till följd av de regleringar som infördes i Danmark den 1 januari 2012. Köparen av den danska kundbasen är Allegro Entertainment LTD, och försäljningen gav ett litet men välkommet tillskott till United Medias kassa.

### Prognos 2012 - 2016

<b>Siffror i TSEK</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Summa intäkter	6 990	7 667	8 357	9 025	9 657
Kostnad sålda varor	-	-	-	-	-
Övriga externa kostnader	-2 187	-2 300	-2 536	-2 689	-2 923
Personalkostnader	-1 143	-1 590	-1 638	-1 687	-1 737
Avskrivningar	-1 048	-1 079	-1 111	-1 145	-1 179
<b>Rörelseresultat</b>	<b>2 612</b>	<b>2 698</b>	<b>3 072</b>	<b>3 505</b>	<b>3 818</b>
Rörelsemarginal	37,5%	35,2%	36,8%	38,8%	39,5%
Ränteintäkter	-0,12	10	10	10	10
Räntekostnader	-34	-	-	-	-
Resultat efter fin. Post	2 577	2 708	3 082	3 515	3 828
<b>Årets resultat</b>	<b>2 449</b>	<b>2 573</b>	<b>2 928</b>	<b>3 339</b>	<b>3 637</b>

På kort sikt kommer personalkostnaderna att öka för United Media då de nu är i processen att anställa en eller två marknadscoordinatorer. På längre sikt kommer varken personalkostnader eller övriga kostnader exklusive marknadsföring att öka mer än marginellt vilket erbjuder en stark grund för stordriftsfördelar. Bolaget räknar med att öka marknadsföringen kraftigt årligen, vilket riskerar att sänka rörelsemarginalen, men samtidigt har marknadsföring visat sig vara mycket effektiv i att aktivera gamla kunder, attrahera nya samt uppmuntra kunder till återkommande besök.

<b>Nyckeltal</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P/E	7,2	6,8	6,0	5,3	4,8
P/S	2,5	2,3	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	4,8	3,8	2,5	1,4	0,5

United Media handlas väldigt lågt i förhållande till sin vinstkapacitet och marknaden har inte diskonterat den förbättring i kassaflöde som kommer att synas under kvartalen framöver. United Media har ett begränsat behov av rörelsekapital samt investeringar i produktutveckling då det senare till stor del sköts av samarbetspartnern St Minver. Detta i kombination med höga avskrivningar i förhållande till resultatet gör att kassaflödesanalys ger en ännu bättre bild United Medias låga värdering, trots redan nu låga vinstmultiplar. Vår DCF-värdering av United Media ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket är drygt 70% över dagens kurs.

## DCF-analys

Nuvärde 2012-2016	11 797 797
Nuvärde 2017-	19 824 243
Nettoskuld	-59 234
DCF	31 681 274
DCF/Aktie	1,39

Använd WACC: 14,5%

## Axiers bedömning

United Media bedriver en relativt konjunkturokänslig verksamhet då både fysiska bingo-hallar och onlinebingo av tradition påverkas väldigt lite av det finansiella klimatet. Bolagets casino-del påverkas i högre grad av konjunkturen men i nuläget kommer lejonparten av United Medias omsättning från bingo-verksamhet. Bingo är dessutom den spelverksamhet som erbjuder stabilast bruttointäkter, det vill säga spelarnas insatser minus utbetalda vinstpotter, av alla speltyper. Överlag agerar United Media inom en marknad med låg risk som dessutom visar relativt stark tillväxt. Detta förtjänar att belönas med högre värderingsmultiplar än de bolaget har i nuläget, trots bolagets storlek. United Media har visat sig kunna hantera tillväxstsatsningar med höga marginaler, något många andra bolag brukar ha svårt med.

Snart skuldfritt och med ett starkt kassaflöde har United Media möjligheten att bli en kassako för investerare. Möjlighet till hög utdelning är något som brukar uppskattas och belönas hos mindre företag där likviditeten i aktien annars kan vara en risk. Vi har inte valt att inkludera någon utdelning i våra prognoser då bolaget fortfarande har en stark tillväxt- och förvärvsprofil, men utdelningspolicyn är något som snabbt kan ändras när kassaflödet börjar förbättras. Skulle 50% av vår beräknade vinst för 2013 delas ut skulle direktavkastningen uppgå till goda 7%. Axier rekommenderar köp i United Media med riktkursen 1,39 SEK.

