



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 4 November 2021

## Checkin.com Group

Checkin, takeoff, enjoy the ride

### ARR imponerar

Nettoomsättningen för Q3'21 uppgick till 9,6 mkr och total omsättning till 13,7 mkr, motsvarande en tillväxt om 71%. Tillväxten går främst att härleda till nya kunder. ARR i oktober var över 50 mkr vilket ska ställas mot våra estimat för 2021 om 52 mkr. EBITDA uppgick till -1,3 mkr vilket var under våra estimat. Avvikelsen förklaras med att bolaget mer än tredubblat investeringarna i sälj- och marknadsföring mot tidigare år.

### Fortsätter att röra sig emot finansiella mål

Vi höjer våra estimat för omsättning 2022 med 2% och 6% 2023. Anledningen är en stark trading update och det starka inflödet av kunder. Uppbyggnaden av säljorganisationen i kombination med ökade avskrivningar gör att vi sänker EBITDA-estimatet med 9 mkr 2022 samtidigt som vi höjer dem med 8 mkr 2023. Vi bedömer att bolaget successivt kommer att expandera marginalen under perioden 2022–2025.

### Värdering reflekterar inte tillväxtresa

Trots att tillväxtbolag har haft det tufft på stockholmsbörsen de senaste månaderna höjer vi det motiverade värdet för Checkin till 100–104 kr ifrån 98–102 kr. Anledningen är det starka operationella momentumet bolaget befinner sig i. De initiativ bolaget tagit för att accelerera tillväxten bör återspeglas i kursen kommande månader. Vi ser nya förvärv tillsammans med nya kunder som tydliga kurstriggers.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde
EPS, just 21e	-0.49	-0.29	-67.4%	Sales,m	30	54	92	149	100.00 - 104.00
EPS, just 22e	-1.07	-0.29	-270.9%	Sales Growth	79.7%	77.7%	71.5%	61.9%	
EPS, just 23e	0.08	0.16	-47.6%	EBITDA, m	1.7	(5.1)	(13.5)	17.0	
				EBIT, m	(0.2)	(11.9)	(17.2)	5.0	
				EPS, adj	(0.01)	(0.49)	(1.07)	0.08	
				EPS Growth	-%	-%	-%	-%	
				Equity/Share	0.7	4.3	3.4	3.5	
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	
				EBIT Marginal	(0.6)%	(22.2)%	(18.7)%	3.4%	
				ROE (%)	(1.4)%	(16.9)%	(15.8)%	3.6%	
				ROCE	(1.0)%	(16.8)%	(15.8)%	5.2%	
				EV/Sales	67.91x	38.54x	22.47x	13.88x	
				EV/EBITDA	1,185.8x	(405.3)x	(153.5)x	121.7x	
				EV/EBIT	(10,997.1)x	(174.0)x	(120.1)x	412.8x	
				P/E, adj	(5,934.6)x	(150.4)x	(68.9)x	896.5x	
				P/Equity	107.5x	17.1x	21.8x	21.3x	
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
				FCF yield	NM%	NM%	NM%	NM%	
				Net Debt/EBITDA	(3.4)g	4.3g	0.0g	(0.5)g	

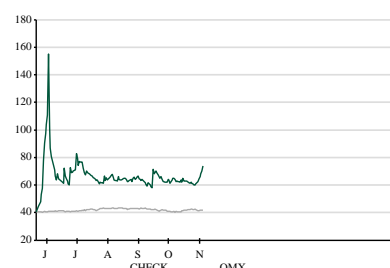
### Kommande händelser

Q4 rapport 2022-02-09

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	28.4m
Market cap	2,096
Nettoskuld	(25)
EV	2,071
Avg. No. of Daily Traded Sh.	234.5(k)
Reuters/Bloomberg	CHECK.ST/CHECK:SS

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

rikard.engberg@penser.se



# Sammanfattning

## Checkin, takeoff, enjoy the ride

### 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 lättörsliga 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 9–10x. 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 100–104 kr. Vi ser en medelhög risk i bolaget givet att man är relativt nya på börsen. Detta kompenseras av en hög andel återkommande intäkter.

