



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Spel | Sweden | 21 October 2021

MAG Interactive

Positivt rakt igenom och stark inledning på Q1

Överträffar estimaten

Nettoomsättningen i Q4 uppgick till 69,6 mkr jämfört med våra estimat om 69,7 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 26% y/y. Pådrivande tillväxten är ARPDau som uppgick till 5,4 US Cent, en ökning med 60% y/y. EBITDA uppgick till 21,7 mkr mot våra estimat om 18,4 mkr. Den främsta orsaken till avvikelserna är att MAG investerat mindre i kundanskaffning som en tillfällig konsekvens av ändrade annonseringsregler.

Justerar upp våra estimat

Vi höjer våra försäljningsestimat med 3% kommande två år. Vi har inte räknat med nya spelsläpp under perioden. Intäktsökningen är driven av en starkare ARPDau samt ökade investeringar i kundanskaffning. Vi höjer EPS med 9% två kommande år. Den främsta triggeren för en estimathöjning förblir nya spelsläpp, och vi bedömer att bolaget har ett antal spel i utvecklingsfas.

Intressant läge för aktien

Vi höjer vårt motiverade värde till 43–44 kr från 41–43 kr. Anledningen är det starka momentumet i nuvarande spelportfölj. Vi bedömer att den data vi sett för inledningen av Q1'21/22 visar att detta momentum har accelererat. Vi ser tydliga triggers i närtid i form av nyheter kring spelsläpp och eventuella förvärv.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20/21	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	43.00 - 44.00
EPS, just 21/22e	0.79	0.73	8.8%	Sales,m	287	373	400	423	Current price	SEK31.00
EPS, just 22/23e	0.98	0.9	8.7%	Sales Growth	31.8%	30.0%	7.4%	5.8%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23/24e	1.23	1.23	0.0%	EBITDA, m	57	78	85	92	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q122/23 rapport 2022-01-19</div>				EBIT, m	7.4	28.1	34.1	41.3		
				EPS, adj	0.25	0.79	0.98	1.23		
				Equity/Share	11.5	12.3	13.2	14.3		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	2.6%	7.6%	8.5%	9.7%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				ROE (%)	(16.7)%	21.9%	20.6%	15.5%	<div>Analytiker</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>	
				ROCE	1.7%	6.3%	7.1%	7.9%		
				EV/Sales	2.71x	2.08x	1.94x	1.83x		
				EV/EBITDA	13.7x	9.9x	9.2x	8.4x		
				EV/EBIT	105.6x	27.6x	22.8x	18.8x		
Antal aktier	28.1m			P/E, adj	124.1x	39.0x	31.6x	25.2x		
Market cap	872			P/Equity	2.7x	2.5x	2.3x	2.2x		
Nettoskuld	(96)			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
EV	777			FCF yield	(4.0)%	8.3%	8.1%	5.9%		
Free Float	73.00%			Net Debt/EBITDA	(1.7)g	(2.2)g	(2.9)g	(3.3)g		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	68.4(k)									
Reuters/Bloomberg	MAGI:SS									



Sammanfattning

Positivt rakt igenom och stark inledning på Q1

Investment Case

MAG Interactive utvecklar s.k. casualspel för mobil. Bolaget har en stark ställning inom frågesport och ordspel med höga rankningar på relevanta marknadsplatser. MAG har under de senaste kvartalen och åren visat en stark tillväxt i spelbidrag (nettoomsättning – kostnader för plattformsavgifter (hänförliga främst till avgifter till Apples App Store och Google Play) – kostnader för avkastningsdriven marknadsföring). Bolaget har p.g.a. starka KPI:s varit det mobilspelsbolag som gått starkast på börsen under 2021 och vi ser ett motiverat värde om 43–44 kr.

Bolags profil

MAG Interactive utvecklar s.k. casual games som spelas online mellan spelare. Detta gör att spelen får en relativt lång livstid. Många av MAG:s titlar har haft en imponerande lång livslängd och vi bedömer att bolaget kommer ha möjlighet att genom en väl inarbetad utvecklingsprocess fortsätta lansera långlivade spel. Den första versionen av bolagets spel Quizkampen lanserades redan 2012. En uppdaterad version är i dagsläget det spel i bolagets portfölj med högst intjäning.