*\*Axier Equities har av styrelsen i United Media anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i United Media. Samtliga eventuella förändringar av innehav i United Media kommer att rapporteras löpande.*

## Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.

## United Media – Bingo!

*United Media är i nuläget en av Sveriges större aktörer inom onlinebingo. Bingo har en stark tradition i Sverige, men omsättningen för landets bingohallar fortsätter att sjunka. Istället är det onlinebingo som har tagit över stafettpinnen. Onlinebingo har visat sig vara en relativt konjunkturokänslig verksamhet, som trots detta erbjuder uppemot tvåsiffrig tillväxt för marknaden som helhet. United Media har under de senaste åren vuxit kraftigt genom förvärv såväl som organiskt. Den stabila kostnadsbasen gör att förvärv av andra aktörer medför höga synergieffekter, något bolaget fortsatt kommer att utnyttja. Trots sin tillväxtprofil har United Media redan idag sunda marginaler i verksamheten.*

*Vår DCF-analys ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket innebär en potential på drygt 70% från dagens aktiekurs. Våra prognoser för räkenskapsåren 2012 och 2013 ger P/E-tal på 7,2 respektive 6,8. Innan 2012 års slut kommer United Media dessutom att vara skuldfritt, och i början på 2013 kommer tilläggsköpeskillingen för ett förvärv gjort under 2011 att vara slutbetald. Detta kommer att stärka resultat såväl som kassaflöde. EV/EBITDA beräknas till 4,8 och 3,8 för 2012 respektive 2013.*

<b>Antal aktier</b>	22 827 134
<b>Notering</b>	AktieTorget
<b>Styrelseordförande</b>	Hans Liljeblad
<b>Webb</b>	<a href="http://www.unitedmedia.se">http://www.unitedmedia.se</a>
<b>Market Cap</b>	18,3 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Hög

## Beskrivning av verksamheten

United Media är en spelbolagskoncern med i nuläget 310 000 registrerade kunder. Huvudfokus för koncernen ligger på onlinebingo, men man driver även två casino-sajter. De sajter som kontrolleras av United Media är happybingo.com, lyckobingo.com, lyckocasino.com och carolacasino.com. Detta gör koncernen till en av de större aktörerna inom onlinebingo på den svenska marknaden. Bolagets bingosajter ingår i ett nätverk som drivs av det internationella företaget St Minver, och sajterna drivs även under den marknadsföringslicens som detta företag förfogar över. St Minver ansvarar för produktutveckling samt drift och underhåll av sajterna. Det innebär exempelvis uppdatering av den programvara som sajten är uppbyggd kring. St Minvers bingonätverk går under namnet GTECH G2 och är den största plattformen för onlinebingo i Europa. Sådana samarbeten möjliggör högre likviditet, större jackpots och högre prispengar.

United Media listades på AktieTorget under juli månad i år, vilket emellertid inte föregicks av någon nyemission. Trots detta har United Media cirka 500 aktieägare. Huvudsyftet med listningen var att underlätta förvärv av ytterligare aktörer inom onlinebingo samt stärka marknadsföringen av bolaget och de egna sajterna. Förvärv av andra aktörer, alternativt deras kundbaser, är en uttalad strategi vilket utnyttjar de starka stordriftsfördelar som kan nås i en verksamhet av det här slaget. Ytterligare en strategi är breddandet av produktutbudet till exempelvis casino. Detta utnyttjar den redan befintliga kundbasen och skapar högre lojalitet. Så sent som 2011 förvärvades de tre sajterna minbingo.com, lyckobingo.com samt lyckocasino från Keynote Media Groups dotterbolag PSI Bingo Ltd. Den fasta köpeskillingen uppgick till 3 MSEK, baserat på en serie variabler kan en tilläggsköpeskillning komma att betalas ut. Denna beräknas av styrelsen i United Media kunna uppgå till cirka 3 MSEK, och kommer att vara slutbetalad i början på 2013.

Idag är United Media enbart verksam i Sverige, men rent tekniskt är det väldigt enkelt att gå in på en ny marknad vilket talar för att detta kommer att ske när bolaget känner att den svenska marknaden börjar bli mättad. Exempel på intressanta marknader är då Östeuropa, Finland, Italien och Spanien.