## Kvartalet i detalj

Bolagets tillväxt under kvartalet har dominerats av tillväxt i kundstocken. Vi anser att det framför allt är två affärer som visar styrkan i Checkins erbjudande:

**Ryanair:** Checkin har under kvartalet fått flygbolaget Ryanair som kund. Affären är intressant för att den sker i en för Checkin ny sektor, reseindustrin. Ryanair har varit en av de snabbast växande kunderna för Checkin i kvartalet. Här ser vi att bolagets förvärv av GetID på kort tid lyckats generera en kund i en ny vertikal.

**Betcity:** Betcity var ett av de första spelbolagen som beviljades licens på den nyligen omreglerade nederländska spelmarknaden. Under oktober har det varit en av bolagets största kunder. På den nederländska marknaden har Checkin avtal med ett antal lokala aktörer som väntar på licens. Vi bedömer att dessa kommer att bidra med en stark tillväxt kommande år.

Vi bedömer att den nederländska marknaden visar att Checkin kan spela en nyckelroll i den regulatoriska trend som sveper över spelmarknaden. En marknad som på sikt kan bli viktig för Checkin är den tyska som i dagsläget befinner sig i en omregleringsprocess. Vi bedömer att ökade krav på KYC och antipenningtvättsregler kommer att skapa en stor marknad för Checkin kommande år.

## Estimatförändringar

Den starka tillväxten av ARR i oktober samt en fortsatt stark nykunds försäljning gör att vi höjer våra försäljningsestimat med ca 2% 2022 och 6% 2023. På innevarande år höjer vi våra estimat för totala intäkter med ca 2 mkr till 54 mkr. Utbyggnaden av försäljningsorganisationen gör att vi sänker EBITDA estimaten med 9,7 mkr 2022. Detta kompenseras dock av att EBITDA stärks med 7,1 mkr 2023. På sikt ser vi att bolaget fortsätter att röra sig emot sina mål för år 2025 och att marginalen kommer att expandera emot vad svenska mjukvarubolag handlas kring.

## Förvärv av GetID

GetID är specialiserade på teknik inom OCR eller att konvertera bildobjekt till data vilket möjliggör identifiering via t.ex. scanning av ID-kort. Denna inloggningsmetod är vanlig i länder som saknar system likt det svenska Mobilt BankID. Bolaget är precis som Checkin ett globalt produktbolag. GetID har 25 anställda varav merparten är utvecklare. Bolaget har liksom Checkin kunder inom igaming men den viktigaste vertikalen är fintech och neobanker. Bolaget har dessutom en stor kund i ytterligare en industri där produkten har en hög ROI. Köpeskillingen uppgår till totalt EUR 8,1m, varav EUR 5,5m betalas med vederlagsaktier i Checkin.com Group och EUR 2.6m betalas med existerande likvida medel. Detta innebär en utspädning om ca 3,2%. GetID:s VD kommer att äga ca 1% av Checkin och är föremål för en lockup om 1 år. Vi ser positivt på att Checkin binder nyckelpersoner till sig i det förvärvade bolaget.

## Estimatförändringar och känslighetstabell

	2021*	2022	2023
		% förändring	
Sales	4%	2%	6%
EBITDA	n.m	n.m	72%
EBIT	n.m	n.m	-46%
Absoluta tal			
Sales	2,0	2,15	8,18
EBITDA	-0,9	-9,7	7,1
EBIT	-4,8	-10,2	-0,9

Pris Checkin (x-försäljning 2025, Y EV/sales)							
	375	400	425	450	475	500	525
7x	63,9	68,1	72,3	76,5	80,7	84,9	89,1
8x	72,9	77,7	82,5	87,3	92,1	97,0	101,8
9x	81,9	87,3	92,8	98,2	103,6	109,0	114,4
10x	90,9	97,0	103,0	109,0	115,0	121,0	127,0
11x	100,0	106,6	113,2	119,8	126,4	133,0	139,6
12x	109,0	116,2	123,4	130,6	137,8	145,0	152,2
13x	118,0	125,8	133,6	141,4	149,2	157,0	164,8