MAG befinner sig för tillfället i ett mycket intressant läge med ett antal kvartal med röda siffror till följd av ökade investeringar i marknadsföring och spelsläpp. Vi bedömer dock att dessa investeringar har burit frukt i form av ständigt förbättrade nyckeltal vilket kommer leda till en EPS-expansion kommande år. Detta då spelbidraget förväntas öka samtidigt som kostnadsbasen är konstant. Dynamiken inom mobilspel följer nämligen ett mönster där kostnadsbasen når sin topp innan intjäning då marknadsföringsinvesteringar har en payback-tid på 6–9 månader. Vi kallar denna period för skördetid. Skördetiden innebär en period med stigande marginaler och tillväxt. Vi anser att denna period är att vänta kommande 12–24 månader.

Mobilspel är en av de snabbast växande formerna av underhållning. Marknaden är till skillnad ifrån dataspelsmarknaden väldigt fragmenterad. I dagsläget uppgår den adresserbara marknaden för MAG till USD 5,1bn och väntas växa med ca 10% kommande år. Den viktigaste drivkraften i sektorn är ett ökat användande av mobiltelefon som betalmedel i s.k. in app-köp. Här ser vi att MAG:s nya titlar likt Wordzee! har starkare KPI:s (nyckeltal) än tidigare spel.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde i spannet 43–44 kr. Värderingen utgår från en DCF-analys och en relativvärdering. Vi bedömer att man under de kommande tre kvartalen kommer att gå in i en s.k. skördeperiod med lönsamhetsexpansion som följd. Vi ser två tydliga triggers som kan driva upp våra estimat och dessa är förvärv och nya spelsläpp. Bolaget har i dagsläget 4 spel i utvecklingspipeline. I vårt motiverade värde värderas dessa titlar till 4,5 kr utöver värdet i vår DCF analys. Vi bedömer att bolagets nuvarande kassa kan addera 5–10 mkr på EBITDA-nivå.

Kvartalet i detalj

Omsättningen i Q4 uppgick till 70 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 26% y/y. Kvartalet är det sjunde i rad med en tillväxt över 20% y/y. Tillväxten är främst driven av en fortsatt tillväxt i ARPDau (average revenue per daily active user) som uppgick till 5,4 US Cent, en ökning med 59% y/y. DAU (daily active users) uppgick till 1,64 m, en minskning med 16%. Minskningen förklaras av lägre investeringar i marknadsföring. EBITDA uppgick till 22 mkr vilket motsvarar en marginal om 31%, en ny rekordsiffra.

Genomgång av viktigaste titlarna

Nya Quizkampen fortsätter att utvecklas starkt och har genom nya features expanderat ARPDau. Under kvartalet har ett nytt solospelsläge lanserats i Tyskland som planeras att lanseras på flera marknader under Q1. På sikt räknar bolaget med att ha ett permanent sololäge i spelet. Sent i kvartalet lanserades en prispott i livespellspelet för Quizkampen på den tyska marknaden. Vi har noterat att intäkterna från spelköp har vuxit kraftigt under Q1 vilket delvis ligger till grund för våra estimatförändringar.

Till följd av en optimering av marknadsföringsstrategin har antalet dagliga aktiva användare minskat för spelet Wordzee. Intjäningen per spelare är dock den fortsatt starkaste i bolagets portfölj. Wordzee har under kvartalet lanserat s.k. reward videos vilket har ökat intjäningen ifrån annonsering. Vi bedömer således att MAG kommer att öka user acquisition för spelet vilket gör att antalet spelare kommer att öka.

Appropes titel Word Mansion utvecklas enligt plan och bolaget har tagit hjälp av MAG:s live operations team för att optimera spelportföljen. Bolaget gjorde en mjuk testlansering under kvartalet, men denna levde inte upp till kraven för kommersialisering.

Under kvartalet har spelet Word Domination flyttats till MAG:s team för live operations för att frigöra resurser till spelutveckling. Detta spel ingår i ett segment (se illustration nedan) vilket omfattar de titlar som inte längre klassas som tillväxtspel men har en stabil intjäning.

Utveckling av nya titlar

Vi bedömer att MAG har ett antal nya titlar i pipelinen. Vidare bedömer vi att arbetet med dessa kommer att intensifieras under kommande kvartal då resurser har frigjorts till följd av att bolaget flyttat över spel till det s.k. live operations-teamet. Vi baserar våra estimat på nuvarande kohort av spelare och ser ett spelsläpp som en stark kurstrigger i närtid.

Förändringar i ekosystemet

Under kvartalet har Apple genomfört förändringar i hur användare delar med sig av data till spelförläggare, i ett direktiv som går under namnet Apple App Tracking Transparency (AATT). Det nätverk som berörs mest är Facebook Audience Network. Vi bedömer att delar av minskningen i marknadsföring går att förklara med detta men att MAG kommer att anpassa sig till förändringen snabbt.