### Bingomarknaden

Bingomarknaden består idag av två delar, fysiska bingohallar och onlinebingo. Onlinebingo har vuxit kraftigt de senaste åren samtidigt som spel i bingohallar fortsätter att sjunka. I nuläget finns det knappt 100 bingohallar i Sverige. Omsättningen för bingohallar har sjunkit stadigt sedan 90-talet, och år 2005 fick sig branschen ytterligare en känga då rökning förbjöds på restauranger och barer. För några år sedan genomförde Svenska Spel trots detta en satsning på bingohallar som misslyckades totalt, för vilket notan slutade på 300 miljoner kronor. Intresset för bingo har emellertid inte sjunkit, och tillväxten för onlinemarknaden drivs absolut inte enbart av tidigare bingohallsbesökare som nu väljer att spela online. Nya spelare tillkommer konstant, och särskilt stark tillväxt märks bland kvinnliga bingospelare. Just bingo och casino är de två speltyper som växer allra snabbast vad gäller kvinnliga spelare.

Under 2011 stod bingo för 2,6% av den svenska bruttoomsättningen inom spel. Det är dessvärre svårt att uppskatta storleken på den svenska marknaden för onlinebingo. År 2009 uppskattade H2 Gambling Capital att den svenska onlinemarknaden för bingo uppgick till 176 MUSD eller cirka 1,2 – 1,3 miljarder kronor. Uppskattningsvis bör storleken på denna marknad i nuläget ligga i trakterna 1,5 – 1,9 miljarder kronor. Detta åsyftar bruttoomsättningen, således omsättningen innan spelarnas vinst dragits av.

Generellt sett brukar vinsten till spelarna utgöra 95 - 98% av spelarnas insats i onlinebingo.

Den svenska marknaden för onlinebingo är idag en relativt mogen marknad med många aktörer. United Media-koncernen omsätter i nuläget cirka 250 MSEK brutto inom onlinebingo årligen, vilket skulle ge dem en grovt uppskattad marknadsandel på 13 – 17%. Exempel på andra aktörer är Mariabingo, Caliber bingo, Bertil Bingo, Svenska Spel, Betsson Bingo, Guldbingo och 888 bingo. Den största av dessa aktörer är MariaBingo, som sedan 2007 ägs av Unibet.

Framtiden för onlinebingo ser ljus ut, och H2 Gambling Capital förväntar sig att denna marknad kommer att växa med 7,7% globalt fram till 2015. Facebook har även öppnat upp för att aktörer ska få erbjuda bingo inom deras nätverk, vilket kan lyfta tillväxten en aning. Självklart kommer marginalerna att bli betydligt lägre för aktörer som väljer att erbjuda bingo genom Facebook, men det erbjuder en intressant tillväxt- och marknadsföringsmöjlighet. Ett annat område på framväxt är bingo via smartphone och läsplatta. Än så länge har United Media inga lösningar för dessa plattformar, men de två områden som bolaget ser som mest intressanta vad gäller expansionsmöjligheter är just nu mobilbingo samt Facebook.

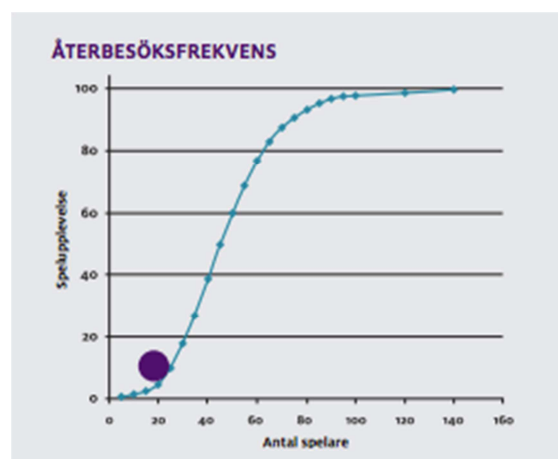
## Axier Review

### Kvartalsrapport Q2 2012

United Media rapporterade en omsättning på 1,8 MSEK för det andra kvartalet 2012. Rörelseresultatet uppgick till starka 564 TSEK trots att cirka 300 TSEK tagits i kostnader för listning av bolagets aktie. Det motsvarar en rörelsemarginal på 31% inklusive listningskostnader, och 48% exklusive dito. För det första halvåret 2012 rapporterades en omsättning på 3,5 MSEK. En viss förstärkning under det andra kvartalet talar för att United Media kan omsätta omkring 7 MSEK för helåret trots att de typiskt sett svaga bingomånaderna juli och augusti ännu inte rapporterats för.

