



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 22 June 2021

Checkin.com Group

Checka in och njut av resan

En leverantör med hög ROI

Checkin har utvecklat en mjukvara som hjälper bolag att optimera registrering och inloggning till produkter och tjänster online. Detta område domineras av små lokala aktörer, medan bolagen man hjälper är globala. Checkin har på kort tid knutit till sig några av de tekniskt ledande bolagen inom igaming, abonnemangstjänster och fintech.

Operationellt momentum ger tilltro till våra estimat

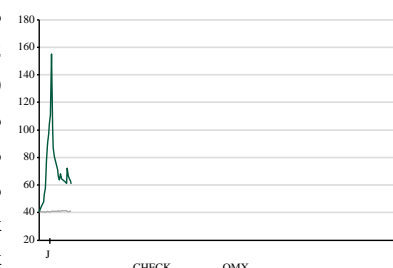
Givet den höga ROI som Checkins tjänster ger känner vi oss trygga med att ställa relativt aggressiva estimat kommande år. Vi bedömer att bolaget kommer att röra sig emot sitt mål om en omsättning på 500 mkr 2025. Bolaget har en medvind i att fokusvertikalerna växer ~15%. Vi bedömer att förvärv kommer att fylla gapet mellan våra estimat och målet. Nyheter kring förvärv kommer driva kursen.

Starkt management och strukturell tillväxt

Vi bedömer att Checkin har en god möjlighet att utvecklas i linje med sina finansiella mål. Vi baserar detta på den starka underliggande tillväxten i bolagets fokusvertikaler samt de starka mjukvarurelaterade nyckeltalen som bolaget visar upp. Kan bolaget röra sig emot dessa mål ser vi ett motiverat värde om 98–102 kr. Vi bedömer risken som medelhög givet en hög andel återkommande intäkter.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde
EPS, just 21e	-0.54	-0.54	0.0%	Sales,m	30	50	82	127	98.00 - 102.00
EPS, just 22e	-0.42	-0.42	0.0%	Sales Growth	64.2%	62.4%	65.1%	55.9%	
EPS, just 23e	0.15	0.15	0.0%	EBITDA, m	1.7	(10.2)	(7.1)	9.4	
Kommande händelser Q2 rapport 2021-08-11				EBIT, m	(0.2)	(13.2)	(10.3)	5.4	
				EPS, adj	(0.01)	(0.54)	(0.42)	0.15	
				EPS Growth	-%	-%	-%	-%	
				Equity/Share	0.7	2.5	2.1	2.2	
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	
				EBIT Marginal	(0.6)%	(26.7)%	(12.6)%	4.2%	
				ROE (%)	(5.7)%	(31.6)%	(17.4)%	6.6%	
Bolagsfakta (mkr) Antal aktier 26.1m Market cap 1,581 Nettoskuld (60) EV 1,521 Avg. No. of Daily Traded Sh. 234.5(k) Reuters/Bloomberg Check:SS				ROCE	(1.0)%	(31.5)%	(17.4)%	9.6%	
				EV/Sales	49.87x	30.71x	18.61x	11.94x	
				EV/EBITDA	870.5x	(149.0)x	(213.1)x	162.0x	
				EV/EBIT	(8,099.6)x	(114.9)x	(147.1)x	282.2x	
				P/E, adj	(4,879.7)x	(111.4)x	(143.1)x	397.9x	
				P/Equity	81.1x	24.5x	29.2x	27.3x	
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				FCF yield	NM%	NM%	NM%	NM%	
				Net Debt/EBITDA	(3.4)g	3.5g	0.9g	(0.4)g	

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Checka in och njut av resan

Investment Case

Checkin.com Group tillhandahåller en lösning för att optimera checkinflödet hos kunder i ett antal snabbväxande industrier. Att optimera checkinflödet har en hög ROI och vi bedömer att den kan bli högre då de industrier Checkin fokuserar på har sett en acceleration i kundomsättning. Vi har utvärderat bolaget enligt ett ramverk som används av en väl ansedd amerikansk venture capital-investerare och kommit fram till att bolagets målsättning om en omsättning på 500 mkr 2025 är nåbar och bör ligga till grund för estimaten.

Bolags profil

Checkin tillhandahåller en mjukvara som underlättar inloggning och registrering för produkter och tjänster online. Bolaget har valt att fokusera på tre kundgrupper – igaming, abonnemangstjänster och fintech – där vi har noterat att kundomsättningen ökat på senare år. Dessa tre industrier har hög strukturell tillväxt och lättrorliga slutanvändare, varför satsningar på att underlätta checkinflödet torde ge en hög ROI.

Checkin skiljer sig från många av de andra noterade SaaS-bolagen på Stockholmsbörsen då man främst opererar globalt. Detta tillsammans med starka operationella KPI:er (nyckeltal) gör att vi tror att bolagets finansiella mål om att nå 500 mkr i omsättning 2025 är fullt nåbara. Skulle dessa nås anser vi att bolaget ska värderas i paritet med de internationella SaaS-bolagen.

Sammanfattningsvis bedömer vi att den starka strukturella tillväxten i Checkins fokusvertikaler gör att en kraftig tillväxtresa är att vänta. Vi ser förvärv som kan stärka ARPU (Snittintäkt per kund) som den främsta triggern i närtid. Vi bedömer att dessa tilläggsförvärv är nyckeln för att bolaget ska kunna stänga gapet mellan våra estimat och bolagets finansiella mål.

Värdering

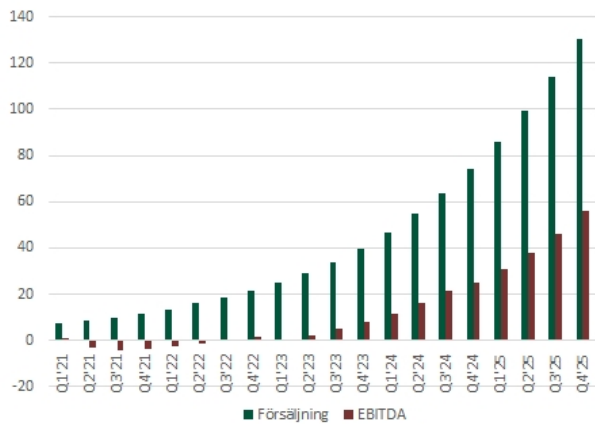
Vi har valt att basera värderingen på våra estimat för 2025. Detta med anledning av att bolaget befinner sig i ett tidigt stadium. 2025 anser vi att bolaget ska värderas på en EV/Sales-multipel om 8–9x. Detta av två anledningar:

- **Retention rate:** Checkin har en retention rate i paritet med andra marknadsledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta beror på att bolagets kunder hela tiden adderar nya tjänster eller expanderar till nya marknader.
- **Payback ratio:** Checkin har en payback ratio som också är i paritet med ledande mjukvarubolag. Vi bedömer att detta tyder på en prissättning och marknadsföringsstrategi av hög klass.

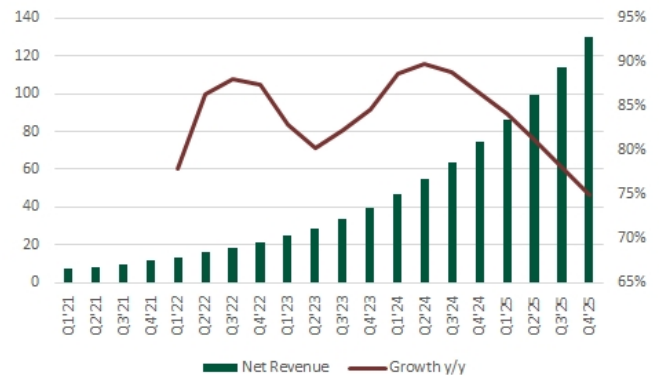
Diskonteras värdet år 2025 med 10% får vi ett motiverat värde om 98–102 kr. Vi ser en medelhög risk i bolaget givet att man är relativt nya på börsen. Detta kompenseras av en hög andel återkommande intäkter.

Checkin i grafer

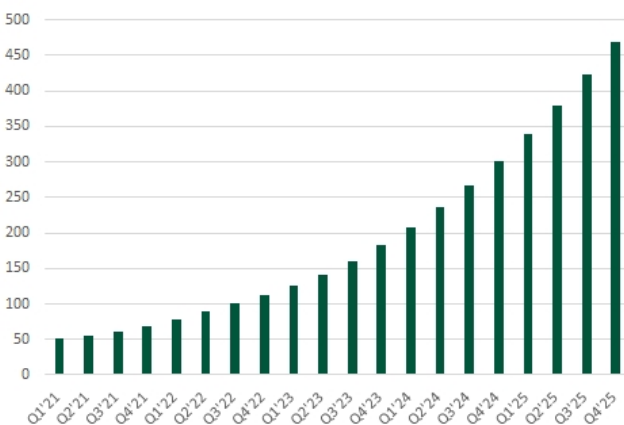
Försäljningsutveckling



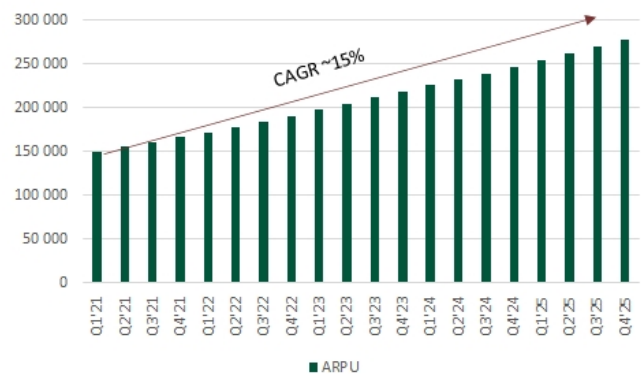
ARR-utveckling



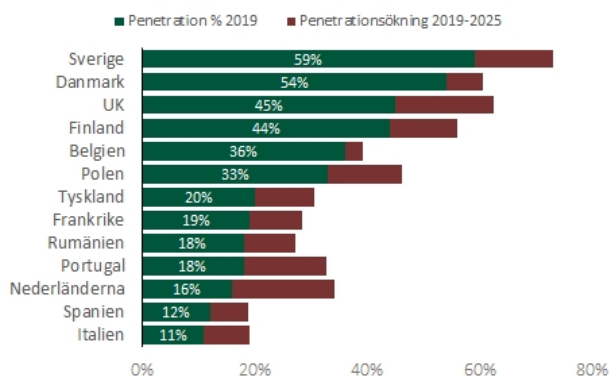
Antal kunder



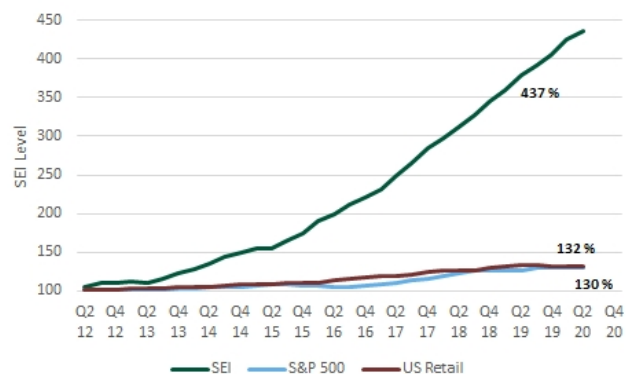
ARPU-utveckling, kvartal kr



Utveckling internationella spelmarknader



SEI Index level vs S&P 500 och retail sales growth



Introduktion

Checkin.com Group har utvecklat en tjänst som underlättar registrering och inloggning online. Detta har historiskt sett varit ett underinvesterat område men att underlätta flödet kan ge en hög ROI. Optimeringen handlar oftast om att avgöra vilken inloggning som passar en viss typ av kund på en specifik marknad och tjänst bäst. Exempel på detta följer nedan:

- Föreslå rätt identitetstjänst, t.ex. Mobilt Bank-ID i Sverige eller Ideal i Nederländerna
- Förfylla formulär för inloggning och registrering
- Optimera incheckningen baserat på användarens enhet

Checkin fokuserar för närvarande på tre industrier där produkten får en hög ROI. Dessa industrier befinner sig dessutom i en god strukturell tillväxt. De industrier som Checkin prioriterar att växa inom är följande:

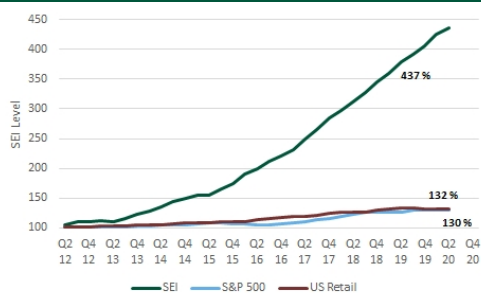
- **Igaming:** Industrin väntas växa med ca 12% CAGR fram till 2025. Den främsta drivkraften inom igamingindustrin förutom skiftet till onlinecasino är att den amerikanska marknaden har börjat öppna upp. Spelindustrin har dessutom ett regulatoriskt tryck på sig att bättra på identifikationsprocesser av complianceskäl. Checkins lösning hjälper spelbolag att anpassa inloggningsprocessen till olika marknader och krav.
- **Prenumerationstjänster:** Det genomsnittliga amerikanska hushållet har idag i snitt 12 betalda prenumerationstjänster inom underhållning. Sedan 2012 har prenumerationstjänster vuxit med ca 437% vilket går att jämföra med retailförsäljning som ökat med 30%. Checkins lösning hjälper slutanvändaren att enkelt byta mellan olika tjänster samt bolagen att lättare få nya kunder.
- **Fintech:** Vi bedömer att det med en ökad och mer fragmenterad e-handel kommer finnas ett behov av att göra registrering och öppnande av konton mer strömlinjeformat.