Estimatförändringar

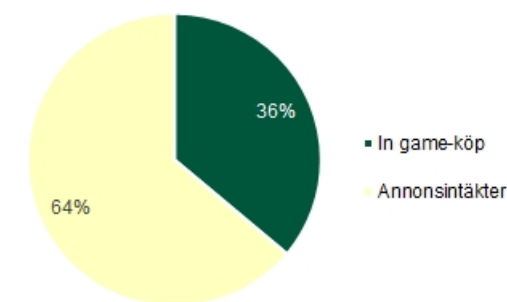
Vi höjer våra försäljningsestimat marginellt baserat på den starka utvecklingen i ARPD AU. Vi bedömer att potentiella spellanseringar kommer att bli den främsta orsaken till estimatförändringar framöver. Vi noterar att bolaget inlett Q1 starkt, vilket om trenden håller i sig ger en uppsida i våra estimat på kort sikt.

Estimat försäljningar			
	21/22	22/23	23/24
Δ Försäljning	3%	3%	0%
Δ EBITDA	9%	10%	0%
Δ EPS	9%	9%	0%

Produktportfölj



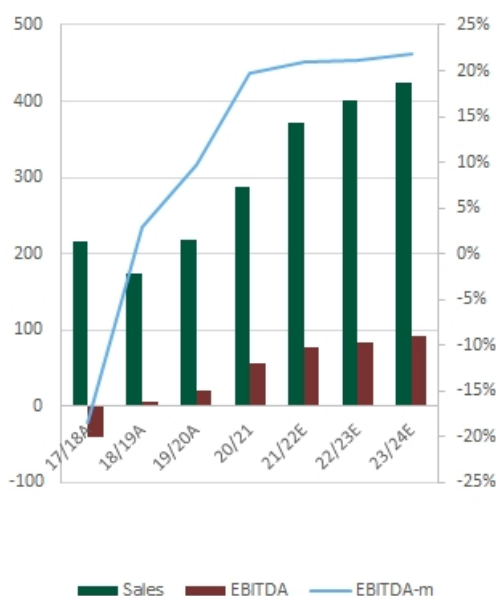
Intäktsfördelning



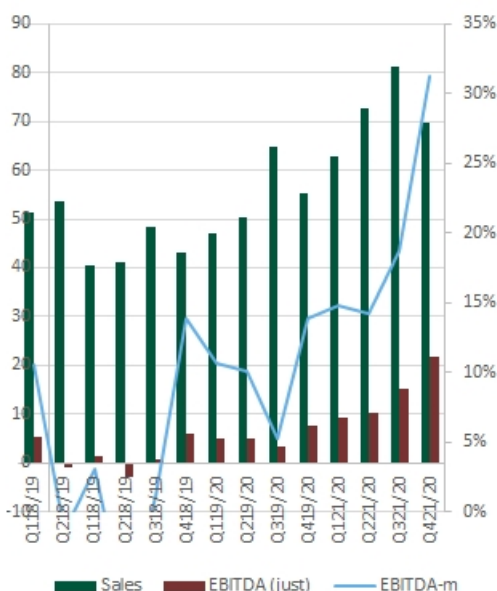
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	12,9%	12,9%
Daniel Hasselberg	12,0%	12,0%
Kaj Nygren	11,7%	11,7%
Didner & Gerge	8,4%	8,4%
Övriga	55,0%	55,0%
Ordförande		Jonas Eriksson
Verkställande direktör		Daniel Hasselberg
Finansdirektör		Magnus Wiklander
Investerarkontakt		Magnus Wiklander
Hemsida		www.maginteractive.com