Vid utgången av det andra kvartalet hade United Media räntebärande skulder på 300 TSEK, vilket innebär att bolagets i stort sett kommer att vara skuldfritt innan årets slut. Ett tidigare konvertibellån på 1,2 MSEK kvittades under perioden mot nyemitterade aktier till ett värde av 1 SEK per aktie. Det är cirka 25% över nuvarande aktiekurs. United Media har aggressivt amorterat/kvittat sina räntebärande skulder vilket innebär att kassaflödessituationen framöver kommer att se mycket bättre ut. Detta visar sig tydligt i DCF-analysen, och de redan låga EBITDA-multiplarna. Utöver att räntekostnadssituationen förbättras kommer tilläggsköpeskillingen för köpet av lyckobingo.com samt minbingo.com att vara slutbetalad i början på 2013. Sedan köpet har en rörlig ersättning baserat på de totala fakturerbara intäkterna betalats till säljaren, något som registrerats under övriga externa kostnader. Ersättningen har legat på 30% av de fakturerbara intäkterna, men sjunker den 1 september till 20% för att sedan upphöra helt den 28 februari nästa år.

Efter periodens utgång har United Media varit i kontakt med en mindre onlinebingoaktör i syfte att förvärva dennes kundbas. Att förvärva andra sajters kundbaser är ett mycket bra sätt att effektivisera de



egna resurserna och dra nytta av stordriftsfördelar. Stora synergieffekter nås inom marknadsföring och dessutom har undersökningar visat att spelupplevelsen inom bingo till en början stiger exponentiellt med antalet andra spelare. United Media fortsätter därmed att stärka sin ställning på den svenska marknaden men har under året avyttrat sin danska kundbas till följd av de regleringar som infördes i Danmark den 1 januari 2012. Köparen av den danska kundbasen är Allegro Entertainment LTD, och försäljningen gav ett litet men välkommet tillskott till United Medias kassa.

### Prognos 2012 - 2016

<b>Siffror i TSEK</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Summa intäkter	6 990	7 667	8 357	9 025	9 657
Kostnad sålda varor	-	-	-	-	-
Övriga externa kostnader	-2 187	-2 300	-2 536	-2 689	-2 923
Personalkostnader	-1 143	-1 590	-1 638	-1 687	-1 737
Avskrivningar	-1 048	-1 079	-1 111	-1 145	-1 179
<b>Rörelseresultat</b>	<b>2 612</b>	<b>2 698</b>	<b>3 072</b>	<b>3 505</b>	<b>3 818</b>
Rörelsemarginal	37,5%	35,2%	36,8%	38,8%	39,5%
Ränteintäkter	-0,12	10	10	10	10
Räntekostnader	-34	-	-	-	-
Resultat efter fin. Post	2 577	2 708	3 082	3 515	3 828
<b>Årets resultat</b>	<b>2 449</b>	<b>2 573</b>	<b>2 928</b>	<b>3 339</b>	<b>3 637</b>

På kort sikt kommer personalkostnaderna att öka för United Media då de nu är i processen att anställa en eller två marknadscoordinatorer. På längre sikt kommer varken personalkostnader eller övriga kostnader exklusive marknadsföring att öka mer än marginellt vilket erbjuder en stark grund för stordriftsfördelar. Bolaget räknar med att öka marknadsföringen kraftigt årligen, vilket riskerar att sänka rörelsemarginalen, men samtidigt har marknadsföring visat sig vara mycket effektiv i att aktivera gamla kunder, attrahera nya samt uppmuntra kunder till återkommande besök.

<b>Nyckeltal</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P/E	7,2	6,8	6,0	5,3	4,8
P/S	2,5	2,3	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	4,8	3,8	2,5	1,4	0,5

United Media handlas väldigt lågt i förhållande till sin vinstkapacitet och marknaden har inte diskonterat den förbättring i kassaflöde som kommer att synas under kvartalen framöver. United Media har ett begränsat behov av rörelsekapital samt investeringar i produktutveckling då det senare till stor del sköts av samarbetspartnern St Minver. Detta i kombination med höga avskrivningar i förhållande till resultatet gör att kassaflödesanalys ger en ännu bättre bild United Medias låga värdering, trots redan nu låga vinstmultiplar. Vår DCF-värdering av United Media ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket är drygt 70% över dagens kurs.