Sammanfattningsvis bedömer vi att det finns goda möjligheter för Checkin att nå sina finansiella mål. Detta då de uppfyller flertalet av de kriterier som den amerikanska techinvesteraren Bessemer Venture Partners ställer upp för ett bolag i en tidig scale up-fas. Dessa kriterier omfattar bland annat:

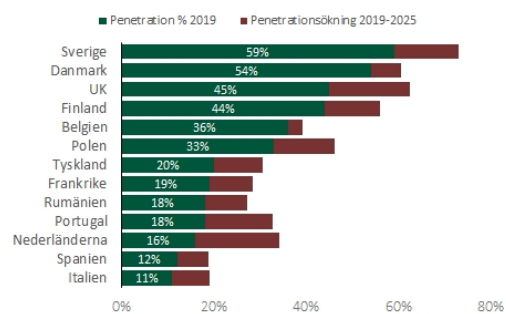
- **Tillväxt till rätt pris:** Sedan start har Checkin visat en hög effektivitet i sin tillväxt och visar ett efficiency score i toppklass. Genom att växa till rätt pris kan bolaget utveckla organisationen samtidigt som värderingen stiger.
- **Nail it before you scale it:** Vi bedömer att Checkin har byggt en överlägsen produkt som nu kommer att kunna rullas ut globalt. Vi har talat med flertalet av bolagets kunder i spelsektorn som anser att produkten ger en god ROI.
- **Customer success is company success:** Genom att tillhandahålla en tjänst med hög avkastning för kund kan bolaget ta bra betalt för sina produkter för att kunna växa snabbare.

Punkterna ovan har lett till att bolaget lyckats kombinera lönsamhet och en årstillväxt i paritet med några av de främsta bolagen i Silicon Valley. Vi anser därför att bolaget kan klara av att nå sina ambitiösa finansiella mål.

SEI Index level vs S&P 500 och retail sales growth



Utveckling internationella spelmarknader



Kindred H2 Gambling Capital

Erbjudande

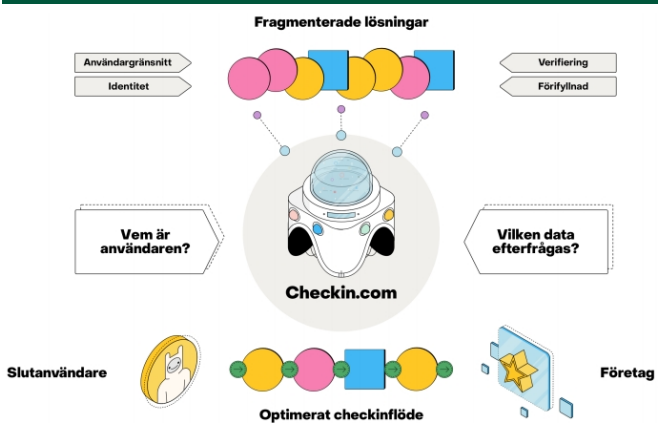
Checkin hjälper bolag att höja sin konverteringsgrad av intresserade kunder genom att optimera den digitala incheckningsprocessen. Bolaget har gjort den bedömningen att det investeras mycket kapital i nykunds försäljning genom t.ex. reklam men relativt lite i incheckning. En suboptimal incheckning kan leda till att investeringar i marknadsföring går förlorade. Ett exempel på hur en förbättrad incheckning kan vara lika viktig som att reducera churn visas nedan.

Bolaget har noterat att under de senaste fem åren då ekonomin blivit alltmer digital har potentiella slutanvändares tålamod med registrering och inloggning på internet sjunkit rejält. Dessutom har antalet identifieringslösningar, inloggningar och betallosningar mångdubblats på internet. Exempel på den svenska marknaden är:

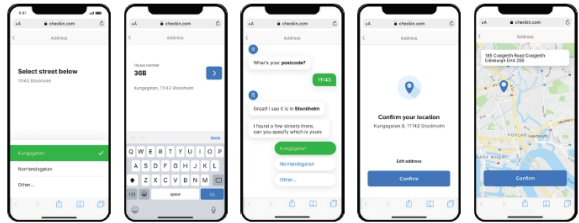
- Apple-ID
- Google ID
- Bank-ID
- Olika former av formulärtjänster som delvis fyller i sparad information i webbläsaren

Denna ökade komplexitet gör att det blir svårare för företag att anpassa sig till olika regulatoriska krav och olika devices på olika marknader. Vi ser därför att det finns ett stort incitament att investera i en mjukvara likt Checkin, i synnerhet för ett bolag aktivt inom digitala industrier eller med slutanvändare som registrerar sig och loggar in på egen hand.

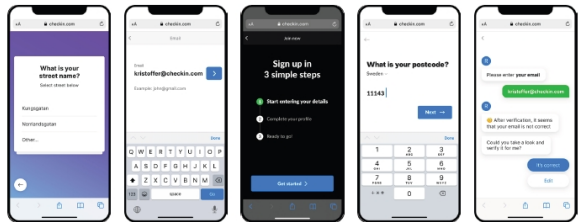
Schematisk bild över Checkins erbjudande



Exempel på hur Checkin anpassar sig till olika situationer



Grafik över några olika sätt som mjukvaran kan inhämta adressuppgifter från slutanvändaren.



Grafik över några olika visuella så kallade UX system som mjukvaran använder.

Prisbild

Prislista

The diagram illustrates four pricing tiers for a service, each represented by a colored box with a corresponding border color. The tiers are arranged horizontally from left to right. Each box contains the tier name, the price per month, and the registration details.

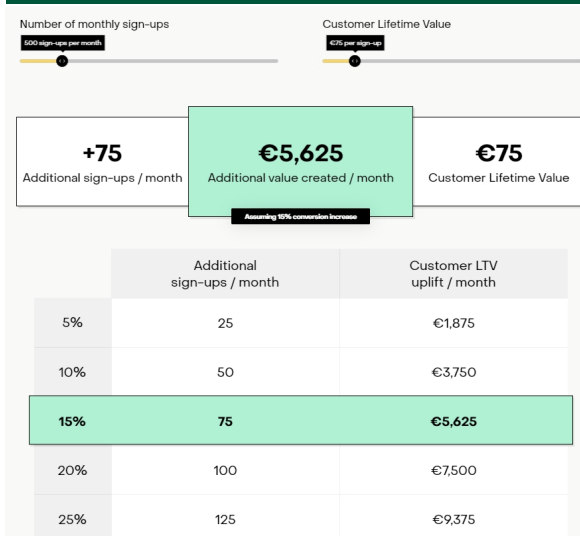
Tier	Price	Registrations
Medium	€1,900/mo	5,000 monthly registrations €0.39 per additional reg.
Large	€3,900/mo	15,000 monthly registrations €0.19 per additional reg.
Mega	€5,900/mo	50,000 monthly registrations €0.10 per additional reg.
Premium - Individual		50,000 monthly registrations €0.10 per additional reg. Ability to influence R&D roadmap

Checkin har utvecklat en plattform som individanpassar inloggningen baserat på artificiell intelligens som tar aspekter likt geografi och tidigare beteendemönster i beaktning. Detta gör att konverteringsgraden stiger. Konverteringsgrad är en KPI som är i princip lika viktig som churn för mjukvarubolag och tjänstebolag online. Plattformen är helt GDPR-kompatibel vilket gör att kunder över hela världen kan använda den. Vi bedömer att tjänsten är eftertraktad av följande anledningar:

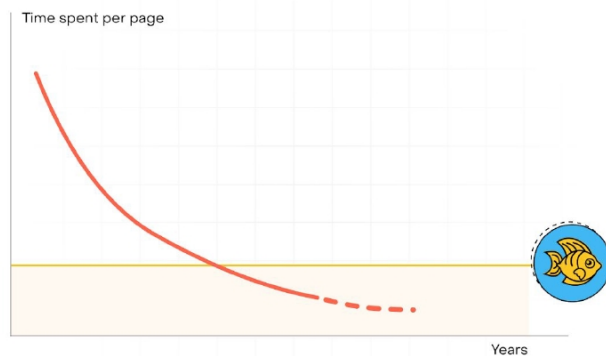
- **Enkel integration:** Checkins mjukvara är byggd för att snabbt kunna integreras utan tillpassningsarbete. Integrationen sker huvudsakligen i front end eller genom software development kits mot appar. Checkins mjukvara lägger sig som ett lager mellan appar, d.v.s. olika inloggningstjänster, slutanvändaren och beställaren av produkten. Checkin samlar inte in någon extra information utan ser bara till att den givna informationen flödar på ett mer smidigt sätt.
- **Machine learning:** Checkin har byggt in ett starkt AI-element i sin mjukvara som gör att mjukvaran klarar av att anpassa sig till olika slutanvändare behov. Inläringen är styrd av beteende data snarare än personlig data. Ju mer data Checkin samlar in från kunder i olika delar av världen som använder sig av olika lösningar, desto bättre blir produkten.
- **Kopplingar till olika ID-tjänster:** Genom att vara sammankopplad via API med flera olika internationella ID-tjänster kan Checkin serva samma kund i olika länder. Ett exempel på detta är kunden Kindred som använder sig av Checkin på flera av sina marknader. Vi bedömer det som sannolikt att andra spelbolag kommer göra likt Kindred och öka antalet marknader där de använder sig av Checkin.
- **Skalbar konstruktion:** Bolagets plattform är helt molnbaserad och har en arkitektur anpassad för att expandera i stor skala. Vi bedömer att ledningens produktbakgrund ifrån Klarna är en anledning till att produkten står på en stabil grund.
- **Anpassning till device:** Produkten kan genom machine learning anpassa sig efter vilken device som slutanvändaren använder. Processen för att öppna ett konto eller dylikt kommer således att se olika ut om kunder använder en Ipad eller en Iphone. Dessa två skiljer sig givetvis i sin tur ifrån om man använder en PC.
- **GDPR:** Mjukvaruplattformen är utformad för att vara kompatibel med GDPR och låta kunder behålla kontrollen över datan. Då mjukvaran är relativt nyutvecklad har den kunnat byggas från scratch med GDPR i åtanke. Mjukvaran skiljer på anonym teknisk s.k. metadata och personuppgifter på ett sådant sätt att slutanvändaren alltid har kontroll över sina personuppgifter.
- **Säkerhet:** Bolaget jobbar med moderna och pålitliga krypterings- och säkerhetsprotokoll för att eliminera möjligheten till manipulation. All utveckling och lagring sker i några av de säkraste molnbaserade miljöerna.

Sammanfattningsvis ser vi att Checkin har en produkt som ger en tydlig avkastning till sina användare och uppfyller flertalet kriterier för att användas av internationella moderna storbolag. Den höga tillväxten sedan start är ett kvitto på att produkt och strategi levererar.

ROI av att använda Checkins produkter



Attention span hos internetanvändare



Kunder

Checkin fokuserar på tre snabbväxande digitala vertikaler. Vid tidpunkten för börsnoteringen hade bolaget 37 betalande kunder. Nedan beskriver vi en nyckelkund i varje segment för att senare göra en djupdykning i de olika industrierna.

- **Igaming:** Checkin har det svenska spelbolaget Kindred som kund. Kindred har en marknadsandel om ca 5% på den europeiska marknaden och använder sig av Checkin på ett antal marknader. Vi bedömer att Kindred är ett av de ledande innovativa spelbolagen och att andra kommer att snegla på deras lösningar för att förbättra sina egna. Checkin är även slutit ett avtal med platformsbolaget Aspire Global. Avtalet innebär att Checkins lösning kommer göras tillgängligt för över 60 kunder globalt vilket nästan är en dubbling av kunder för Checkin.
- **Prenumerationstjänster:** Vi bedömer att både SaaS-bolag och olika typer av mediebolag kommer ha stor användning av Checkins tjänster. I dagsläget har det genomsnittliga amerikanska hushållet 12 prenumerationstjänster.
- **Fintech:** Då global e-handel och den digitala ekonomin vuxit kraftigt har olika betallösningar och neobanker (banker utan fysiska kontor) fått en viktig roll i ekosystemet.

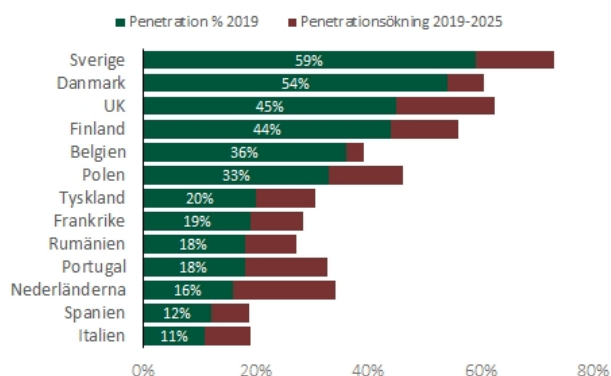
Marknad/industriöverblick

Igaming

Vi bedömer igaming vara en av de snabbast växande formerna av digital underhållning av tre anledningar:

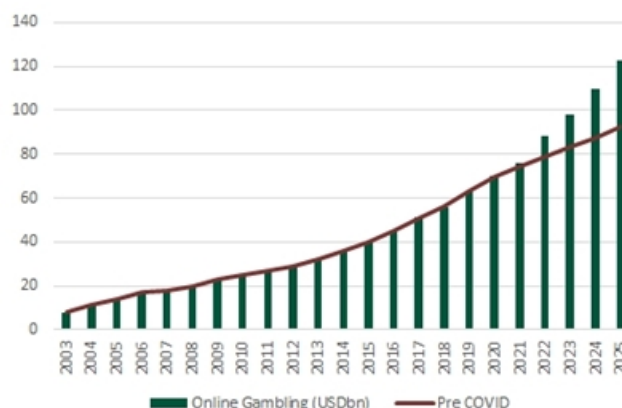
- **Avreglering av stora marknader:** Förutom att USA har börjat öppnas upp för spelbolag ser vi även positiva signaler om avreglering från länder i Sydamerika. Vi bedömer att t.ex. Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem.
- **Nedstängning av fysiska casinon:** Vi bedömer att covid-19-pandemin har accelererat skiftet från offline till online. Onlinedelen av spelande har historiskt varit under 10% och vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin samt att denna andel inte kommer sjunka tillbaka då onlinespel fått en större acceptans.
- **Fortsatt digitalisering av samhället:** Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer se en ökad andel onlinespelande framöver drivet av allmänna faktorer som driver på digitalisering, t.ex. mer utbyggt bredband och konvertering till smartphones.