Försäljning och EBITDA y/y



Försäljning och EBITDA q/q



Peers

Valuation	MCAP (USD)	EV (USD)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Ten Square Games	677	592	3,58x	2,88x	2,53x	13,6x	8,7x	8,3x	11,5x	8,8x	8,1x	15,0x	11,1x	10,9x
Stillfront Grp	1 921	2 343	4,19x	3,24x	3,00x	11,5x	8,3x	7,4x	17,0x	10,0x	8,8x	24,3x	10,2x	9,3x
Zynga	8 309	8 145	3,23x	2,63x	2,44x	28,7x	10,7x	9,5x	180,9x	11,8x	10,8x	(47,7x)	18,1x	16,2x
G5 Entertainment	463	432	2,80x	2,32x	2,08x	16,0x	7,8x	6,7x	17,2x	11,7x	9,7x	20,4x	13,7x	11,4x
Next Games	52	51	1,61x	0,69x	0,62x	-	10,3x	6,2x	-	(175,1x)	19,9x	-	-	26,8x
Rovio Entertainment Oyj	596	389	1,24x	1,14x	1,08x	6,9x	7,0x	6,6x	10,6x	8,4x	7,6x	18,8x	15,2x	14,0x
MAG Interactive	94	90	2,85x	2,13x	2,00x	-	10,8x	10,1x	-	29,9x	24,7x	(173,2x)	41,8x	33,9x
			2,78x	2,15x	1,96x	15,3x	9,1x	7,8x	47,4x	(13,5x)	12,8x	18,3x	17,5x	
			2,85x	2,32x	2,08x	13,6x	8,7x	7,4x	17,0x	10,0x	9,7x	16,9x	14,4x	14,0x

Margins	FactSet Industry	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
		LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Ten Square Games	Packaged Software	-	100,2%	97,3%	-	33,2%	30,6%	31,1%	32,6%	31,4%	27,1%	29,5%	28,2%
Stillfront Grp	Packaged Software	28,1%	76,1%	78,0%	36,3%	39,2%	40,2%	24,7%	32,5%	34,0%	12,7%	15,8%	16,6%
Zynga	Internet Software/Services	60,3%	71,9%	71,2%	11,0%	24,6%	25,6%	1,8%	22,4%	22,6%	-6,8%	16,4%	17,3%
G5 Entertainment	Packaged Software	57,6%	61,7%	60,9%	17,5%	29,8%	31,0%	16,2%	19,8%	21,5%	14,2%	17,6%	18,8%
Next Games	Packaged Software	59,8%	62,4%	63,8%	-	6,7%	9,9%	4,8%	-0,4%	3,1%	-	-0,5%	2,3%
Rovio Entertainment Oyj	Packaged Software	47,7%	84,0%	82,4%	18,0%	16,2%	16,4%	11,7%	13,5%	14,2%	9,0%	10,3%	10,6%
MAG Interactive	Packaged Software	-	-	-	-	19,8%	19,9%	-	7,1%	8,1%	-	5,8%	6,5%
		50,7%	76,0%	75,6%	20,7%	25,0%	25,6%	15,0%	20,1%	21,1%	11,2%	14,8%	15,6%
		57,6%	74,0%	74,6%	17,7%	27,2%	28,1%	13,9%	21,1%	22,0%	12,7%	16,1%	16,9%

	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Ten Square Games	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
Stillfront Grp	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
Zynga	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
G5 Entertainment	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
Next Games	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
Rovio Entertainment Oyj	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%
MAG Interactive	58,9%	14,8%	13,7%	0,0%	35,4%	4,7%	19,8%	33,7%	9,4%	14,4%	34,6%	8,7%

Resultaträkning

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
Nettoomsättning	260	217	173	218	287	373	400	423
Övriga intäkter	3	3	24	2	3	0	0	0
Aktiverat arbete	20	20	2	28	35	8	8	8
Totala intäkter	283	240	199	248	325	381	408	431
Försäljningskostnader	-79	-62	-42	-51	-62	-69	-71	-73
User acquisition	-111	-72	-49	-73	-77	-84	-84	-85
Övriga externa kostnader	0	-77	-38	-29	-34	-42	-42	-43
Personalkostnader	-43	-69	-65	-74	-96	-107	-110	-112
Övriga kostnader	-24	0	0					
Rörelseresultat (EBITDA)	27	-40	5	21	57	78	85	92
Avskrivningar	-23	-27	-24	-38	-49	-50	-51	-51
Goodwillnedskrivningar								
Resultat (EBIT)	4	-67	-19	-17	7	28	34	41
Extraordinära Poster								
Justerat Resultat (EBIT)				-17	7	28	34	41
Finansiella intäkter	0	3	4	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-6	-1	0	0	0
Resultat före skatt	4	-65	-17	-23	6	28	34	41
Skatter	-3	5	4	5	1	-6	-6	-7
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat								
Årets resultat	1	-60	-14	-17	7	22	28	35
Poster som senare kan återföras i resultaträkningen:								
Valutakursdifferenser		2	0	-1	0	0	0	0
Summa totalresultat för året		-58	-13	-18	7	22	28	35