## Peers

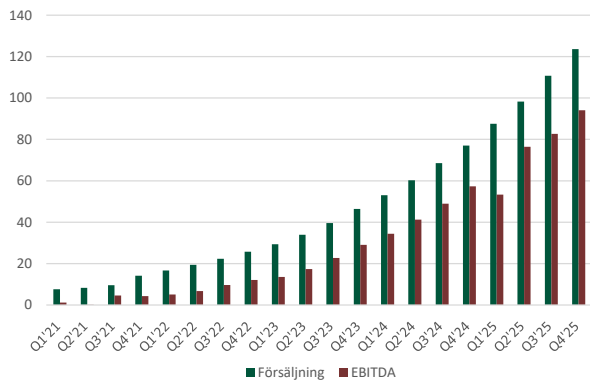
Valuation	MCAP (sek)	EV (sek)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Twilio	458 806	422 899	19,40x	13,53x	10,46x	-	164,4x	112,1x	-	2124,9x	520,3x	(60,7x)	-	nm
Adobe	2 612 045	2 599 269	20,04x	16,72x	14,52x	47,9x	33,8x	29,4x	54,5x	36,5x	31,3x	52,9x	44,9x	38,2x
HubSpot	317 255	313 117	34,05x	22,42x	17,98x	-	172,4x	124,2x	-	237,8x	174,5x	(425,0x)	336,4x	250,3x
salesforce com	2 542 486	2 595 152	12,86x	9,54x	8,10x	60,2x	32,8x	28,6x	271,2x	47,7x	38,4x	121,3x	65,5x	52,7x
Dropbox	99 541	104 009	5,97x	5,20x	4,82x	30,0x	14,5x	13,4x	50,2x	18,0x	16,2x	(71,3x)	19,6x	17,1x
SimCorp A/S	41 881	40 883	8,67x	7,53x	6,97x	27,5x	25,1x	22,9x	30,7x	27,8x	24,9x	42,1x	35,6x	31,5x
Sinch	97 412	86 222	7,30x	3,41x	3,00x	85,2x	24,5x	19,4x	129,8x	25,9x	21,9x	163,8x	43,8x	39,0x
Lime Technologies	4 588	4 812	12,56x	10,19x	8,83x	39,6x	30,1x	25,7x	59,1x	47,8x	38,1x	74,7x	47,5x	38,6x
Kahoot	23 003	19 260	65,68x	12,88x	10,00x	-	38,6x	20,8x	-	46,5x	22,0x	-	73,7x	34,7x
Admicom Oyj	4 290	4 133	17,70x	14,22x	12,15x	37,1x	30,2x	25,6x	42,6x	31,1x	26,0x	56,2x	40,6x	34,0x
Fortnox AB	37 225	36 938	43,28x	29,41x	22,48x	100,4x	65,0x	47,5x	129,2x	77,6x	54,4x	159,6x	101,0x	73,2x
Pexip Holding ASA	4 299	3 373	4,62x	3,19x	2,36x	-	(12,4x)	(38,8x)	-	(9,5x)	(18,1x)	(27,1x)	-	-
Upsales Technology AB	1 327	1 274	14,76x	10,71x	8,33x	65,3x	43,5x	30,3x	109,8x	57,1x	37,4x	149,2x	86,7x	53,2x
			<b>21,01x</b>	<b>12,35x</b>	<b>10,14x</b>	<b>53,5x</b>	<b>51,6x</b>	<b>35,9x</b>	<b>95,9x</b>	<b>226,0x</b>	<b>79,2x</b>	<b>7,9x</b>	<b>80,9x</b>	<b>60,9x</b>
			<b>15,28x</b>	<b>11,53x</b>	<b>9,42x</b>	<b>43,7x</b>	<b>31,5x</b>	<b>25,6x</b>	<b>56,8x</b>	<b>41,5x</b>	<b>28,7x</b>	<b>52,9x</b>	<b>46,2x</b>	<b>38,4x</b>