## DCF-analys

Nuvärde 2012-2016	11 797 797
Nuvärde 2017-	19 824 243
Nettoskuld	-59 234
DCF	31 681 274
DCF/Aktie	1,39

Använd WACC: 14,5%

## Axiers bedömning

United Media bedriver en relativt konjunkturokänslig verksamhet då både fysiska bingohallar och onlinebingo av tradition påverkas väldigt lite av det finansiella klimatet. Bolagets casino-del påverkas i högre grad av konjunkturen men i nuläget kommer lejonparten av United Medias omsättning från bingoverksamhet. Bingo är dessutom den spelverksamhet som erbjuder stabilast bruttointäkter, det vill säga spelarnas insatser minus utbetalda vinstpotter, av alla speltyper. Överlag agerar United Media inom en marknad med låg risk som dessutom visar relativt stark tillväxt. Detta förtjänar att belönas med högre värderingsmultiplar än de bolaget har i nuläget, trots bolagets storlek. United Media har visat sig kunna hantera tillväxstsatsningar med höga marginaler, något många andra bolag brukar ha svårt med.

Snart skuldfritt och med ett starkt kassaflöde har United Media möjligheten att bli en kassako för investerare. Möjlighet till hög utdelning är något som brukar uppskattas och belönas hos mindre företag där likviditeten i aktien annars kan vara en risk. Vi har inte valt att inkludera någon utdelning i våra prognoser då bolaget fortfarande har en stark tillväxt- och förvärvsprofil, men utdelningspolicyn är något som snabbt kan ändras när kassaflödet börjar förbättras. Skulle 50% av vår beräknade vinst för 2013 delas ut skulle direktavkastningen uppgå till goda 7%. Axier rekommenderar köp i United Media med riktkursen 1,39 SEK.

*\*Axier Equities har av styrelsen i United Media anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i United Media. Samtliga eventuella förändringar av innehav i United Media kommer att rapporteras löpande.*

## Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.

## United Media – Bingo!

*United Media är i nuläget en av Sveriges större aktörer inom onlinebingo. Bingo har en stark tradition i Sverige, men omsättningen för landets bingohallar fortsätter att sjunka. Istället är det onlinebingo som har tagit över stafettpinnen. Onlinebingo har visat sig vara en relativt konjunkturokänslig verksamhet, som trots detta erbjuder uppemot tvåsiffrig tillväxt för marknaden som helhet. United Media har under de senaste åren vuxit kraftigt genom förvärv såväl som organiskt. Den stabila kostnadsbasen gör att förvärv av andra aktörer medför höga synergieffekter, något bolaget fortsatt kommer att utnyttja. Trots sin tillväxtprofil har United Media redan idag sunda marginaler i verksamheten.*

*Vår DCF-analys ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket innebär en potential på drygt 70% från dagens aktiekurs. Våra prognoser för räkenskapsåren 2012 och 2013 ger P/E-tal på 7,2 respektive 6,8. Innan 2012 års slut kommer United Media dessutom att vara skuldfritt, och i början på 2013 kommer tilläggsköpeskillingen för ett förvärv gjort under 2011 att vara slutbetald. Detta kommer att stärka resultat såväl som kassaflöde. EV/EBITDA beräknas till 4,8 och 3,8 för 2012 respektive 2013.*

<b>Antal aktier</b>	22 827 134
<b>Notering</b>	AktieTorget
<b>Styrelseordförande</b>	Hans Liljeblad
<b>Webb</b>	<a href="http://www.unitedmedia.se">http://www.unitedmedia.se</a>
<b>Market Cap</b>	18,3 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Hög

## Beskrivning av verksamheten

United Media är en spelbolagskoncern med i nuläget 310 000 registrerade kunder. Huvudfokus för koncernen ligger på onlinebingo, men man driver även två casino-sajter. De sajter som kontrolleras av United Media är happybingo.com, lyckobingo.com, lyckocasino.com och carolacasino.com. Detta gör koncernen till en av de större aktörerna inom onlinebingo på den svenska marknaden. Bolagets bingosajter ingår i ett nätverk som drivs av det internationella företaget St Minver, och sajterna drivs även under den marknadsföringslicens som detta företag förfogar över. St Minver ansvarar för produktutveckling samt drift och underhåll av sajterna. Det innebär exempelvis uppdatering av den programvara som sajten är uppbyggd kring. St Minvers bingonätverk går under namnet GTECH G2 och är den största plattformen för onlinebingo i Europa. Sådana samarbeten möjliggör högre likviditet, större jackpots och högre prispengar.