Utveckling internationella spelmarknader



Kindred H2 Gambling Capital

Den internationella spelmarknaden



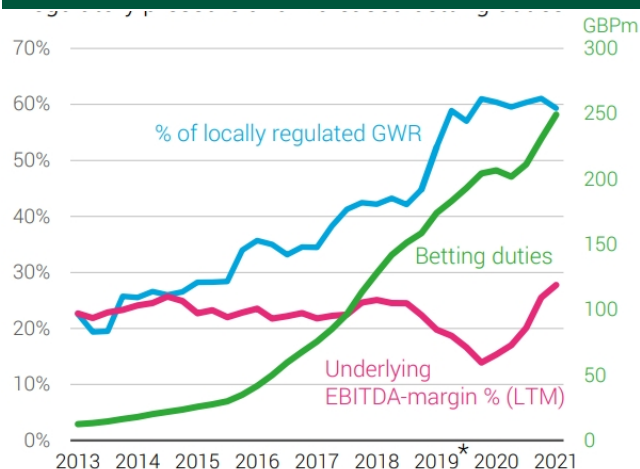
H2 Gambling Capital

Vi bedömer att Checkin är en vinnare på ökande regleringar och compliancekrav. Detta av följande anledningar:

- På en reglerad marknad har operatörer höga krav på sig att ha kontroll över sina kunders identitet. Detta av två huvudsakliga skäl, för att minska penningtvätt och för att minska olovligt spelande bland t.ex. underåriga eller personer med spelmissbruk.
- Vi bedömer att valmöjligheten i inloggningsalternativ är högre på reglerade marknader framför oreglerade marknader.
- På reglerade marknader är ofta den vanligaste formen av inloggningen den nationella motsvarigheten till Mobilt Bank-ID. Genom att anlita Checkin blir det lättare för en operatör att vara compliant i olika länder.

För att illustrera trenden med ökad reglering och därmed ökade krav på regelefterlevnad i industrin går det att studera statistik ifrån Kindred. Bolaget har sedan 2013 gått ifrån att endast ha 20% av intäkterna från lokalt reglerade marknader till att nu ha kring 60% av intäkterna ifrån reglerade marknader. Den största tillväxtmarknaden är i dagsläget USA. Andra potentiellt stora marknader som vi bedömer kan komma att öppnas upp i närtid är Latinamerika och Canada.

Kindreds utveckling av reglerade intäkter



Vi bedömer även att en lösning likt Checkin kommer bli standard i branschen då den vi anser vara den mest tekniskt innovativa operatören, Kindred, är kund.

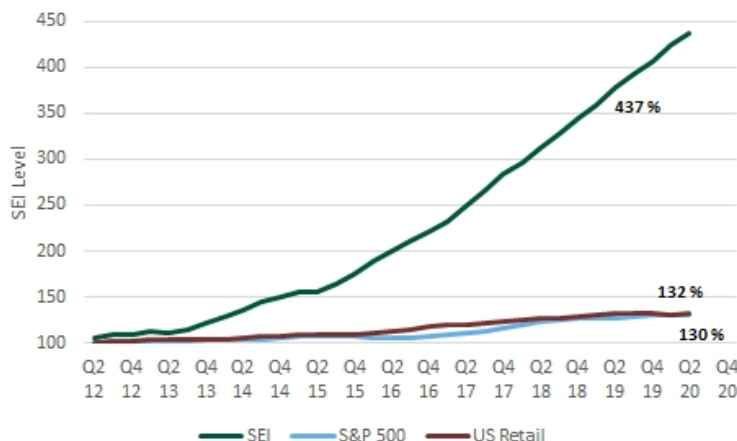
Kindred har tidigt anpassat sig även till andra innovationer i spelindustrin, t.ex. livecasino eller olika snabba betallösningar. Genom att knyta till sig kunder som ses som tekniskt marknadsledande bygger Checkin ett starkt renommé i branchen. Kindred är ett typexempel på den kundresa som Checkin vill uppnå. Kindred började använda Checkin på en mindre nordisk marknad för att senare använda tjänsten på en av de större europeiska marknaderna. Andra exempel på vad som skulle kunna öka ARPU

Vi bedömer att Checkin har goda möjligheter att öka ARPU på sina befintliga kunder inom spelsektorn. Detta då vi tror att man i dagsläget har kontrakt på endast ett fåtal geografiska marknader med bolagen. Våra källor i industrin är mycket nöjda med produkten och tror därför att man kommer ha möjlighet att växa på befintlig kundstock. Den aktör vi diskuterat lösningarna med implementerar just nu produkten på två marknader och vi bedömer att fler är att vänta.

Prenumerationstjänster

Bolag som tar betalt genom abonnemang har ökat kraftigt de senaste åren och har vuxit betydligt snabbare än den traditionella ekonomin. Enligt den amerikanska tankesmedjan The Subscribed Institute har bolag med abonnemangsbaserade intäktsmodeller vuxit ca 7 ggr snabbare än traditionell retail i Q4'20. Vi har valt att undersöka några av de snabbast växande delarna i detta index och resonera kring hur Checkins platform kan bidra till en höjd ROI hos dessa kunder.

SEI Index level vs S&P 500 och retail sales growth

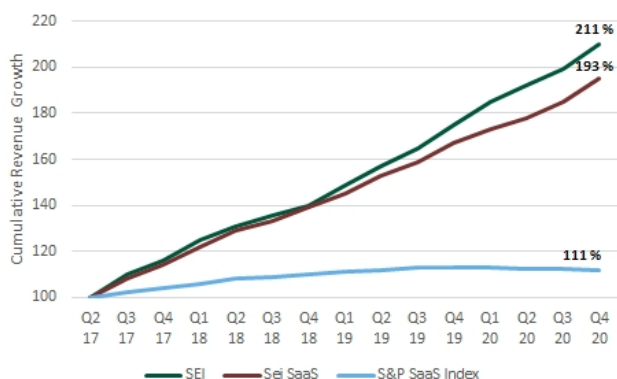


The Subscribed Institute

De industrier vi bedömer vara i fokus för Checkin är följande: SaaS-bolag, media, förläggare och möjligen telekom. De övriga sektorerna i indexet ovan är bl.a. tillverkningsindustrin, sjukvård, utbildning och tjänsteföretag.

Mjukvarubolag

SEI SaaS sector growth

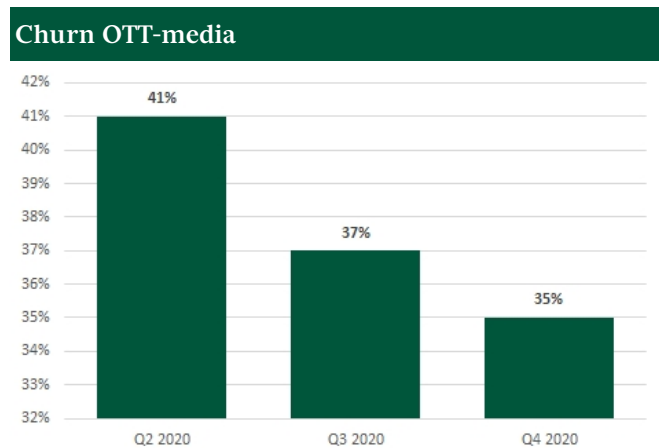


Inom mjukvara har betallösningar gått ifrån att produkter betalas upfront (vid inköpet) till att betalas genom en s.k. SaaS-lösning (Software as a Service), d.v.s. ett slags abonnemang. Vi bedömer att tillväxten kommer vara fortsatt hög för denna metod att betala. Den amerikanska venture capital-investeraren Bessemer Venture Partners bedömer att andelen mjukvara som säljs genom SaaS uppgick till ca 30% 2020 och kommer att närma sig 50% 2025 med en tillväxt om ca 20%. Vi bedömer att Checkin kan komma att underlätta för mjukvarubolag som inriktar sin försäljning till SME-kunder eller privatpersoner där försäljningsprocessen oftast är helt webbaserad.

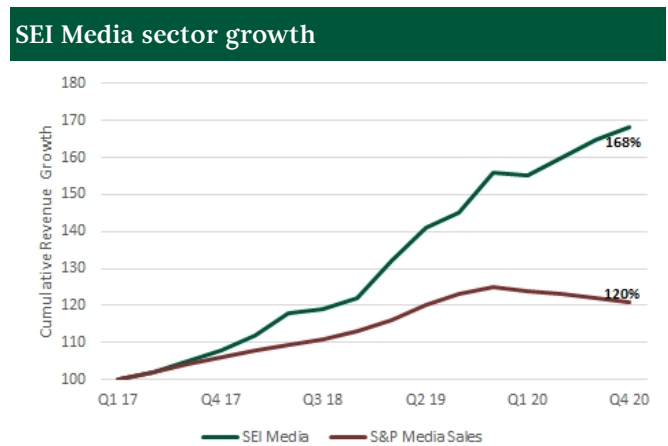
The Subscribed Institute

Medietjänster

Nästa industri vi har valt att titta närmare på är media. Den genomsnittliga amerikanska konsumenten har, enligt den 14:e upplagan av Deloittes studie "Digital Media Trends", 12 olika underhållningsabonnemang. Samma undersökning visade att 23% av alla amerikaner adderade minst en streamingtjänst under 2020. Detta tyder på att konsumenten ofta byter tjänster, vilket stöds av en hög churn rate (kundbortfallsprocent). Vi bedömer att det i denna sektor finns en stor nytta av Checkins mjukvara då den underlättar för lättflyktiga konsumenter att öppna nya konton och teckna nya tjänster.

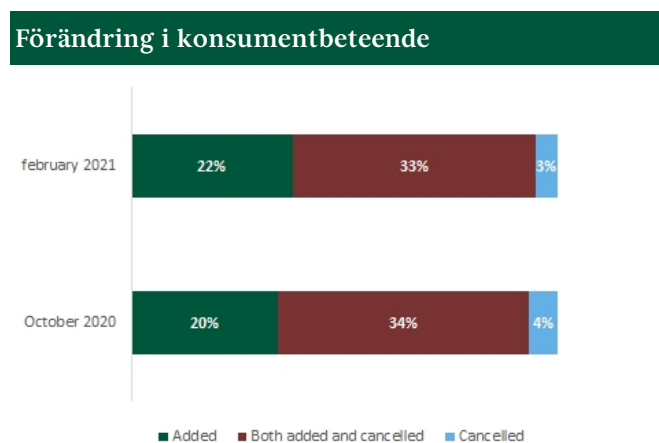


The Subscribed Institute

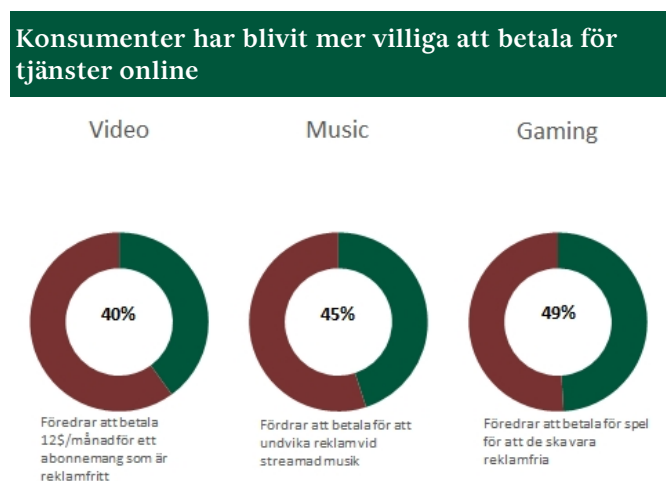


The Subscribed Institute

Vi bedömer att efterfrågan på betaltjänster och omsättningshastigheten i dessa kommer stiga. Ett exempel på detta syns i den ovan nämnda Deloitte-rapporten. Vi noterar även att betalningsviljan för att slippa reklam är tämligen stark i samtliga segment av betalmedier. Då hoppandet mellan olika tjänster blir mer frekvent fyller Checkin en funktion då varje byte eller nyöppnande av en tjänst kräver en smidig incheckning.