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Twilio	46,2%	54,3%	55,7%	-19,8%	8,2%	9,3%	-31,1%	0,6%	2,0%	-32,9%	-0,1%	1,3%
Adobe	87,1%	89,5%	89,7%	41,8%	49,5%	49,4%	36,7%	45,7%	46,4%	38,6%	37,6%	38,3%
HubSpot	80,7%	82,1%	82,5%	-1,2%	13,0%	14,5%	-5,0%	9,4%	10,3%	-8,0%	7,5%	8,3%
salesforce com	68,4%	79,0%	79,0%	21,1%	29,1%	28,3%	4,7%	20,0%	21,1%	10,0%	15,1%	16,1%
Dropbox	79,0%	80,6%	80,9%	18,5%	35,8%	35,9%	11,1%	28,8%	29,7%	-8,7%	25,2%	27,2%
SimCorp A/S	62,6%	61,4%	60,8%	31,5%	30,0%	30,5%	28,2%	27,1%	28,0%	20,7%	21,0%	21,4%
Sinch	5,6%	32,5%	33,9%	8,6%	13,9%	15,5%	5,6%	13,1%	13,7%	4,2%	5,1%	8,0%
Kahoot	-	84,8%	86,6%	-	33,4%	48,0%	-	27,7%	45,5%	-	21,3%	34,1%
Admicom Oyj	52,8%	95,2%	95,3%	47,7%	47,1%	47,5%	41,6%	45,7%	46,6%	32,3%	33,1%	35,0%
Fortnox AB	33,5%	90,7%	88,1%	43,1%	45,2%	47,3%	33,5%	37,9%	41,3%	27,2%	29,3%	32,1%
Pexip Holding ASA	-18,5%	92,5%	92,1%	-10,1%	-25,6%	-6,1%	-18,4%	-33,5%	-13,0%	-21,5%	-30,6%	-12,1%
Upsales Technology AB	13,4%	-	-	22,6%	24,6%	27,5%	13,4%	18,7%	22,3%	10,3%	12,9%	16,3%
	<b>49,7%</b>	<b>76,6%</b>	<b>76,8%</b>	<b>18,1%</b>	<b>25,4%</b>	<b>29,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>20,2%</b>	<b>24,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>15,0%</b>	<b>19,1%</b>
	<b>57,7%</b>	<b>82,1%</b>	<b>82,5%</b>	<b>19,8%</b>	<b>30,0%</b>	<b>30,5%</b>	<b>8,4%</b>	<b>27,1%</b>	<b>28,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>21,0%</b>	<b>21,4%</b>