United Media listades på AktieTorget under juli månad i år, vilket emellertid inte föregicks av någon nyemission. Trots detta har United Media cirka 500 aktieägare. Huvudsyftet med listningen var att underlätta förvärv av ytterligare aktörer inom onlinebingo samt stärka marknadsföringen av bolaget och de egna sajterna. Förvärv av andra aktörer, alternativt deras kundbaser, är en uttalad strategi vilket utnyttjar de starka stordriftsfördelar som kan nås i en verksamhet av det här slaget. Ytterligare en strategi är breddandet av produktutbudet till exempelvis casino. Detta utnyttjar den redan befintliga kundbasen och skapar högre lojalitet. Så sent som 2011 förvärvades de tre sajterna minbingo.com, lyckobingo.com samt lyckocasino från Keynote Media Groups dotterbolag PSI Bingo Ltd. Den fasta köpeskillingen uppgick till 3 MSEK, baserat på en serie variabler kan en tilläggsköpeskillning komma att betalas ut. Denna beräknas av styrelsen i United Media kunna uppgå till cirka 3 MSEK, och kommer att vara slutbetalad i början på 2013.

Idag är United Media enbart verksam i Sverige, men rent tekniskt är det väldigt enkelt att gå in på en ny marknad vilket talar för att detta kommer att ske när bolaget känner att den svenska marknaden börjar bli mättad. Exempel på intressanta marknader är då Östeuropa, Finland, Italien och Spanien.

### Bingomarknaden

Bingomarknaden består idag av två delar, fysiska bingohallar och onlinebingo. Onlinebingo har vuxit kraftigt de senaste åren samtidigt som spel i bingohallar fortsätter att sjunka. I nuläget finns det knappt 100 bingohallar i Sverige. Omsättningen för bingohallar har sjunkit stadigt sedan 90-talet, och år 2005 fick sig branschen ytterligare en känga då rökning förbjöds på restauranger och barer. För några år sedan genomförde Svenska Spel trots detta en satsning på bingohallar som misslyckades totalt, för vilket notan slutade på 300 miljoner kronor. Intresset för bingo har emellertid inte sjunkit, och tillväxten för onlinemarknaden drivs absolut inte enbart av tidigare bingohallsbesökare som nu väljer att spela online. Nya spelare tillkommer konstant, och särskilt stark tillväxt märks bland kvinnliga bingospelare. Just bingo och casino är de två speltyper som växer allra snabbast vad gäller kvinnliga spelare.

Under 2011 stod bingo för 2,6% av den svenska bruttoomsättningen inom spel. Det är dessvärre svårt att uppskatta storleken på den svenska marknaden för onlinebingo. År 2009 uppskattade H2 Gambling Capital att den svenska onlinemarknaden för bingo uppgick till 176 MUSD eller cirka 1,2 – 1,3 miljarder kronor. Uppskattningsvis bör storleken på denna marknad i nuläget ligga i trakterna 1,5 – 1,9 miljarder kronor. Detta åsyftar bruttoomsättningen, således omsättningen innan spelarnas vinst dragits av.

Generellt sett brukar vinsten till spelarna utgöra 95 - 98% av spelarnas insats i onlinebingo.

Den svenska marknaden för onlinebingo är idag en relativt mogen marknad med många aktörer. United Media-koncernen omsätter i nuläget cirka 250 MSEK brutto inom onlinebingo årligen, vilket skulle ge dem en grovt uppskattad marknadsandel på 13 – 17%. Exempel på andra aktörer är Mariabingo, Caliber bingo, Bertil Bingo, Svenska Spel, Betsson Bingo, Guldbingo och 888 bingo. Den största av dessa aktörer är MariaBingo, som sedan 2007 ägs av Unibet.