Deloitte Media Trends

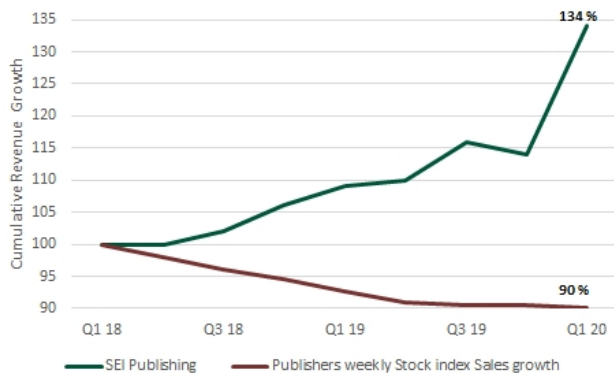


Deloitte Media Trends

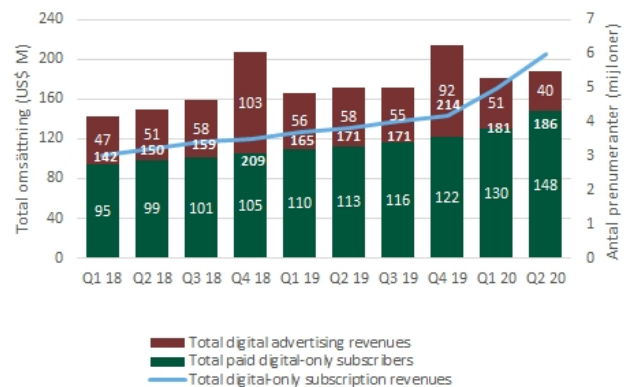
Förläggare

Traditionella förlag har de senaste åren tappat ca 10% av omsättningen samtidigt som digitala prenumerationer på tidsskrifter, tidningar och magasin har ökat med ca 34%. Vi bedömer att drivkrafterna bakom ett ökat antal digitala prenumerationer liknar de som beskrivs dvs konsumenter är beredda att betala för att slippa reklam i spel och media. Vi bedömer att en nyckel för att sektorn ska kunna bibehålla den höga tillväxten som följt av covid-19 är att tillhandahålla flexibla prenumerationer. Här tror vi att en tjänst likt Checkin kan leda till en god ROI för förläggarna.

SEI Publishing sector growth



Omsättning och antal prenumeranter New York Times



The Subscribed Institute

Sammanfattningsvis ser vi att Checkin erbjuder en produkt som kan ge en god ROI åt bolag som erbjuder olika former av prenumerationstjänster. Vi bedömer att den adresserbara marknaden i detta segment är betydligt större än i igamingsegmentet vi diskuterar ovan.

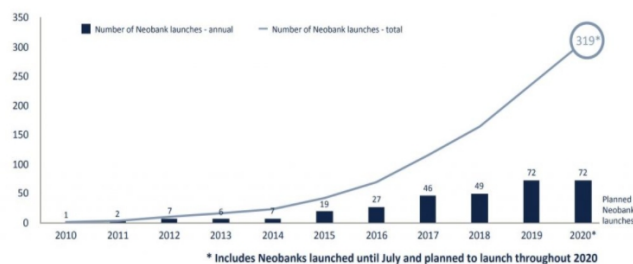
Fintech

Den sista industri som kommer att driva tillväxten i Checkin är fintech. Fintech i detta sammanhang är ett samlingsnamn för Checkins kunder inom den finansiella sektorn. Denna kundgrupp innefattar först och främst neobankers och olika former av betallosningar. Neobankers är banker utan ett fysiskt kontorsnätverk där många är utvecklade direkt för mobiltelefon.

Antal neobankers i EU

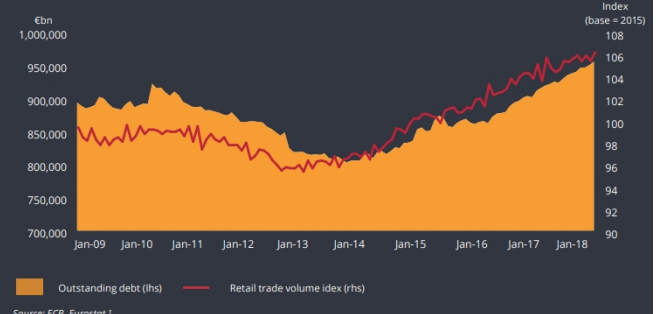
NEOBANK WORLDWIDE LAUNCHES FROM 2010

Number of launches per year



Europeiska konsumentkrediter

EU consumer credit outstanding and retail volume growth



Sifted.eu

Deloitte: The Future of Credit, A European Perspective (2019)

Vi bedömer att denna tillväxt är delvis driven av en ökad e-handel, en marknad som exploderat under covid-19-pandemin. En annan drivkraft i sektorn är en ökad efterfrågan på banköverföringar mellan länder. Många neobankers har låga växlingsavgifter och snabba överföringar.

En subkategori som vuxit kraftigt i Norden men som även finns globalt är s.k. konsumentlåneförmedlare. Denna typ av bolag hjälper kunder att lägga om krediter och dylikt. När sektorn började växa fram var den helt telefonbaserad, men nu sker större delen av processen digitalt. Vi bedömer att Checkin har möjlighet att göra kundupplevelsen smidigare.

Sammanfattningsvis ser vi att ett mer fragmenterat och digitalt bankväsende är en stark drivkraft för Checkin. Ökade konsumentkrediter och en ökad globalisering leder till att bolag inom dessa sektorer ser en potentiellt hög ROI för att investera i tjänster likt Checkins.

Konkurrenssituation

En typ av konkurrent till Checkins produkt är egenutvecklade lösningar hos kunderna. Vi ser detta som något positivt då dessa ofta är tämligen komplexa och sällan har samma möjlighet att tillfredställa en hel koncerns behov. Ett exempel kan vara att ett bolag har olika egenbyggda lösningar för olika geografiska marknader.

Vi bedömer att den potentiellt svåraste konkurrensen kan komma ifrån något av de globala internetbolagen. Dessa bolag (Google, Facebook etc.) har stora R&D-muskler och skulle kunna bundla incheckningslösningar med andra tjänster. Ett exempel på när ett bolag stötte på denna typ av konkurrens var när meddelandetjänsten Slack försökte öka sin försäljning till storbolag. Microsoft valde då att bygga in tjänsten Teams i Officepaketet vilket gjorde att Slack fick svårt att nå ut med sin lösning. Vi bedömer således att de stora internetbolagens bundling är det största hotet mot Checkin.

Typ av konkurrent	Local Champion	Egen utvecklat	Bundling från Big Tech	Checkin
Möjlighet att vara aktiv på flera marknader utan tyngre utvecklingsjobb	X	X/✓	✓	✓
Möjlighet att enkelt addera moduler	X	X/✓	✓	✓
Konkurrent i närtid	✓	✓	X	

Finansiella mål

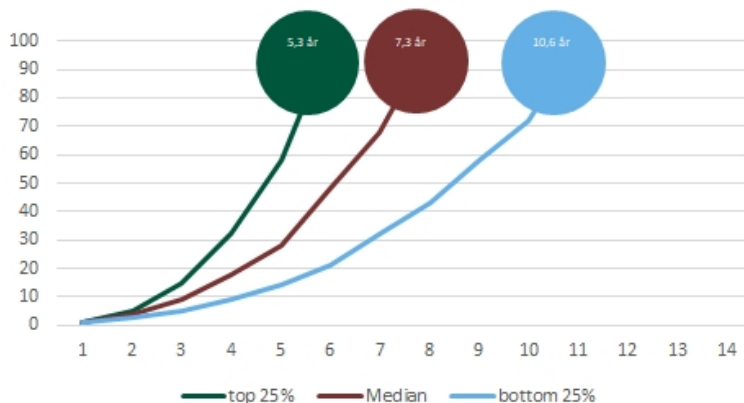
Bolaget har ett finansiellt mål som fokuserar på tillväxt. Målet lyder som följer:

- Bolaget ska 2025 ha en omsättning om 500 mkr
 - Siffran motsvarar en CAGR om 86% vilket bolaget historiskt levererat
 - Tillväxten ska främst ske organiskt men förvärv kan bidra. Förvärven kommer främst bidra med att öka ARPU genom att addera nya lösningar eller specifika geografier

Utvärdering av bolagets affärsplan

Vi har utgått ifrån Checkins målsättning för att ställa våra estimat för de kommande åren. För att bedöma om bolaget har möjlighet att nå dessa mål har vi använt oss av ett ramverk utvecklat av den amerikanska VC-investeraren Bessemer Venture Partners. För att sätta perspektiv på bolagets mål har vi tittat på ett antal amerikanska SaaS-bolag och hur lång tid det tog för dem att nå en ARR (annual recurring revenue) om USD 100m, d.v.s. ungefär det dubbla jämfört med Checkins målsättning.

Antal år till USD 100m ARR



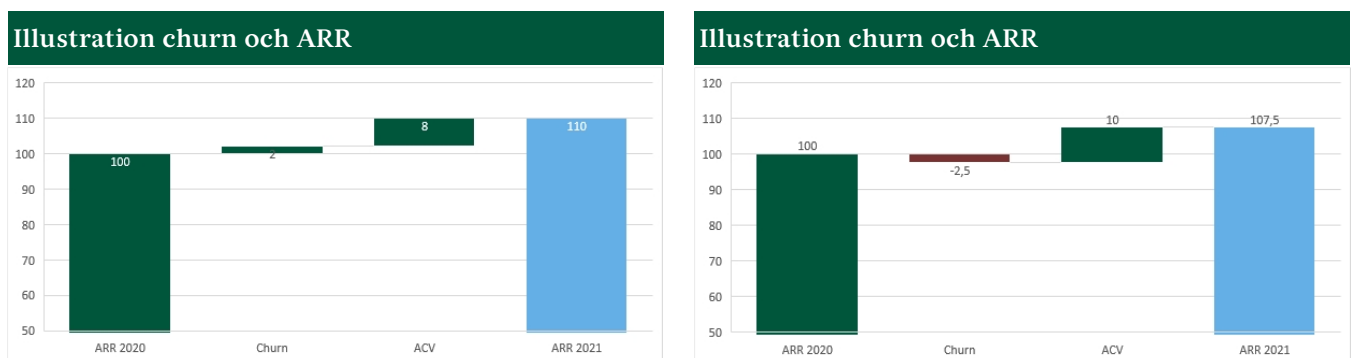
Bessemer Venture Partners

Extrapolerar vi Checkins mål skulle man hamna något över medianen i vårt dataset. Detta dataset har dock ett överlevnadsbias då många bolag aldrig når en ARR om USD 100m. Vi ser dock målsättningen som realistisk då Checkin likt många av bolagen som ingår i datan har en global målmarknad. Nedan följer de 10 regler som Bessemer anser att man bör följa för att bli ett globalt ledande mjukvarubolag:

- **Sträva mot att bli marknadsledare för att kunna expandera din marknad:** För en nischad mjukvara kan marknadsledaren ta nästan 50% marknadsandel medan övriga topp tre delar på ca 40%. Genom att hitta nischer där man kan bli ledande går det att kontrollera pris, innovation och locka rätt talanger. Från denna situation går det sedan att expandera marknaden och bibehålla momentum. Vi bedömer att Checkin har börjat i en specifik nisch, igaming, och har börjat röra sig emot andra marknader i form av abonnemangsdrevna bolag och fintech.
- **Växt till en optimal kostnad:** Tillväxt kommer alltid att komma till ett pris i snabbväxande bolag. Detta pris beror på en kombination av prissättning och säljarbete. För att bedöma att tillväxten sker till en rimlig kostnad har vi valt att titta på Bessemers parameter "efficiency score". Efficiency score är tillväxten i ARR under en given period dividerat med det negativa kassaflödet under samma period. Detta mäter två saker:
- **Har bolaget en rimlig prissättning:** En vanlig genväg för att växa snabbt är att erbjuda produkten med rabatter eller erbjuda ett för lågt pris. Ett för lågt pris innebär att bolaget hamnar i en negativ spiral där man saknar tillräcklig kassa för att fortsätta investera i marknadsföring.

- **Har bolaget en fungerande strategi för att nå marknaden:** Förutom att prissätta sig rätt måste bolag ha en rimlig strategi för att nå marknaden. Vi bedömer att detta reflekteras i efficiency score. I våra prognoser ligger effektivitetstalet kring 2x vilket enligt Bessemer anses vara ett bra värde.
- **Satsa på rätt produkter och låt produkten vara ditt huvudsakliga säljargument:** Vi har träffat ett antal kunder till Checkin och får intrycket av att produkten ger en god ROI och att kunderna är nöjda. De kunder vi har träffat anses dessutom vara de drivande inom teknikutveckling inom sektorn vilket gör att vi bedömer att de potentiellt kan ha satt en standard. Dessa punkter hänger ihop med en av de senare riktlinjerna som fokuserar på att hålla nere churn för att bibehålla en hög tillväxt. Detta är möjligt genom att ha en prissättning där dina intäkter ökar samtidigt som kundernas intäkter ökar.
- Inom mjukvara börjar några av de viktigaste nyckeltalen som beskrivs nedan på bokstaven C. Marknaden pratar därför om de fem C:na:
- **CARR: Contracted Annual Recurring Revenue:** Nyckeln till att förstå, värdera och estimerar intäkterna i ett SaaS-bolag är att förstå dynamiken bakom ARR. ARR är värdet på de kontrakterade och återkommande intäkterna vid en given tidpunkt. Det drivs främst av tre parametrar:
- **Churn:** Antalet kunder eller intäkter som går förlorade genom uppsägningar. Checkin har i dagsläget en negativ churn vilket innebär att utan extra försäljning ökar kundstocken i värde p.g.a. merförsäljning och högre volym.
- **CLTV (Customer Lifetime Value):** Livstidsvärdet på en kund. Denna siffra bestäms framförallt av intäkterna per kund samt av churn rate. Då Checkin är relativt nystartat har vi inte kunnat bedöma CLTV exakt men då churn är relativt låg bedömer vi den som hög.
- **CAC (Customer Acquisition Cost):** Kostnaden för att förvärva en ny kund. Denna kostnad jämförs med livstidsvärdet på en kund för att beräkna en återbetalningstid. Vi bedömer denna vara 6–9 månader för Checkin vilket anses vara starkt.
- **Cashflow:** Bessemer bedömer att de skickligaste mjukvarubolagen lyckats uppnå positiva kassaflöden genom att erbjuda rabatter för att betala "upfront" eller att optimera sin prissättning. Vi bedömer att Checkin excellerar i denna gren då man historiskt lyckats växa lönsamt.

Nedan följer en illustration som visar att en låg eller negativ churn är en minst lika viktig komponent som nyförsäljning. Vi bedömer även att CAC är lägre på befintlig kund vilket gör tillväxten blir mer lönsam.

