





## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Telekom | Sverige | 23 November 2021

# Sammanfattning

---

## Rapport för tredje kvartalet

### Investment Case

---

Talkpool har de senaste åren ställt om IoT-fokus till att inriktas mot smarta byggnader. Genom förvärvet av Home Solutions har man skapat en stor aktör på den svenska marknaden för smarta byggnader. Utöver det fokuserar Talkpool på mer lönsamma produkt- och marknadsnicher, vilket förväntas bidra till en förstärkt lönsamhet framöver. Strukturellt gynnas bolaget av omställningen till 5G, som medför en kraftig ökning av antalet platser och som kräver service och underhåll, vilket ökar den adresserbara marknaden. Flera av marknaderna där Talkpool är aktiva har dessutom mycket god 5G-beredskap i termer av efterfrågan, reglering och tekniskt kunnande. Som en sista aspekt ställer bolaget om för ett geografiskt fokus mot huvudsakligen Europa.

## Bolagsprofil

Talkpools erbjudande omfattar design, sammansättning, installation och service av telekomnätverk på ett globalt plan. Talkpool tillhandahåller även produkter inom IoT-anslutningar, med ett huvudsakligt fokus på smarta byggnader. Talkpool har en bred geografisk exponering med väletablerade samarbeten med lokala partners. Bolagets huvudkontor ligger i Chur, Schweiz.

## Värdering

Vi tillämpar en SotP-värdering för de geografiska marknaderna givet variationen i förväntad tillväxt och lönsamhet. Vi baserar våra målmultiplar på en grupp jämförelsebolag för IoT respektive nätverkstjänster. Vår SotP-värdering fördelar intäkterna i *IoT*, *Tyskland*, *Benelux*, *Mellanöstern* och *Övriga marknader*. Givet den starka marginalen i Tyskland och potentialen inom IoT, värderas segmenten på EV/EBITDA-basis. Övriga segmentet värderas via EV/Sales-multiplar. IoT-bolag för 2023e har förvisso högre EBITDA-marginal, men lägre försäljningstillväxt. Vi tillämpar EV/EBITDA om 16x för 2023. Tyskland värderas i med en premie mot Telekom-gruppen givet mycket kraftigare marginaler. Vi tillämpar EV/EBITDA om 10x för 2023. Övriga marknader, Benelux och Mellanöstern värderas med en EV/Sales om 0,7 - 0,9x för 2023e. Från senaste uppdateringen väljer vi att justera den motiverade rabatten mot bakgrund av ett förbättrat finansnetto. Vi ser en skälig rabatt om 13 % (15 %).

Segment	Multipel 2023x	Rabatt	Värde
Sverige	16x EBITDA	13%	5 509
Tyskland	10x EBITDA	13%	3 658
Benelux	0,6x EV/Sales	13%	2 334
Mellanöstern	0,9x EV/Sales	13%	5 276
Övriga marknader	0,7x EV/Sales	13%	5 379
Totalt: 22 156			
Adj net debt & non-controlling interest: 14 578			
<b>Pris per aktie: 19-21 kr</b>			

Nedan sammanfattas hur värderingen är känslig för antaganden kring EV/EBITDA-multiplar för 2023 för segmenten Tyskland och Sverige.

		EV/EBITDA 2023e x (Sverige)				
		12	14	16	18	20
EV/EBITDA 2023e x (Tyskland)	8	17,3	18,4	19,5	20,5	21,6
	9	17,8	18,9	19,9	21,0	22,1
	10	18,3	19,4	20,4	21,5	22,6
	11	18,8	19,8	20,9	22,0	23,1
	12	19,2	20,3	21,4	22,5	23,5

Källa: EPB

## Kvartalet i detalj

---

Under kvartalet redovisade Talkpool försäljning om EUR 5,8 m (5,1 mkr) motsvarande en tillväxt om 14,1% y/y. Bruttomarginalen stärks till 20,3% (19,2%), och bolaget stärkte EBITDA-marginalen y/y till 6% (5,5%). Bolaget redovisar ett finansnetto som minskar q/q till - 84 000 EUR (- 224 000 EUR Q2'21). Detta bidrog till ett nettoresultat om 143 437 EUR.