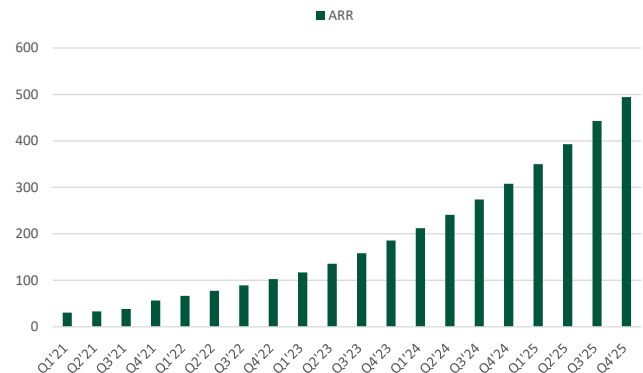
Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023	LTM	2022	2023
Twilio	64,9%	32,0%	29,5%	112,3%	20,7%	46,6%	98,0%	nm	nm	108,5%	nm	nm
Adobe	21,9%	15,2%	15,1%	34,0%	11,8%	15,0%	39,8%	14,5%	16,7%	51,2%	13,8%	17,3%
HubSpot	40,7%	28,2%	24,7%	-18,6%	38,3%	38,9%	7,0%	41,9%	36,3%	7,2%	43,6%	38,1%
salesforce com	21,5%	20,7%	17,7%	29,5%	19,1%	14,5%	388,1%	30,1%	24,4%	-33,9%	11,9%	25,6%
Dropbox	13,2%	9,0%	7,9%	68,0%	9,0%	8,4%	258,4%	9,3%	11,1%	-314,1%	2,7%	16,3%
SimCorp A/S	4,1%	10,3%	8,0%	27,9%	12,0%	9,5%	33,1%	11,1%	11,8%	39,8%	12,4%	10,3%
Sinch	96,7%	63,9%	13,6%	37,9%	198,6%	26,3%	30,7%	215,0%	18,4%	53,1%	139,4%	79,6%
Kahoot	-	83,2%	28,7%	114,1%	211,6%	85,2%	94,0%	nm	111,4%	357,0%	nm	106,3%
Admicom Oyj	25,8%	17,7%	17,1%	35,7%	15,0%	18,1%	32,1%	15,5%	19,4%	30,1%	18,3%	23,7%
Fortnox AB	29,6%	34,3%	30,8%	30,2%	37,9%	36,8%	25,3%	45,6%	42,6%	23,1%	43,9%	43,1%
Pexip Holding ASA	-	31,1%	35,1%	-236,8%	nm	nm	-518,1%	nm	nm	nm	nm	nm
Upsales Technology AB	18,9%	30,8%	28,6%	20,3%	47,2%	43,7%	61,5%	72,9%	52,9%	63,0%	84,3%	63,4%
	<b>35,4%</b>	<b>31,4%</b>	<b>20,7%</b>	<b>21,3%</b>	<b>57,4%</b>	<b>29,9%</b>	<b>44,4%</b>	<b>47,9%</b>	<b>32,5%</b>	<b>32,2%</b>	<b>35,8%</b>	<b>40,0%</b>
	<b>25,8%</b>	<b>28,2%</b>	<b>17,7%</b>	<b>34,0%</b>	<b>19,9%</b>	<b>22,2%</b>	<b>33,1%</b>	<b>22,8%</b>	<b>19,4%</b>	<b>35,0%</b>	<b>16,1%</b>	<b>25,6%</b>