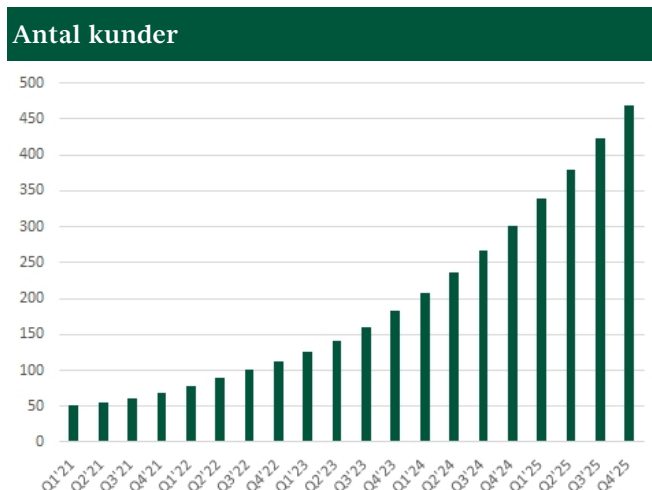
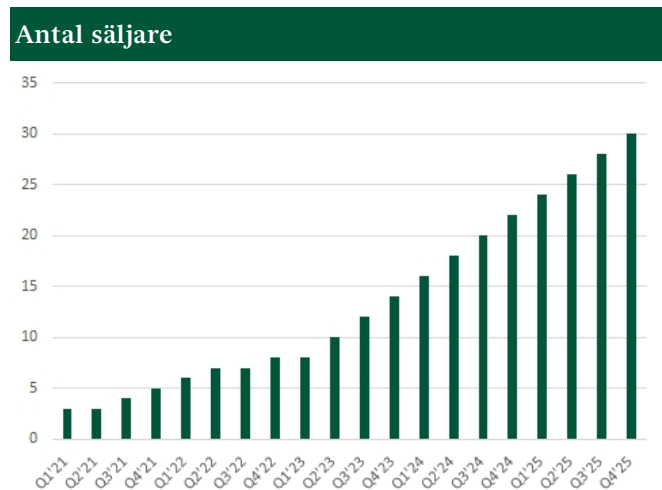


- **Hitta ett icke-monetärt KPI:** Vi bedömer att det är viktigt för bolag att hitta ett KPI som genomsyrar verksamheten. I Checkins fall är detta antalet sessioner. Bolaget hade under 2020 18 miljoner inloggningsessioner och tillväxten accelererar. Genom att öka antalet sessioner kan bolaget förbättra sin produkt eftersom varje session ökar bolagets machine learning-kompetens.

Övriga kriterier Bessemer diskuterar är kopplade till mer mjuka värden, t.ex. att bolagets kultur ska byggas från ledningen och genomsyra hela bolaget samt vikten av att planera i förväg för kapitalinjektioner. Vi bedömer att dessa uppfylls av Checkin.

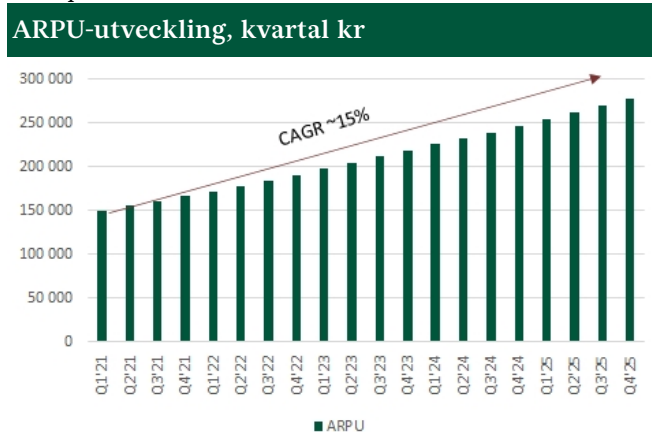
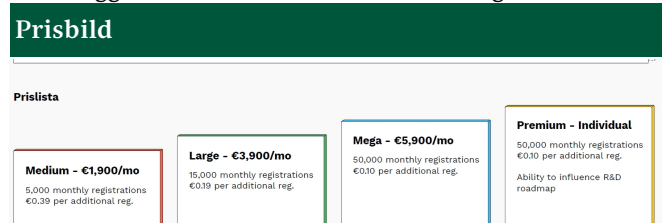
Estimat

Vi ser främst två komponenter som driver tillväxten i Checkin. Dessa är nya kunder samt ökad intjäning per kund. Vi bedömer att bolaget kommer ha återkommande intäkter strax över 90%. Bolaget rapporterar dock inte ARR men vi har valt att skatta denna genom att ta försäljningen i varje kvartal x4.



För att estimerar nykundsförsäljningen har vi utgått ifrån att bolaget ska accelerera rekryteringen av säljare under kommande år. Vi har sedan räknat med att varje säljare adderar ca 2 nya kunder per kvartal.

Den andra komponenten som kommer att addera tillväxt är ARPU-tillväxt eller intäkt per kund. Den uppgick till ca 0,6 mkr vid bolagets börsnotering. Vi bedömer att tillväxten i denna kommer att ungefärligen motsvara den underliggande tillväxten inom de olika segmenten, d.v.s. ca 15% per år.

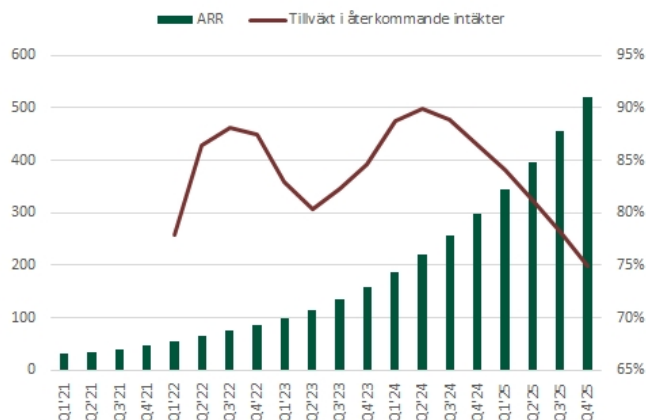


De två komponenterna ovan är de huvudsakliga drivkrafterna för att bolaget ska nå sina finansiella mål. Vi bedömer att ARPU-tillväxten kommer att vara den lättaste att uppnå givet den starka tillväxten i underliggande marknader. Vi bedömer således att utmaningen är att gå ifrån de 50 kunder bolaget har i dagsläget till ca 470 kunder i slutet av 2025. Komponenterna ovan kommer att driva ARR enligt ekvationen nedan:

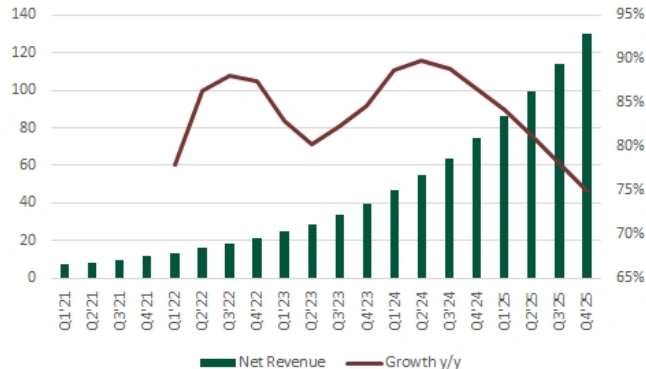
$$ARR = (ARPU * Kunder_{(t-1)} * Retention) + (ARPU * Nya kunder)$$

$$ARR = \text{Intäkter i kvartalet} * 4$$

ARR-estimat



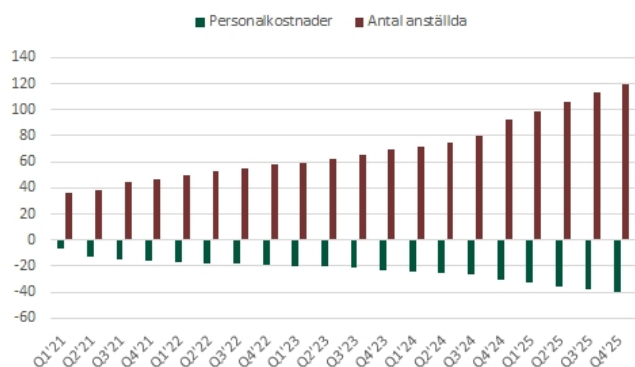
Intäktestimat



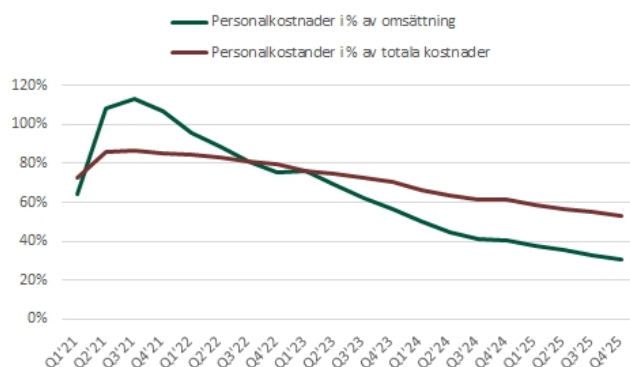
Kostnadsbas

Bolaget har varit tydliga i sin kommunikation i samband med börsnoteringen att nytt kapital ska användas för att expandera. Vi ser främst att kostnadsbasen kommer att stiga drivet av högre personalkostnader då både säljare och servicepersonal kommer att tillkomma för att bolaget ska kunna röra sig emot sina finansiella mål.

Personalkostnader (mkr) anställda (st)

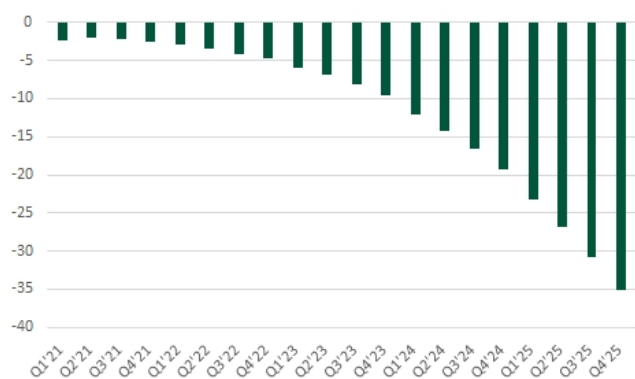


Kostnadssammansättning



Då bolaget kommer att försöka accelerera sin tillväxt anser vi även att övriga externa kostnader kommer att stiga som andel av omsättningen kommande år. Dessa kostnader inkluderar ökad marknadsföring, utveckling och stöd åt den växande säljkåren.

Övriga externa kostnader (mkr)

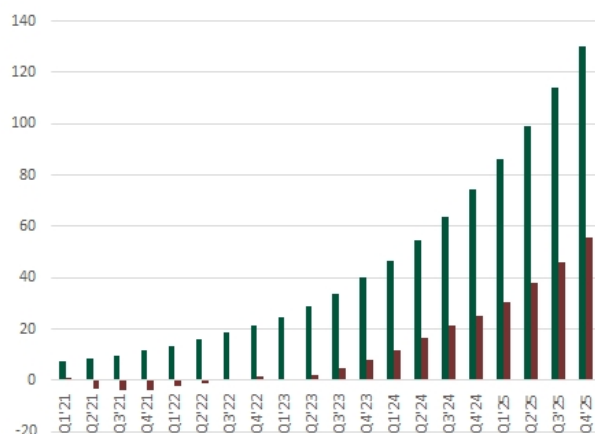


Övriga externa kostnader % av försäljning

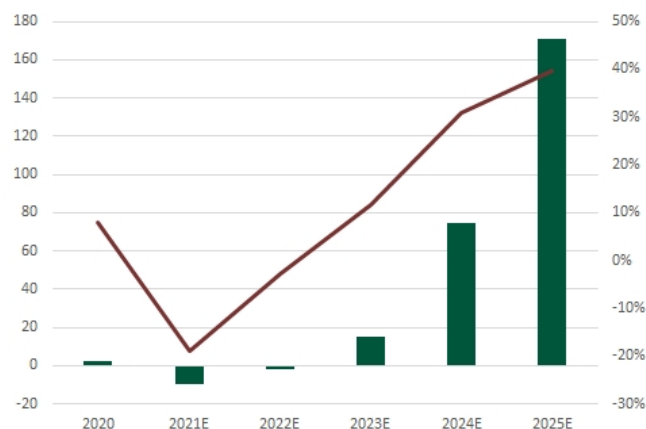


Sammanfattningsvis tror vi att bolaget kommer att ha ett negativt EBITDA-resultat de kommande två åren. Vi anser dock att man gör rätt i att maximera tillväxten på bekostnad av kassaflöde kommande två år.

Försäljning och EBITDA (q/q)

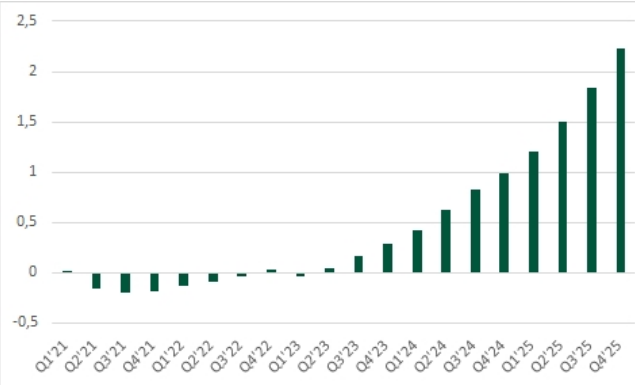


EBITDA y/y

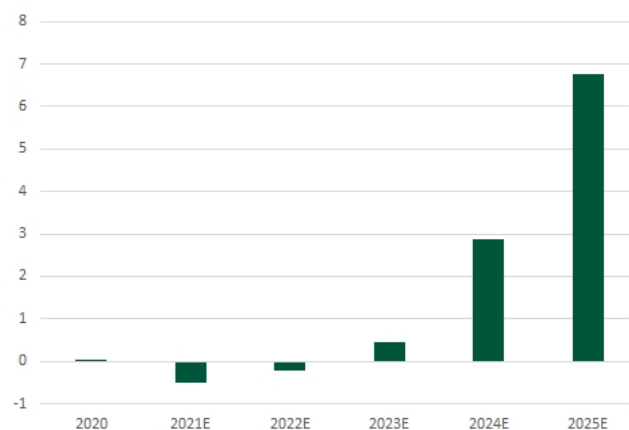


Vi bedömer att bolaget kommer att ha en avskrivningstakt som är något högre än den nuvarande kommande år. Detta beror på att vi ser ökade investeringar för att växa och nå målen.