Framtiden för onlinebingo ser ljus ut, och H2 Gambling Capital förväntar sig att denna marknad kommer att växa med 7,7% globalt fram till 2015. Facebook har även öppnat upp för att aktörer ska få erbjuda bingo inom deras nätverk, vilket kan lyfta tillväxten en aning. Självklart kommer marginalerna att bli betydligt lägre för aktörer som väljer att erbjuda bingo genom Facebook, men det erbjuder en intressant tillväxt- och marknadsföringsmöjlighet. Ett annat område på framväxt är bingo via smartphone och läsplatta. Än så länge har United Media inga lösningar för dessa plattformar, men de två områden som bolaget ser som mest intressanta vad gäller expansionsmöjligheter är just nu mobilbingo samt Facebook.

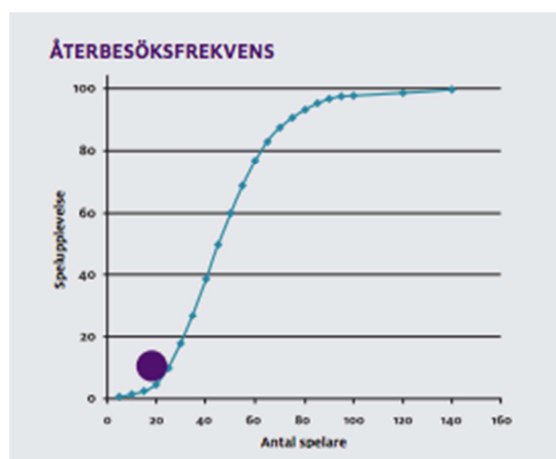
## Axier Review

### Kvartalsrapport Q2 2012

United Media rapporterade en omsättning på 1,8 MSEK för det andra kvartalet 2012. Rörelseresultatet uppgick till starka 564 TSEK trots att cirka 300 TSEK tagits i kostnader för listning av bolagets aktie. Det motsvarar en rörelsemarginal på 31% inklusive listningskostnader, och 48% exklusive dito. För det första halvåret 2012 rapporterades en omsättning på 3,5 MSEK. En viss förstärkning under det andra kvartalet talar för att United Media kan omsätta omkring 7 MSEK för helåret trots att de typiskt sett svaga bingomånaderna juli och augusti ännu inte rapporterats för.

Vid utgången av det andra kvartalet hade United Media räntebärande skulder på 300 TSEK, vilket innebär att bolagets i stort sett kommer att vara skuldfritt innan årets slut. Ett tidigare konvertibellån på 1,2 MSEK kvittades under perioden mot nyemitterade aktier till ett värde av 1 SEK per aktie. Det är cirka 25% över nuvarande aktiekurs. United Media har aggressivt amorterat/kvittat sina räntebärande skulder vilket innebär att kassaflödessituationen framöver kommer att se mycket bättre ut. Detta visar sig tydligt i DCF-analysen, och de redan låga EBITDA-multiplarna. Utöver att räntekostnadssituationen förbättras kommer tilläggsköpeskillingen för köpet av lyckobingo.com samt minbingo.com att vara slutbetalad i början på 2013. Sedan köpet har en rörlig ersättning baserat på de totala fakturerbara intäkterna betalats till säljaren, något som registrerats under övriga externa kostnader. Ersättningen har legat på 30% av de fakturerbara intäkterna, men sjunker den 1 september till 20% för att sedan upphöra helt den 28 februari nästa år.

Efter periodens utgång har United Media varit i kontakt med en mindre onlinebingoaktör i syfte att förvärva dennes kundbas. Att förvärva andra sajters kundbaser är ett mycket bra sätt att effektivisera de



egna resurserna och dra nytta av stordriftsfördelar. Stora synergieffekter nås inom marknadsföring och dessutom har undersökningar visat att spelupplevelsen inom bingo till en början stiger exponentiellt med antalet andra spelare. United Media fortsätter därmed att stärka sin ställning på den svenska marknaden men har under året avyttrat sin danska kundbas till följd av de regleringar som infördes i Danmark den 1 januari 2012. Köparen av den danska kundbasen är Allegro Entertainment LTD, och försäljningen gav ett litet men välkommet tillskott till United Medias kassa.