## Checkin i grafer

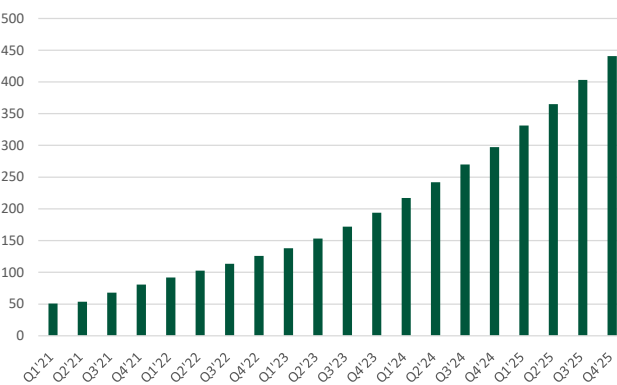
### Försäljningsutveckling



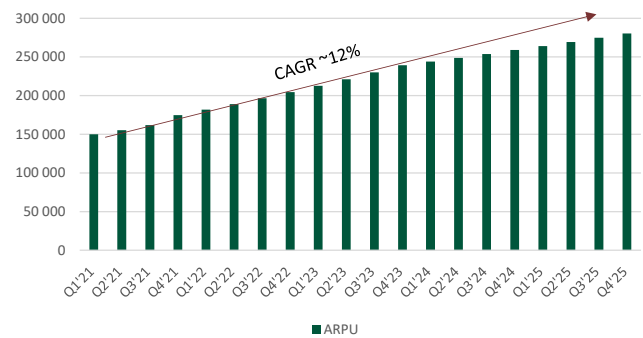
### ARR-utveckling



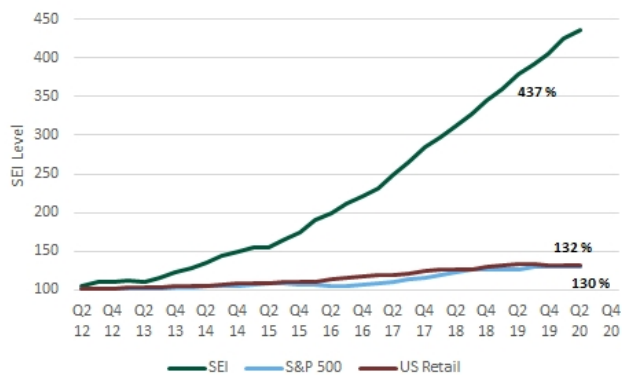
### Antal kunder



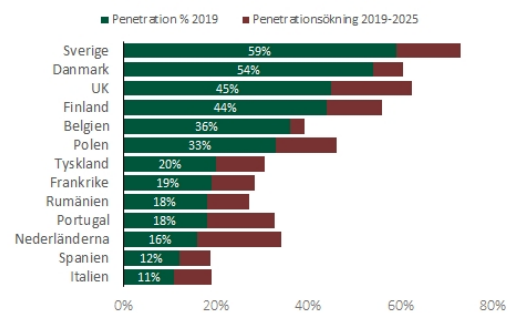
### ARPU-utveckling, kvartal kr



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



### Utveckling internationella spelmarknader



Kindred H2 Gambling Capital

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3,9</b>	<b>12,4</b>	<b>22,3</b>	<b>39,6</b>	<b>92,2</b>	<b>149,2</b>
Kapitaliseringar	2,6	6,0	6,9	14,1	8,0	0,0
Övriga intäkter		0,1	1,3	0,1	0,0	0,0
Direkta Kostnader			-4,2	-5,3	-15,7	-23,9
Bruttovinst	<b>3,9</b>	<b>12,4</b>	<b>18,1</b>	<b>34,3</b>	<b>76,5</b>	<b>125,3</b>
Personalkostnader	-3,4	-17,6	-18,6	-37,0	-62,3	-68,0
Övriga kostnader	-6,1	-8,4	-5,9	-16,6	-27,6	-40,3
<b>EBITDA</b>	<b>-5,7</b>	<b>-7,5</b>	<b>1,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-13,5</b>	<b>17,0</b>
Avskrivningar	-0,2	-0,7	-1,9	-6,8	-11,8	-12,0
Nedskrivningar						
Jämförelsestörande poster						
<b>EBIT</b>	<b>-3,3</b>	<b>-8,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-11,9</b>	<b>-17,2</b>	<b>5,0</b>
Finansnetto	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-3,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-12,0</b>	<b>-17,2</b>	<b>5,0</b>
Skatter	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-12,0</b>	<b>-17,2</b>	<b>3,5</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>-2,6</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-12,0</b>	<b>-17,2</b>	<b>3,5</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten	3,3	8,6	13,7	23,7	22,0	14,2
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	80,2	80,2	80,2
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,1	0,1	2,9	2,9	2,9
Övriga anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4,4</b>	<b>8,9</b>	<b>14,0</b>	<b>106,9</b>	<b>105,2</b>	<b>97,4</b>
Totala fordringar	1,7	4,6	7,9	8,5	14,1	27,8
Likvida medel	5,4	10,1	5,9	22,2	0,3	9,0
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>5,4</b>	<b>10,1</b>	<b>5,9</b>	<b>22,2</b>	<b>0,3</b>	<b>9,0</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>11,5</b>	<b>23,6</b>	<b>27,7</b>	<b>137,6</b>	<b>119,6</b>	<b>134,2</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	9,4	19,9	19,5	122,3	96,2	98,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>9,4</b>	<b>19,9</b>	<b>19,5</b>	<b>122,3</b>	<b>96,2</b>	<b>98,2</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,8	0,6	2,9	2,2	2,2	2,2
Uppskjutna skatteskulder	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
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0,8</b>	<b>0,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,2	0,2	0,6	2,3	2,3	2,3
Leverantörsskulder	1,1	2,8	4,4	9,9	18,0	30,6
Skatteskulder	0,0	0,2	0,4	0,9	0,9	0,9
Tilläggsköpeskillingar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>1,3</b>	<b>3,2</b>	<b>5,3</b>	<b>13,1</b>	<b>21,2</b>	<b>33,9</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>11,5</b>	<b>23,6</b>	<b>27,7</b>	<b>137,6</b>	<b>119,6</b>	<b>134,2</b>