EPS q/q

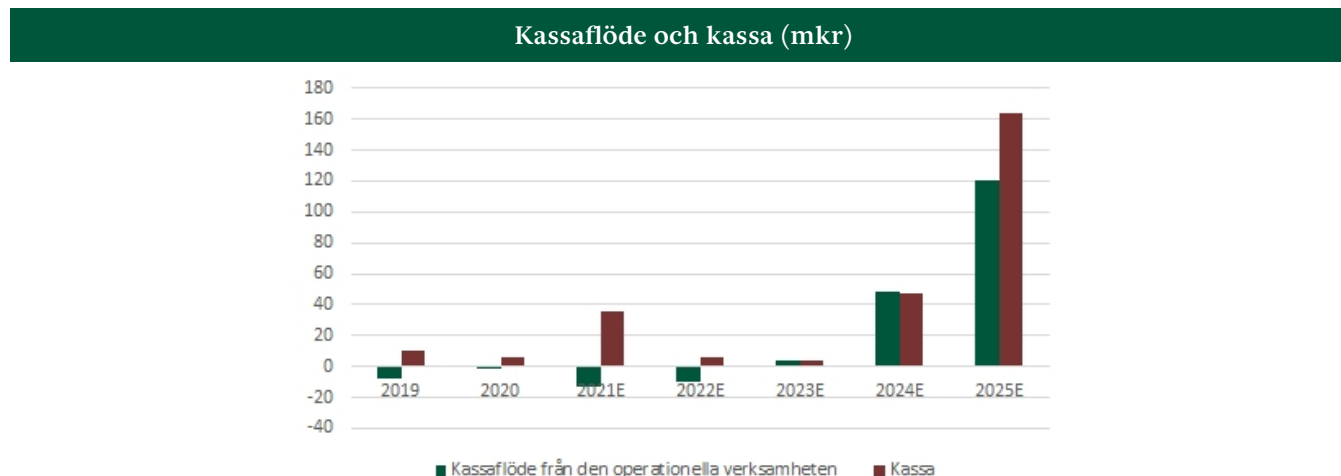


EPS y/y



Kassaflödesanalys

Som vi tidigare poängterat har bolaget tagit in kapital för att accelerera tillväxten. Detta kommer att återspeglas i kassaflödet under kommande år. Vi ser inte detta som något negativt utan som ett planerat initiativ ifrån ledningen. Vi bedömer att bolaget kommer att vara relativt effektiva med kapitalet, något som återspeglas i ett efficiency score kring 1,0 kommande två år. Sammanfattningsvis tror vi att bolaget endast kommer att behöva externt kapital av offensiva och inte av defensiva anledningar.



Förvärvsagenda

Bolaget har under IPO-processen varit tydliga med att förvärv är en viktig del av tillväxtplanen. Vi bedömer att förvärv fyller en logisk funktion i bolagets expansion. Vi bedömer att förvärv kan komma i tre olika kategorier:

- **Addera en specifik funktion:** Vi bedömer att marknaden i dagsläget är tämligen fragmenterad och att det kan finnas "local champions" som byggt en integration för en specifik lösning. Denna typ av bolag skulle främst kunna höja ARPU för Checkin och bidra med mervärde till kunder som är ute efter vissa populära lösningar i specifika industrier och/eller geografier.
- **Expandera till en ny geografi med unika lösningar:** Checkin har sedan start varit ett globalt företag. Vi bedömer dock att det kan finnas större geografiska marknader där bolaget skulle vinna på att köpa en lokal aktör. Anledningen är att dessa marknader kan vara stora och öka intjäningen på befintliga storkunder.
- **Addera personal:** Vi bedömer att en tredje typ av transaktion som är möjlig är att förvärva ett mindre bolag för att komma över kompetent personal. Vi har via våra källor upplevt att det är ett stort problem att hitta rätt kompetens inom vissa områden. Denna typ av förvärv är vanlig bland amerikanska bolag inom techsektorn.

Sammanfattningsvis tror vi att bolaget kommer att vara aktivt på förvärvsmarknaden kommande år. Vi bedömer att det kommer att röra sig om förvärv som ökar ARPU snarare än förvärv som adderar nya kunder. Vi bedömer således att gapet mellan våra estimat och bolagets finansiella målsättning kan komma att fyllas genom att bolaget genomför förvärv som ökar intäkten per kund.

Värdering

Vi har valt att kombinera aspekter av en kassaflödesanalys och en relativvärdering år 2025 för att värdera Checkin. Vi bedömer att denna metod är den rätta av två anledningar:

- **Kassaflödesvärdering lägger för stor vikt vid terminalvärdet:** Vi anser att när ett bolag väntas ha en kraftig tillväxt likt Checkin blir känsligheten för hög i en DCF.
- **Jämförbarhet:** Vi bedömer att för att göra en rättvisande värdering av Checkin måste bolaget nå ett mer moget stadium. Vi tror detta kan ske kring 2025.

När vi värderat bolaget 2025 diskonterar vi det värdet till idag. Vi bedömer att diskonteringsräntan ska vara ~10% för att reflektera att bolaget är i en accelerationsfas. Högre än 10% i diskonteringsränta indikerar en mer binär risk.

Bland mjukvarubolag skiljer man på två olika typer av bolag:

- **Horisontella:** Horisontella mjukvarubolag har en mjukvara som kan användas av flertalet industrier. Exempel på detta är HR-system eller redovisningssystem. Dessa bolag har generellt en högre tillväxt än andra och har historiskt värderats till ett premium på börsen.
- **Vertikala:** Vertikal mjukvara som används i en specifik industri. Det främsta exemplet är mjukvara inom finansindustrin. Vertikal mjukvara präglas av högre lönsamhet men lägre tillväxt då den adresserbara marknaden oftast är mindre.

Nordiska peers

	Kurs		MV (mdkr)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			ROE			Kursutveckling	
	(lokal)			21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	1mån	6mån
Norden Saas/Techbolag (Vertikal mjukvara)																	
SimCorp	787	EUR	44	8,6	7,8	7,2	29,5	26,1	23,9	29,2%	29,2%	29,2%	40%	30%	32%	-4%	-10%
Vitec Software Group	351	SEK	12	8,1	7,3	6,7	22,2	19,5	17,2	36,3%	36,3%	36,3%	19%	24%	26%	-3%	8%
Norden Saas/Techbolag (Vertikal mjukvara)																	
Sinch	139	SEK	101	6,9	5,1	4,5	72,0	39,2	32,6	9,6%	9,6%	n/a	18%	10%	11%	5%	17%
Kahoot ASA	59	USD	28	32,9	17,1	10,9	127,6	43,3	22,1	25,8%	25,8%	n/a	-12%	-8%	2%	-1%	-33%
Lime	323	SEK	4	10,9	9,0	7,5	31,9	26,0	21,7	34,2%	34,2%	n/a	70%	66%	56%	-1%	-10%
Upsales	82	SEK	1	13,9	11,3	8,8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	17%	25%	27%	14%	42%
Admicom Oyj	83	EUR	4	15,8	13,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	33%	n/a	34%	-6%	-39%
Pexip Holding ASA	73	NOK	8	8,0	6,1	4,5	n/a	n/a	1053,2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-16%	0%	18%
Fortnox	410	SEK	25	25,6	19,6	14,8	65,1	46,9	33,5	45%	0	n/a	48%	40%	37%	7%	1%
Medel				14,5	10,7	8,1	58,0	33,5	172,0	30,0%	29,9%	32,8%	29,1%	26,8%	23,3%		
Median				10,9	9,0	7,4	48,5	32,7	23,9	31,7%	31,7%	32,8%	25,9%	25,0%	27,3%		

SimCorp: Ett danskt bolag som utvecklar mjukvara för portföljhantering. Kunderna är större finansiella institutioner eller banker. Bolaget är ett typiskt vertikalt mjukvarubolag, d.v.s. att mjukvaran endast kan tillämpas i en industri.

Vitec: Vitec har som strategi att förvärva och driva nischade mjukvarubolag inom Norden.

Sinch: Ett svenskt bolag som tillhandahåller molnbaserade meddelandetjänster via telefon.

Kahoot: Ett norskt bolag inom edutech. Bolaget utvecklar olika former av spel och quiz för att underlätta lärande. Kunder är skolor, organisationer och företag globalt. Bolaget har fått ett stort uppsving i samband med covid-19 och den våg av distansundervisning som följt.

Lime: Tillhandahåller SaaS-baserade CRM-system i Norden och Nederländerna. Bolaget fokuserar på tre vertikaler. Till skillnad från många av de större amerikanska mjukvarubolagen kör man all integration och tillpassning in-house vilket gör att bolaget har en relativt hög andel intäkter ifrån konsultjobb.

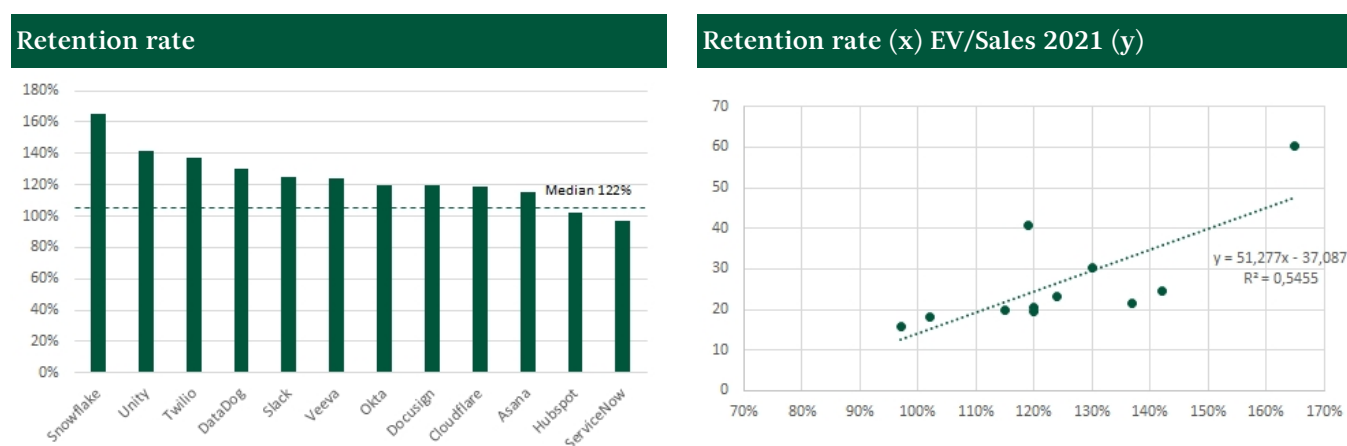
Upsales: Utvecklar SaaS-baserad CRM-mjukvara. Fokus är på Sverige men man har börjat växa utomlands. Är aktivt i andra industrier än Lime och har en högre andel SaaS-intäkter.

Admincom: Ett finskt bolag som bl.a. tillhandahåller redovisningstjänster och ERP-mjukvara (enterprise resource planning) åt bolag inom bygg, anläggning och tillverkningsindustri.

Pexip: Ett norskt bolag som tillhandahåller tjänster för e-telefoni. Genom Pexip kan olika system kopplas samman till en videokonferens. Bolaget är erkänt som ett av de mest cybersäkra bolagen i sektorn. Vi bedömer att bolaget fått en kraftig ökning i försäljningen till följd av covid-19.

Fortnox: Den ledande redovisningsmjukvaran i Sverige. Har över åren lyckats bredda sitt produkterbjudande vilket gör att ARPU har stigit. Detta är ett typexempel på ett bolag som levt upp till de kriterier vi beskrev ovan.

Då Checkin är ett globalt bolag har vi även valt att titta på ett antal internationella bolag. Den globala aspekten är det som skiljer dessa ifrån bolagen ovan som alla – undantaget Pexip, Kahoot, Sinch och Simcorp – är lokala i Norden. Bland de internationella bolagen har vi även kartlagt retention rate. Detta då vi ser en tydlig korrelation mellan retention rate och värdering. Vi bedömer att Checkin ligger strax under medianen bland bolagen presenterade nedan.



Company reports/GP Bullhound

Snowflake: Ett bolag som tillhandahåller molnbaserade lagringslösningar. Bolaget är ett typiskt horisontellt mjukvarubolag med kunder i flertalet industrier. Vi bedömer att bolagets höga retention rate beror på att man har en hög andel merförsäljning på befintlig kund och att man hela tiden lyckas bredda den adresserbara marknaden. Ytterligare en aspekt som stödjer den höga ARPU-tillväxten är att bolaget tar betalt för den mängd data som lagras.

Unity: Ett bolag som utvecklat en plattformslösning för spelutveckling. Vi bedömer att deras höga retention rate beror på att utvecklare har ett stort behov av nya funktioner.