Balansräkning

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	8	77	78	77	161	161	161	161
Övriga immateriella tillgångar	31	63	64	65	108	66	22	4
Summa anläggningstillgångar	39	140	141	142	269	227	183	165
Inventarier, verktyg och installationer	3	3	6	61	51	45	46	43
Summa materiella anläggningstillgångar	3	3	6	61	51	45	46	43
Andra långsiktiga fordringar	2	4	2	4	4	4	4	4
Uppskjuten skattefordran	1	2	1	6	8	8	8	8
Summa finansiella anläggningstillgångar	3	6	3	10	12	12	12	12
Kundfordringar	14	10	20	23	33	41	41	44
Aktuella skattefordringar	1	6	11	1	9	9	9	9
Övriga kortfristiga fordringar	1	4	8	1	1	1	1	1
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	20	21	4	13	6	6	6	6
Andra kortfristiga värdepapper	19	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	41	228	185	161	96	170	246	303
Summa omsättningstillgångar	96	269	228	199	145	226	303	363
SUMMA TILLGÅNGAR	140	418	377	412	477	511	544	583
Eget Kapital och skulder								
Summa Eget Kapital	99	344	331	314	323	346	372	404
Uppskjutna skatteskulder	15	18	13	13	22	22	22	22
Övriga långfristiga skulder	0	16	0	45	82	80	88	94
Summa Långfristiga skulder	15	33	13	59	104	102	111	117
Leverantörsskulder	13	5	7	12	13	24	25	26
Skatteskulder	0	1	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	2	19	19	13	22	22	22	22
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	11	16	8	15	17	17	16	15
Summa kortfristiga skulder	27	40	33	40	51	63	63	63
Summa Eget Kapital och skulder	140	418	377	412	479	511	545	584

Kassaflödesanalys

	16/17A	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
Nettoresultat Rapporterat	1	-60	-14	-17	7	22	28	35
Ikke kassaflödespåverkande poster	9	57	10	55	49	60	53	48
Förändringar i rörelsekapital	9	11	-2	55	-6	4	0	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	9	-3	-4	38	56	82	81	82
Investeringar	-6	-113	-26	-36	-100	-8	-8	-34
Avyttringar		0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	3	-115	-30	2	-44	74	73	48
Utdelningar	-15	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	1	272	0	1	0	0	0	0
Förvärv		0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar		31	-16	-22	-21	1	4	9
Kassaflöde	-11	188	-45	-20	-65	76	76	58
Ikke kassaflödespåverkande poster								
Nettoskuld (just)	-217	-228	-185	-161	-96	-170	-246	-303

Nyckeltal

Aktiedata							
	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
EPS, rapporterad	-2,39	-0,49	-0,65	0,25	0,79	0,98	1,23
EPS Justerad	-2,39	-0,49	-0,65	0,25	0,79	0,98	1,23
FCF/aktie	-4,78	-1,09	0,07	-1,57	2,65	2,59	1,72
Utdelning/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie	14,26	12,11	11,29	11,50	12,29	13,21	14,34
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	24,14	27,32	27,81	28,14	28,14	28,14	28,14
Värdering							
	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
P/E, justerat	-11,6	-56,6	-42,9	111,3	35,0	28,4	22,6
P/EK	1,9	2,3	2,5	2,4	2,3	2,1	1,9
P/FCF	-5,8	-25,6	386,5	-17,8	10,5	10,8	16,1
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	3,7	4,7	3,7	2,8	2,2	2,0	1,9
EV/EBITDA	n.m	143,8	35,0	14,2	9,3	7,7	6,5
EV/EBIT	n.m	n.m	n.m	109,4	26,0	19,2	14,5
EV, årets slut	672,2	715,2	739,7	804,8	730,4	654,0	596,8
Tillväxt och marginaler							
	17/18A	18/19A	19/20A	20/21	21/22E	22/23E	23/24E
Omsättningstillväxt	-17%	-20%	26%	32%	30%	7%	6%
EBIT, tillväxt				n.m	282%	21%	21%
EPS just, tillväxt	n.m	-79%	32%	-139%	218%	23%	25%
EBITDA-marginal	-19%	3%	10%	20%	21%	21%	22%
EBIT-marginal	-31%	-11%	-8%	3%	8%	9%	10%