### Prognos 2012 - 2016

<b>Siffror i TSEK</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Summa intäkter	6 990	7 667	8 357	9 025	9 657
Kostnad sålda varor	-	-	-	-	-
Övriga externa kostnader	-2 187	-2 300	-2 536	-2 689	-2 923
Personalkostnader	-1 143	-1 590	-1 638	-1 687	-1 737
Avskrivningar	-1 048	-1 079	-1 111	-1 145	-1 179
<b>Rörelseresultat</b>	<b>2 612</b>	<b>2 698</b>	<b>3 072</b>	<b>3 505</b>	<b>3 818</b>
Rörelsemarginal	37,5%	35,2%	36,8%	38,8%	39,5%
Ränteintäkter	-0,12	10	10	10	10
Räntekostnader	-34	-	-	-	-
Resultat efter fin. Post	2 577	2 708	3 082	3 515	3 828
<b>Årets resultat</b>	<b>2 449</b>	<b>2 573</b>	<b>2 928</b>	<b>3 339</b>	<b>3 637</b>

På kort sikt kommer personalkostnaderna att öka för United Media då de nu är i processen att anställa en eller två marknadscoordinatorer. På längre sikt kommer varken personalkostnader eller övriga kostnader exklusive marknadsföring att öka mer än marginellt vilket erbjuder en stark grund för stordriftsfördelar. Bolaget räknar med att öka marknadsföringen kraftigt årligen, vilket riskerar att sänka rörelsemarginalen, men samtidigt har marknadsföring visat sig vara mycket effektiv i att aktivera gamla kunder, attrahera nya samt uppmuntra kunder till återkommande besök.

<b>Nyckeltal</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P/E	7,2	6,8	6,0	5,3	4,8
P/S	2,5	2,3	2,1	1,9	1,8
EV/EBITDA	4,8	3,8	2,5	1,4	0,5

United Media handlas väldigt lågt i förhållande till sin vinstkapacitet och marknaden har inte diskonterat den förbättring i kassaflöde som kommer att synas under kvartalen framöver. United Media har ett begränsat behov av rörelsekapital samt investeringar i produktutveckling då det senare till stor del sköts av samarbetspartnern St Minver. Detta i kombination med höga avskrivningar i förhållande till resultatet gör att kassaflödesanalys ger en ännu bättre bild United Medias låga värdering, trots redan nu låga vinstmultiplar. Vår DCF-värdering av United Media ger ett motiverat värde på 1,39 SEK per aktie, vilket är drygt 70% över dagens kurs.

## DCF-analys

Nuvärde 2012-2016	11 797 797
Nuvärde 2017-	19 824 243
Nettoskuld	-59 234
DCF	31 681 274
DCF/Aktie	1,39

Använd WACC: 14,5%

## Axiers bedömning

United Media bedriver en relativt konjunkturokänslig verksamhet då både fysiska bingo-hallar och onlinebingo av tradition påverkas väldigt lite av det finansiella klimatet. Bolagets casino-del påverkas i högre grad av konjunkturen men i nuläget kommer lejonparten av United Medias omsättning från bingo-verksamhet. Bingo är dessutom den spelverksamhet som erbjuder stabilast bruttointäkter, det vill säga spelarnas insatser minus utbetalda vinstpotter, av alla speltyper. Överlag agerar United Media inom en marknad med låg risk som dessutom visar relativt stark tillväxt. Detta förtjänar att belönas med högre värderingsmultiplar än de bolaget har i nuläget, trots bolagets storlek. United Media har visat sig kunna hantera tillväxstsatsningar med höga marginaler, något många andra bolag brukar ha svårt med.

Snart skuldfritt och med ett starkt kassaflöde har United Media möjligheten att bli en kassako för investerare. Möjlighet till hög utdelning är något som brukar uppskattas och belönas hos mindre företag där likviditeten i aktien annars kan vara en risk. Vi har inte valt att inkludera någon utdelning i våra prognoser då bolaget fortfarande har en stark tillväxt- och förvärvsprofil, men utdelningspolicyn är något som snabbt kan ändras när kassaflödet börjar förbättras. Skulle 50% av vår beräknade vinst för 2013 delas ut skulle direktavkastningen uppgå till goda 7%. Axier rekommenderar köp i United Media med riktkursen 1,39 SEK.

*\*Axier Equities har av styrelsen i United Media anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacerare och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i United Media. Samtliga eventuella förändringar av innehav i United Media kommer att rapporteras löpande.*

## Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.