Twilio: Twilio är en konkurrent till svenska Sinch. Bolaget får betalt per meddelande i systemet vilket gör att intäkterna per kund ökar när nätverket blir större. Vi ser således en tydlig nätverkseffekt i bolaget som går att jämföra med den vi ser i Checkin.

DataDog: Levererar en lösning för övervakning av server- och cloudmiljöer. Produkten gör det möjligt att ha översikt över flera olika leverantörer då den har flertalet API:er. Mjukvaran hjälper även IT-avdelningar att visualisera sina system.

Veeva: Ett mjukvarubolag som specialiserar sig på mjukvara med användningsområden inom life science. Bolaget har några av de världsledande läkemedelsbolagen som kunder.

Okta: Ett mjukvarubolag som tillhandahåller lösningar för identifiering och säkerhet online. Bolaget har över 10 000 kunder globalt.

Docusign: Tillhandahåller lösningar för elektronisk signering av dokument. Precis som Snowflake ovan finns det ett tydligt inslag av att kunder betalar för volym och en fast summa vilket ger en hög retention rate.

Cloudflare: Ett bolag som levererar virtuella serverlösningar. Virtuella servrar gör det enklare och säkrare att hosta och driva hemsidor.

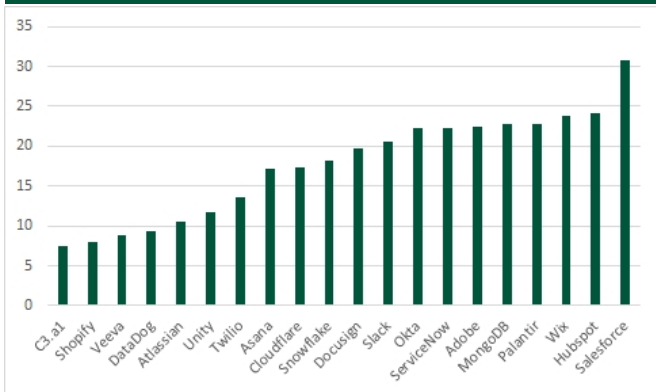
Asana: Ett bolag som driver verktyg för att underlätta för olika former av teamwork och att planera aktiviteter. Exempel på aktiviteter är säljmål, visualisering av milstolpar etc.

HubSpot: Ett bolag som utvecklar tjänster för att underlätta marknadsföring, försäljning och kundservice. Bolaget har tre segment: small, mid och corporate. Vi bedömer att bolaget har en viss rörlighet mellan de olika priskategorierna vilket leder till en expansion av ARPU.

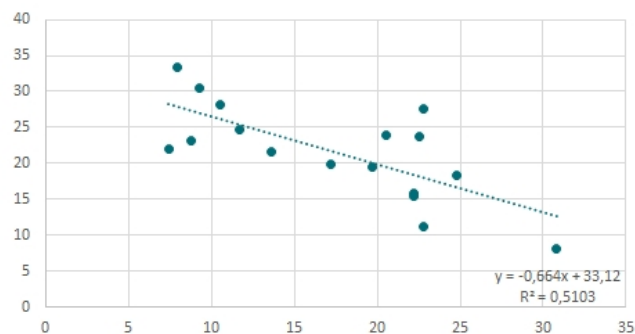
Servicenow: Ett bolag som tillhandahåller ERP-mjukvara.

Ett annat sätt att utvärdera mjukvarubolag är att jämföra återbetalningstid och värdering. Här ser vi dock inte ett lika tydligt samband som mellan värdering och retention rate

Payback period



Payback (x) EV/Sales 2021 (y)



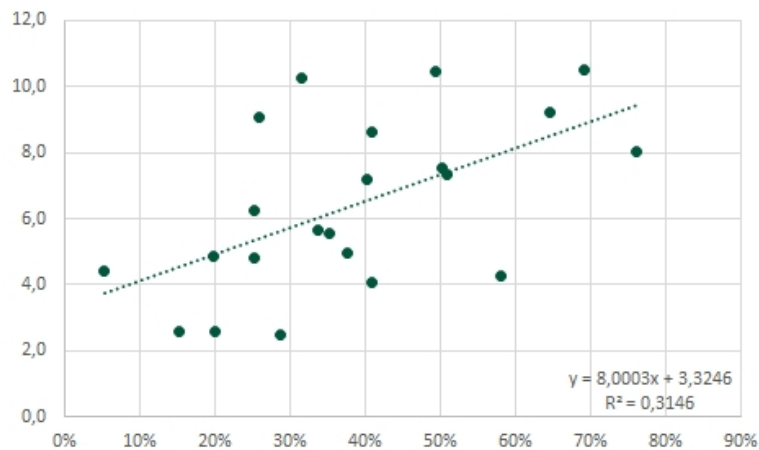
Company reports/GP Bullhound

Internationella peers

	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/Sales			EV/EBITDA			EBITDA-marg.			ROE			Kursutveckling		
			21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	21e	22e	23e	1mån	6mån	
Internationella Peers																	
C3.ai, Inc. Class A	58	USD	50	19,9	15,1	11,4	n/a	n/a	n/a	-42,6%	-42,6%	-43%	n/a	-3%	-11%	-5%	-64%
Shopify, Inc. Class A	1496,0	USD	1 592	40,4	30,3	21,4	362	284	149	11,2%	11,2%	11%	2%	10%	6%	21%	24%
Veeva Systems Inc Class A	309	USD	405	24,7	20,5	16,8	62	52	41	40,1%	40,1%	40%	20%	20%	19%	18%	14%
Datadog Inc Class A	105	USD	277	35,2	26,2	21,1	416	237	n.m	8,5%	n/a	8%	n/a	7%	6%	15%	n/a
Atlassian Corp. Plc Class A	267	USD	577	32,2	27,8	22,2	122	114	91	26,4%	26,4%	26%	n/a	50%	73%	19%	n/a
Unity Software, Inc.	111	USD	266	29,2	22,9	17,6	n/a	2 125	198	-5,2%	-5,2%	-5%	n/a	-3%	-6%	15%	-35%
Twilio, Inc. Class A	381	USD	564	24,6	18,9	14,5	289	214	n/a	8,5%	8,5%	9%	n/a	0%	0%	15%	0%
Asana, Inc. Class A	58	USD	82	28,6	22,4	17,5	n/a	n/a	n/a	-68,8%	-68,8%	-69%	n/a	n/a	n/a	72%	91%
Cloudflare Inc Class A	102	USD	271	50,6	38,2	29,9	822	371	256	n/a	n/a	6%	-12%	-5%	-4%	35%	17%
Snowflake, Inc. Class A	248	USD	628	64,4	39,4	24,2	n/a	n/a	n/a	-13,2%	-13,2%	-13%	n/a	-4%	-4%	6%	-29%
DocuSign, Inc.	276	USD	460	26,0	19,8	15,0	129	100	70	20,1%	20,1%	20%	11%	54%	67%	39%	9%
Okta, Inc. Class A	241	USD	273	26,0	18,9	14,4	n/a	n.m	219	-9,2%	-9,2%	-9%	-9%	2%	-32%	-2%	-15%
ServiceNow, Inc.	542	USD	917	18,2	14,3	11,2	61	49	36	30,0%	30,0%	30%	30%	32%	27%	14%	-3%
Adobe Inc.	572	USD	2 339	17,4	15,0	12,6	35	30	26	49,5%	49,5%	49%	37%	37%	39%	16%	14%
MongoDB, Inc. Class A	387	USD	206	31,0	24,0	18,7	n.m	n/a	n/a	-7,2%	-7,2%	-7%	-68%	n/a	n/a	35%	-1%
Palantir Technologies Inc.	25	USD	405	30,4	23,4	17,9	122	82	55	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	23%	n/a
Wix.com Ltd.	294	USD	141	12,5	9,9	n/a	234	111	n/a	5,3%	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	15%	n/a
HubSpot, Inc.	577	USD	231	21,0	16,4	12,9	168	129	90	12,5%	12,5%	13%	10%	8%	9%	14%	40%
salesforce.com, inc.	242	USD	1 921	8,4	6,8	5,7	29	23	21	,3	1	1	n/a	n/a	n/a	10%	8%
Teradata Corporation	45	USD	42	2,5	2,3	2,1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	36%	n/a	1%	98%
Yext, Inc.	14	USD	15	3,9	3,4	2,8	n/a	95	28	0	0	0	0	-11%	0	10%	-15%
Talend SA Sponsored ADI	65	USD	18	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1%	71%
Expert System SpA	3	EUR	1	4,4	3,3	2,4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5%	15%
Hotto Link, Inc.	693	JPY	1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-12%	27%
Workday, Inc. Class A	237	USD	501	11,3	9,4	7,6	44	45	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2%	-2%
Sage Group plc	7	GBP	87	4,0	3,8	3,5	18	16	14	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1%	17%
Medel				23,6	18,0	14,1	194	239,8	92,5	3,7%	9,4%	9,1%	-0,9%	14,5%	11,9%		
Median				24,7	24,5	19,4	122,0	99,5	62,6	8,5%	9,9%	8,5%	5,8%	7,9%	5,8%		

En vanlig måttstock för mer mogna SaaS-bolag är att göra en regression mellan värdering och intäkter + FCF-marginal, den så kallade Rule of 40%. Regelen innebär att bolag där summan av FCF (free cash flow) -marginal och tillväxt överstiger 40% kommer att överavkasta på börsen och uppnå en högre värdering. Denna metod används av både Bessemer Venture Partners och den svenska investmentbanken GP Bullhound för att utvärdera SaaS-bolag. I dagsläget befinner sig Checkin högst upp i högra hörnet givet en hög tillväxt men ett relativt neutralt kassaflöde.

Tillväxt 2021 + FCF-marginal (x) EV/Sales 2021 (Y)



Vi bedömer att Checkin främst ska jämföras med de internationella bolagen i vårt peer set, detta av följande anledningar:

- **Större adresserbar marknad och global kundbas.** Vi bedömer att de amerikanska bolagen värderas på ett premium emot de svenska då de opererar på en global marknad där tillväxten är högre och antalet kunder större.
- **Ledande inom specifik global nisch:** Vi bedömer att bolagen som värderas till ett premium i vårt peer set är de som lyckats bygga en ledande position inom en specifik global nisch. Vi bedömer att ca 50% av intäkterna inom ett specifikt område tillfaller marknads-/industriledaren.
- **Stark retention rate:** Vi bedömer att det viktigaste nyckeltalet för ett mjukvarubolag är retention rate. Här bedömer vi att Checkin ligger kring medianen i vårt peer set.

Värderingsapproach

Värderingen utgår ifrån var vi tror att bolaget kommer vara år 2025. Vårt stycke om estimat ovan beskriver vad som krävs för att dessa ska nås. Vi bedömer att bolaget kommer växa i takt med de internationella bolagen i vårt peer set. Vi bedömer också att bolaget kommer ligga över det s.k. 40-strecket i tabellen ovan. Detta gör att värderingen kommer vara i spannet EV/Sales 8–9x när bolaget är mer moget. Värderingen stöds av två operationella nyckeltal:

- **Stark retention rate:** Checkin har en retention rate som är strax under medianen i vårt peer set. Vi bedömer att denna kommer vara en nyckel till att bolaget ska röra sig emot sina finansiella mål och expandera värderingen.
- **Kort paybacktid:** Det andra operationella nyckeltalet vi har valt att fokusera på är paybacktid. Detta nyckeltal hade inte en lika bra förklaringsgrad som retention rate men vi ser fortfarande en relativt tydlig korrelation. Då Checkin har en payback tid strax under ett år anser vi att de ska värderas kring medianen i vårt peer set.

För att värdera bolaget idag diskonteras värderingen år 2025 till idag. Vi har valt att använda oss av en WACC på 10%. Se nedan för en känslighetstabell på WACC, EV/Sales multipel och försäljning. Tabellerna visar aktiekurs vid olika antaganden.

EV/Sales 2025 (x) WACC (y)								Sales 2025 (x) EV/Sales 2025 (y)							
	7x	8x	9x	10x	11x	12x	13x		7x	8x	9x	10x	11x	12x	13x
7%	90,2	102,7	115,3	127,9	140,4	153,0	165,5	375	71,0	80,8	90,6	100,5	110,3	120,1	129,9
8%	87,0	99,1	111,2	123,3	135,4	147,5	159,6	400	75,6	86,1	96,5	107,0	117,5	128,0	138,4
9%	83,9	95,6	107,2	118,9	130,6	142,2	153,9	425	80,2	91,3	102,4	113,6	124,7	135,8	146,9
10%	81,0	92,2	103,5	114,7	126,0	137,2	148,4	450	84,7	96,5	108,3	120,1	131,9	143,7	155,4
11%	78,2	89,0	99,9	110,7	121,6	132,4	143,2	475	89,3	101,8	114,2	126,6	139,1	151,5	164,0
12%	75,5	86,0	96,4	106,9	117,4	127,8	138,3	500	93,9	107,0	120,1	133,2	146,3	159,4	172,5
								525	98,5	112,2	126,0	139,7	153,5	167,2	181,0

Vi har som vi tidigare nämnts inte inkluderat några förvärv i våra estimat. Vi bedömer att förvärv delvis kommer att stänga gapet mellan våra estimat och bolagets mål om att nå en försäljning om 500 mkr år 2025. Nedan följer en scenarioanalys om hur bolaget skulle värderas om försäljningsmålet å 500 mkr uppnås.