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat (rapporterat)	-2,6	-8,4	-0,3	-12,0	-17,2	3,5
Icke kassaflödespåverkande poster		-1,3	-1,2	4,0	-5,1	10,5
Förändringar i rörelsekapital		-1,1	-1,8	4,3	2,4	-1,1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>		<b>-8,6</b>	<b>0,3</b>	<b>-12,2</b>	<b>-19,9</b>	<b>12,9</b>
Investeringar		-6,1	-7,0	-7,0	-91,3	-2,0
Avyttringar		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>0,0</b>	<b>-14,7</b>	<b>-6,7</b>	<b>-19,2</b>	<b>-111,2</b>	<b>10,9</b>
Finansieringsverksamheten		19,5	2,6	113,8	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>		<b>4,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>94,7</b>	<b>-111,2</b>	<b>10,9</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld</b>	<b>-4,6</b>	<b>-9,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-26,7</b>	<b>-4,8</b>	<b>-13,5</b>

## Nyckeltal

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-1,38	-1,86	-0,01	-0,49	-1,07	0,08
EPS Justerad	-1,38	-1,86	-0,01	-0,49	-1,07	0,08
FCF/aktie			-0,3	-4,2	-0,9	0,4
Utdelning/aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK/Aktie	0,4	0,9		5,0	3,9	4,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4	28,4

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	-43,53	-32,32	n.m	-122,63	-56,22	731,11
P/EK	182,07	85,99	87,68	13,97	17,76	17,40
P/FCF	n.m	n.m	-192,88	-14,17	-67,00	168,91
Direktavkastning	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
EV/Sales	436,50	136,95	76,53	42,67	18,59	11,43
EV/EBITDA	-300,7	-227,3	977,2	n.m	-127,0	100,2
EV/EBIT	-522,7	-207,3	-9062,5	-142,1	-99,4	339,8
EV, årets slut	1704,5	1699,6	1706,5	1691,2	1713,1	1704,4

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt		218%	80%	78%	71%	62%
EBIT, tillväxt		151%	-98%	6221%	45%	-129%
EPS just, tillväxt		35%	-99%	3846%	118%	-108%
EBITDA-marginal	-145%	-60%	8%	-13%	-15%	11%
EBIT-marginal	-84%	-66%	-1%	-30%	-19%	3%

## Kvartalsvis data

	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321
Nettoomsättning							4,6	5,5	4,8	0,0	7,6	8,3	9,6
Aktiveringar							0,0	1,8	1,6	0,0	2,8	3,2	4,1
<b>Totala Intäkter</b>							<b>4,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>0,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>13,7</b>
Direkta kostnader									-1,0				-2,0
<b>Bruttovinst</b>							<b>4,6</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>0,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,3</b>	<b>11,6</b>
Övriga externa kostnader							-1,6	-2,0	-1,1	0,0	-2,5	-3,9	-0,1
Personalkostnader							-4,8	-4,7	-4,1	0,0	-6,8	-7,4	-9,0
Övriga kostnader							0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-3,9
Extraordinära kostnader							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>							<b>-1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,4</b>
Avskrivningar							-0,5	-0,5	-0,5	0,0	-0,6	-0,7	-2,8
Goodwillnedskrivningar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>							<b>-2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,1</b>
Finansiella intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
<b>Resultat före skatt</b>							<b>-2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,2</b>
Skatter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen							0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat Rapporterat</b>							<b>-2,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,2</b>



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 målfaldigas 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](http://www.penser.se)