Kvartalsvis data

	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20	Q319/20	Q419/20	Q120/21	Q220/21	Q320/21	Q420/21
Nettoomsättning	51,2	58,9	51,2	53,7	40,4	41,1	48,3	43,1	47,1	50,5	64,8	55,1	62,9	72,6	81,4	69,6
Aktiverat Arbete	5,6	6,5	5,5	4,2	5,5	6,0	6,8	5,3	7,5	6,4	7,4	6,8	10,1	8,1	9,2	7,6
Övriga intäkter	0,9	0,5	0,9	1,7	0,2	0,5	0,5	1,0	-0,2	0,5	1,1	0,8	0,8	0,7	1,1	0,7
Summa intäkter	57,7	65,9	57,7	59,6	46,0	47,6	55,6	49,4	54,4	57,3	73,3	62,7	73,9	81,3	91,8	78,0
Försäljningskostnader	-16,1	-15,6	-16,1	-14,1	-10,1	-10,5	-11,1	-10,2	-10,3	-11,1	-15,0	-14,7	-15,3	-15,5	-16,8	-14,1
User acquisition	-11,1	-19,7	-11,1	-23,8	-9,9	-14,0	-15,8	-9,1	-11,4	-13,6	-26,3	-21,6	-16,4	-22,0	-23,3	-15,0
Personalkostnader	-17,8	-23,0	-17,8	-13,9	-16,1	-16,3	-17,6	-15,2	-19,7	-21,3	-22,0	-10,8	-24,4	-25,5	-26,6	-19,3
Övriga kostnader	-7,1	-19,9	-7,1	-8,6	-8,8	-9,7	-10,6	-8,9	-7,9	-6,2	-6,6	-8,0	-8,5	-8,1	-9,8	-7,8
Rörelseresultat (EBITDA)	5,5	-12,4	5,4	-0,8	1,2	-2,9	0,5	6,0	5,0	5,1	3,4	7,7	9,3	10,3	15,3	21,7
Avskrivningar	-5,9	-6,3	-5,9	-8,2	-5,9	-5,9	-6,2	-6,4	-8,1	-9,6	-10,2	-9,9	-11,5	-12,2	-12,7	-12,9
Goodwillnedskrivningar																
Resultat (EBIT)	-0,5	-18,7	-0,5	-9,0	-4,6	-8,8	-5,7	-0,4	-3,0	-4,6	-6,8	-2,2	-2,2	-1,8	2,6	8,8
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-0,5	-18,7	-0,5	-9,0	-4,6	-8,8	-5,7	-0,4	-3,0	-4,6	-6,8	-2,2	-2,2	-1,8	2,6	8,8
Finansiella intäkter	2,0	0,0	1,9	0,9	0,0	0,6	1,6	1,7	-0,9	-0,2	0,1	1,7	0,0	0,0	0,0	0,2
Finansiella kostnader	0,0	-0,8	0,0	-0,6	-0,2	0,0	-0,5	-1,0	-0,7	-0,3	-1,5	-4,2	-0,3	-0,5	-0,8	0,3
Resultat före skatt	1,4	-19,6	1,4	-8,7	-4,9	-8,2	-4,5	0,3	-4,6	-5,1	-8,2	-4,8	-2,5	-2,3	1,7	9,3
Skatter	-0,8	-3,1	-0,8	9,3	1,2	1,7	1,0	-0,4	1,7	0,9	1,6	1,1	2,3	0,3	-0,4	-1,5
Minoritetsintressen																
Nettoresultat Rapporterat	0,6	-22,6	0,6	0,5	-3,7	-6,5	-3,6	-0,1	-2,9	-4,3	-6,5	-3,7	-0,2	-2,0	1,3	7,9
Nettoresultat (just)	0,6	-22,6	0,6	0,5	-3,7	-6,5	-3,6	-0,1	-2,9	-4,3	-6,5	-3,7	-0,2	-2,0	1,3	7,9

Tillväxt och marginaler	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19	Q119/20	Q219/20	Q319/20	Q419/20	Q120/21	Q220/21	Q320/21	Q420/21
Omsättningstillväxt					-21%	-30%	-6%	-20%	17%	23%	34%	28%	34%	44%	26%	26%
EBIT, tillväxt	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Bruttomarginal	72%	76%	72%	76%	78%	78%	80%	79%	81%	81%	79%	77%	79%	81%	82%	82%
EBITDA-marginal	9%	-19%	9%	-1%	3%	-6%	1%	12%	9%	9%	5%	12%	13%	13%	17%	28%
EBIT-marginal	-1%	-32%	-1%	-17%	-11%	-21%	-12%	-1%	-6%	-9%	-10%	-4%	-3%	-3%	3%	13%

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 fondhandlarförningens 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