Scenario analys							
EV/Sales 2025 (x) WACC (y)							
	7x	8x	9x	10x	11x	12x	13x
7%	104,6	119,3	133,9	148,5	163,1	177,8	192,4
8%	100,9	115,0	129,1	143,2	157,3	171,3	185,4
9%	97,3	110,9	124,5	138,1	151,6	165,2	178,8
10%	93,9	107,0	120,1	133,2	146,3	159,4	172,5
11%	90,7	103,3	115,9	128,5	141,2	153,8	166,4
12%	87,5	99,7	111,9	124,1	136,3	148,5	160,6

Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 98–102 kr. Vi bedömer att den främsta risken är kopplad till att bolaget misslyckas med att exekvera sin strategi. Vi anser att vi i vår värdering har varit konservativa multipelmässigt och att bolaget har en relativt god tillgång på likviditet. Det huvudsakliga risken är således kopplad till att man inte lyckas fortsätta tillväxten. Vi bedömer dock att bolaget har rekryterat en kompetent ledning och ett produktteam som kan stödja tillväxten.

APPENDIX DCF

För att komplettera vår relativvärdering har vi genomfört en DCF. Vi anser att metodiken vi diskuterar ovan ger ett bättre resultat då den inte är lika beroende av ett terminalvärde som en DCF och har lägre estimatrisk.

Antaganden och resultat

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 049		
PV of terminal value (perpetuity formula)	2 847		
Enterprise value	4 896		
Latest net debt	-59		
Minority interests & other	0		
Equity value	4 955		
No. of shares outstanding (millions)	26		
Equity value per share (SEK)	190		

WACC assumptions			
Risk free nominal rate	0,4%		
Risk premium	7,0%		
Extra risk premium	2,0%		
Beta	1,5		
Cost of equity	13,9%		
Cost of debt (pre-tax)	3,0%		
Tax rate	22%		
Target debt/(debt + equity)	0%		
WACC	13,9%		

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	12,9%	204	212	221	231	241
	13,4%	190	197	205	213	223
	13,9%	177	183	190	198	206
	14,4%	165	171	177	183	191
	14,9%	154	159	165	171	177

Sensitivity analysis						
		Long-term EBIT margin				
		23,0%	25,5%	28,0%	30,5%	33,0%
WACC	12,9%	186	203	221	238	256
	13,4%	172	188	205	221	237
	13,9%	160	175	190	205	220
	14,4%	149	163	177	190	204
	14,9%	140	152	165	177	190

Implicit multipl.			
2021	2022	2023	
EV/Sales	98,9	59,9	38,4
EV/EBITDA	-479,9	-686,1	521,5
EV/EBIT	-369,8	-473,7	908,6
EV/NOPLAT	-474,1	-607,3	1164,9
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price	52,4		

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	28,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Precis som i relativvärderingen har vi valt att använda oss av en hög WACC i nuvärdesberäkningen. Vi anser detta reflektera osäkerhetsaspekten om att tillväxten är hög. Bolagets aktie har dessutom under sin korta tid på börsen varit väldigt volatil vilket höjer beta.

Kassaflödesprognos																	
DCF (SEKm)	2021-06-22	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33	Terminal
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Sales	19	30	50	82	127	240	429	748	1 265	2 079	3 201	4 595	6 119	7 513	8 444	8 612	
EBITDA	-7	2	-10	-7	9	69	166	283	469	752	1 130	1 583	2 055	2 459	2 690	2 670	
- Depreciation	-1	-2	-3	-3	-4	-8	-13	-23	-39	-64	-98	-140	-186	-227	-254	-258	
= EBIT	-8	0	-13	-10	5	62	153	260	430	688	1 032	1 443	1 869	2 231	2 436	2 411	
- Tax on EBIT	2	0	3	2	-1	-14	-34	-57	-95	-151	-227	-317	-411	-491	-536	-531	
= NOPLAT	-6	0	-10	-8	4	48	119	203	335	537	805	1 125	1 458	1 740	1 900	1 881	
+ Depreciation	1	2	3	3	4	8	13	23	39	64	98	140	186	227	254	258	
= Gross cash flow	-6	2	-7	-5	8	55	133	226	374	601	903	1 266	1 644	1 968	2 154	2 139	
- Capex	-6	-7	-7	-12	-10	-18	-31	-53	-86	-136	-202	-277	-354	-415	-444	-431	
- Increase (+decrease) in WC	-1	-2	3	0	0	3	5	8	14	22	30	37	40	37	25	4	
= Free cash flow from operations	-13	-7	-12	-17	-2	40	106	182	302	486	731	1 025	1 331	1 590	1 735	1 713	
PV of cash flow				-11	-14	-1	26	60	89	130	184	244	300	342	358	343	2 847
% of Enterprise value				0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	7%	58%
Accumulated % of Enterprise value				0%	-1%	-1%	0%	1%	3%	6%	9%	14%	21%	28%	35%	42%	100%
Key figures																	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Sales growth	64,2%	62,4%	65,1%	55,9%	88,3%	79,0%	74,1%	69,2%	64,3%	53,9%	43,6%	33,2%	22,8%	12,4%	2,0%		
EBITDA margin	6%	-21%	-9%	7%	28,8%	38,8%	37,9%	37,0%	36,2%	35,3%	34,5%	33,6%	32,7%	31,9%	31,0%		
EBITDA growth	-124%	-684%	-30%	-232%	635,3%	141,1%	70,2%	65,4%	60,5%	50,3%	40,0%	29,8%	19,6%	9,4%	-0,8%		
EBIT margin	-1%	-27%	-13%	4%	25,7%	35,7%	34,8%	34,0%	33,1%	32,3%	31,4%	30,6%	29,7%	28,9%	28,0%		
Depreciation (% of sales)	6,3%	6,1%	3,9%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%		
Capex (% of sales)	22,9%	14,1%	15,1%	7,9%	7,6%	7,3%	7,1%	6,8%	6,6%	6,3%	6,0%	5,8%	5,5%	5,3%	5,0%		
Capex (% of depreciation)	360%	230%	366%	250%	243%	235%	228%	221%	213%	205%	198%	190%	182%	175%	167%		
Working capital (% of sales)		0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%		
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%		

Vår DCF analys ger ett högre värde (190 kr) än vår relativvärdering vilket var väntat då kassaflödena förväntas vara fortsatt höga. Värdet är i paritet med det kursrekord som uppnåddes strax efter börsnoteringen. I dagsläget handlar Checkin till en implicit WACC strax över 20% vilket motsvarar ett avkastningskrav för venture capital investering och inte ett börsnoterat bolag. Vi anser därför att vårt motiverade värde har stöd i en DCF.

ESG

Checkin är en mjukvaruleverantör som arbetar för att minska friktionen mellan företag och konsument, något som ökar nyttan för båda parter. Bolaget verkar inom ett känsligt område där datahantering är centralt och bolaget har valt att använda sig av ansvarfulla leverantörer både inom säkerhet och miljö.

Environment

I sin natur har Checkin begränsat koldioxidutsläpp. De primära utsläppen härstammar från serverhallar som bolaget hyr sin sig på för att lagra och bearbeta data. Däremot använder bolaget sig av etablerade och nytänkande leverantörer som jobbar med att använda grön energi och klimatkompensera utsläppen i största möjliga mån.

Social

Checkin har flertalet kunder som verkar inom spelindustrin, en industri som många gånger blivit ifrågasatt utifrån ett hållbarhetsperspektiv. Bolagets erbjudande har möjligheten att förbättra identifierings- och kundkännedomsprocesser online vilket kan hjälpa deras kunder att minska risken för penningtvätt och bedrägerier. Vidare tillämpar Checkin en intäktsmodell enligt SaaS (Software as a Service) vilket innebär att deras kunder betalar en månatlig avgift för att nyttja deras erbjudande. Detta gör att intäkterna för Checkin inte är korrelerade med spelvolymen hos operatörerna och bolaget har således ingen vinning av att uppmuntra en högre spelvolym.

Governance

Checkin levererar ett verktyg för att optimera registreringsprocessen för sina kunder. Detta medför att bolaget hanterar känsliga data i form av personuppgifter, kontaktuppgifter, adresser med mera. För att säkerställa regelefterlevnad är bolagets plattform utformad för att låta slutanvändaren behålla kontrollen över sin data, vilket innebär att mjukvaruplattformen är kompatibel med regelverket GDPR. Vidare arbetar Checkin med väletablerade och erkända molnleverantörer som följer de striktaste ISO-certifieringarna (ISO 27017:2015 och ISO 27018:2019).

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	6,5	18,6	30,5	49,5	81,7	127,4	239,9	429,4
Kostnad sålda varor								
Bruttovinst	6,5	18,6	30,5	49,5	81,7	127,4	239,9	429,4
Personalkostnader	-3,4	-17,6	-18,6	-49,7	-71,9	-84,9	-106,2	-145,8
Övriga kostnader	-6,1	-8,4	-10,1	-10,0	-17,0	-33,1	-67,2	-124,5
EBITDA	-3,1	-7,4	1,7	-10,2	-7,1	9,4	66,5	159,1
Avskrivningar	-0,2	-0,7	-1,9	-3,0	-3,2	-4,0	-5,0	-6,0
Nedskrivningar								
Jämförelsestörande poster								
EBIT	-3,2	-8,1	-0,2	-13,2	-10,3	5,4	61,5	153,1
Finansnetto	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,3	-8,4	-0,3	-13,3	-10,3	5,4	61,5	153,1
Skatter	0,1	-0,9	0,0	0,0	0,0	-1,7	-12,9	-32,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat (rapporterat)	-3,2	-9,2	-0,3	-13,3	-10,3	3,7	48,6	121,0
Nettoresultat (justerat)	-3,2	-9,2	-0,3	-13,3	-10,3	3,7	48,6	121,0

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR								
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten	3,3	8,6	13,7	30,0	48,8	54,8	59,8	63,8
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Övriga anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	4,4	8,9	14,0	32,3	51,1	57,1	62,1	66,1
Totala fordringar	1,7	4,6	7,9	7,7	14,5	26,7	49,8	87,2
Likvida medel	5,4	10,1	5,9	35,7	6,5	4,0	47,3	163,7
Summa omsättningstillgångar	5,4	10,1	5,9	35,7	6,5	4,0	47,3	163,7
SUMMA TILLGÅNGAR	11,5	23,6	27,7	75,7	72,0	87,8	159,2	316,9
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	9,4	19,9	19,5	64,5	54,2	57,9	106,5	227,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	9,4	19,9	19,5	64,5	54,2	57,9	106,5	227,5
Långfristiga finansiella skulder	0,8	0,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Summa långfristiga skulder	0,8	0,6	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Kortfristiga finansiella skulder	0,2	0,2	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Leverantörsskulder	1,1	2,8	4,4	7,6	14,3	26,3	49,1	85,9
Skatteskulder	0,0	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Summa kortfristiga skulder	1,3	3,2	5,3	8,6	15,2	27,3	50,1	86,9
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	11,5	23,6	27,7	75,7	72,0	87,8	159,2	316,9

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoresultat (rapporterat)	-9,2	-0,3	-13,3	-10,3	3,7	48,6	121,0
Icke kassaflödespåverkande poster	-0,5	-1,2	-0,5	-8,8	4,0	5,0	6,0
Förändringar i rörelsekapital	-1,1	-1,8	2,7	-0,1	-0,2	-0,3	-0,6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8,6	0,3	-16,5	-19,2	7,5	53,3	126,4
Investeringar	-6,1	-7,0	-7,0	-12,3	-10,0	-10,0	-10,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-14,7	-6,7	-23,5	-31,6	-2,5	43,3	116,4
Finansieringsverksamheten	19,5	2,6	58,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	4,8	-4,1	35,3	-31,6	-2,5	43,3	116,4
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	-9,3	-2,4	-32,4	-3,2	-0,7	-44,0	-160,4

Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS, rapporterad	-0,12	-0,43	-0,01	-0,54	-0,42	0,15	1,99	4,96
EPS Justerad	-0,12	-0,43	-0,01	-0,54	-0,42	0,15	1,99	4,96
FCF/aktie			-0,3	-1,2	-1,2	-0,1	1,8	4,8
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	0,4	0,9	0,9	2,6	2,2	2,4	4,4	9,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	21,5	21,5	21,5	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerat	-506,01	-139,88	n.m	-110,47	-141,88	394,66	30,17	12,12
P/EK	137,66	65,02	66,29	22,73	27,06	25,33	13,77	6,45
P/FCF	#DIV/0!	#DIV/0!	-192,88	-50,82	-50,16	-594,41	33,89	12,60
Direktavkastning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Utdelningsandel, justerad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EV/Sales	197,41	69,06	42,29	28,96	17,90	11,51	5,93	3,04
EV/EBITDA	-422,1	-173,0	738,3	-140,5	-205,1	156,1	21,4	8,2
EV/EBIT	-397,6	-157,6	-6869,7	-108,3	-141,6	272,0	23,1	8,5
EV, årets slut	1287,8	1282,8	1289,8	1434,0	1463,3	1465,7	1422,5	1306,1

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättningstillväxt		185%	64%	62%	65%	56%	88%	79%
EBIT, tillväxt		151%	-98%	6952%	-22%	-152%	1042%	149%
EPS just, tillväxt		262%	-97%	4281%	-22%	-136%	1208%	149%
EBITDA-marginal	-47%	-40%	6%	-21%	-9%	7%	28%	37%
EBIT-marginal	-50%	-44%	-1%	-27%	-13%	4%	26%	36%

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE		-52%	-6%	-32%	-17%	7%	59%	72%
ROCE		-29%	-1%	-15%	-10%	6%	41%	50%

Kvartalsvis data

Resultaträkning	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121
Total							6,6	0,0	0,0	0,0	10,5
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor											
Bruttovinst	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,6	0,0	0,0	0,0	10,5
Övriga externa kostnader							-1,6	0,0	0,0	0,0	-2,5
Personalkostnader							-4,8	0,0	0,0	0,0	-6,8
Övriga kostnader							0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Extraordinära kostnader							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	1,2
Avskrivningar							-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,6
Goodwillnedskrivningar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,6
Finansiella intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,5
Skatter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen							0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,5

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se