## Estimatförändringar

---

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar efter kvartalet. Anledningen till att EBIT justeras ned mer än EPS är primärt ett förbättrat finansnetto innevarande år samtidigt som vi justerar estimatet för finansnetto under estimatperioden.

<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	24 276	27 737	30 333
Tillväxt	14,4%	14,3%	9,4%
EBIT	865	1 368	1 793
Rörelsemarginal	4%	5%	6%
EPS	(0,01)	0,07	0,13

  

<b>Tidigare estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	25 312	27 919	30 630
Tillväxt	19%	10%	10%
EBIT	1 118	1 507	1 963
Rörelsemarginal	4,4%	5,4%	6,4%
EPS	(0,01)	0,07	0,13

  

<b>Förändring i %</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Omsättning	-4%	-1%	-1%
EBIT	-23%	-9%	-9%
EPS	-2%	-1%	-2%

## Case Score card

Case score card	
<b>Triggers</b> <i>Starka kvartalsrapporter</i> <i>Stora ordrar inom ex. IoT</i>	<b>Risker</b> <i>Konkurrens</i> <i>Växelkurser</i>
<b>Stöd</b> <i>TNS-intäkter i stor grad återkommande</i>	<b>Agenda</b> <i>Q4-rapport</i> <i>2022-03-10</i>

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net sales	11 571	16 379	24 363	21 233	21 221	24 276	27 737	30 333
Cost of goods sold	-9 429	-12 989	-18 581	-17 023	-15 807	-18 916	-20 463	-22 187
<b>Gross profit</b>	<b>2 142</b>	<b>3 390</b>	<b>5 782</b>	<b>4 210</b>	<b>5 415</b>	<b>5 361</b>	<b>7 274</b>	<b>8 147</b>
Selling expenses	-327	-215	-613	-677	-387	-417	-361	-394
Administrative expenses	-2 262	-2 780	-4 057	-4 431	-3 939	-4 240	-5 409	-5 824
Other operating expenses, net	38	-202	-379	-152	-597	161	-137	-135
<b>EBITDA</b>	<b>-364</b>	<b>359</b>	<b>1 068</b>	<b>-593</b>	<b>1 154</b>	<b>1 154</b>	<b>1 788</b>	<b>2 213</b>
Depreciation and amortization	-44	-166	-334	-457	-662	-450	-420	-420
<b>EBIT</b>	<b>-409</b>	<b>193</b>	<b>733</b>	<b>-1 050</b>	<b>492</b>	<b>865</b>	<b>1 368</b>	<b>1 793</b>
Net financial items	-261	-441	-1 259	-1 626	-1 056	-713	-703	-644
<b>Profit before taxes</b>	<b>-670</b>	<b>-248</b>	<b>-525</b>	<b>-2 676</b>	<b>-565</b>	<b>152</b>	<b>665</b>	<b>1 150</b>
Tax	6	-156	-448	-699	-421	-212	-166	-287
<b>Profit or loss for the period</b>	<b>-664</b>	<b>-404</b>	<b>-973</b>	<b>-3376</b>	<b>-986</b>	<b>-221</b>	<b>499</b>	<b>862</b>

## Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>ASSETS</b>								
Cash	487	940	794	1 157	1 073	1 679	2 119	3 888
Trade receivables	2 395	4 658	4 372	3 567	3 845	4 370	4 343	4 810
Trade receivables related	0	0	0	0	53	0	0	0
Other current receivables	477	2 519	2 259	2 518	2 397	2 624	3 140	3 379
Inventory	113	312	210	697	679	594	826	872
Due from customers for contract work	1 523	4 587	3 956	2 596	1 324	2 185	2 539	1 816
Prepayments and accrued income	167	266	619	516	309	300	300	300
<b>Current assets</b>	<b>5 162</b>	<b>13 281</b>	<b>12 210</b>	<b>11 050</b>	<b>9 680</b>	<b>11 752</b>	<b>12 547</b>	<b>14 346</b>
Financial assets	581	665	450	422	187	3 550	3 550	3 550
Investments in associates and joint venture	108	0	11	11	8	8	8	8
Property, plant and equipment	253	790	1 037	986	696	939	1 302	1 627
Intangible assets	0	245	406	560	474	474	474	474
<b>Non-current assets</b>	<b>942</b>	<b>1 455</b>	<b>1 497</b>	<b>1 419</b>	<b>891</b>	<b>4 971</b>	<b>5 334</b>	<b>5 659</b>
<b>Total assets</b>	<b>6 103</b>	<b>14 982</b>	<b>14 114</b>	<b>13 029</b>	<b>11 045</b>	<b>16 723</b>	<b>17 881</b>	<b>20 005</b>
<b>EQUITY</b>								
Share capital	108	191	191	191	258	258	258	258
Other	1 286	1 957	412	(2 886)	(1 906)	319	817	1 680
<b>Total equity</b>	<b>1 394</b>	<b>2 147</b>	<b>603</b>	<b>(2 696)</b>	<b>(1 648)</b>	<b>576</b>	<b>1 075</b>	<b>1 937</b>
<b>LIABILITIES</b>								
Trade payables	1 842	3 061	2 570	3 456	2 079	2 963	3 051	3 337
Current interest-bearing liabilities	210	2 421	1 673	3 070	4 442	4 284	4 374	4 242
Other current liabilities	560	947	1 260	1 624	1 161	1 329	1 518	1 660
Accrued liabilities and deferred income	1 047	4 445	3 735	3 207	2 750	3 857	4 149	5 115
<b>Current liabilities</b>	<b>3 658</b>	<b>10 874</b>	<b>9 238</b>	<b>11 357</b>	<b>10 433</b>	<b>12 433</b>	<b>13 092</b>	<b>14 354</b>
Non-current interest-bearing liabilities	1 051	1 454	3 834	3 966	1 856	4 129	4 129	4 129
Provisions	-	507	439	402	405	450	450	450
<b>Non-current liabilities</b>	<b>1 051</b>	<b>1 961</b>	<b>4 273</b>	<b>4 368</b>	<b>2 260</b>	<b>4 579</b>	<b>4 579</b>	<b>4 579</b>
<b>Total equity and liabilities</b>	<b>6 103</b>	<b>14 982</b>	<b>14 114</b>	<b>13 029</b>	<b>11 045</b>	<b>16 723</b>	<b>17 881</b>	<b>20 005</b>

## Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	-664	-404	-973	-3 376	-986	-9	665	1 150
Adjustments	44	338	628	741	721	450	420	420
<b>Operating cash flow before changes in working capital</b>	<b>-620</b>	<b>-66</b>	<b>-346</b>	<b>-2 635</b>	<b>-265</b>	<b>441</b>	<b>1 085</b>	<b>1 570</b>
Changes in working capital	-717	-1 873	-401	1 840	-1 010	-250	-282	637
<b>Cash flow from operations</b>	<b>-1 337</b>	<b>-1 939</b>	<b>-747</b>	<b>-795</b>	<b>-1 275</b>	<b>191</b>	<b>803</b>	<b>2 206</b>
Investment in intangible assets	0	-28	-191	-198	-86	-1 831	0	0
Investments in tangible assets	-175	-64	-508	-258	-120	-243	-363	-325
<b>Cash flow from investments</b>	<b>-870</b>	<b>-3 274</b>	<b>-1 162</b>	<b>-526</b>	<b>-282</b>	<b>-2 074</b>	<b>-363</b>	<b>-325</b>
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>2 106</b>	<b>5 659</b>	<b>1 762</b>	<b>1 665</b>	<b>1 307</b>	<b>2 489</b>	<b>0</b>	<b>-113</b>
<b>Cash flow for the period</b>	<b>-108</b>	<b>453</b>	<b>-146</b>	<b>363</b>	<b>-84</b>	<b>606</b>	<b>440</b>	<b>1 768</b>

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Omsättningstillväxt	12%	42%	49%	-13%	0%	14%	14%	9%
EBIT-tillväxt	N/A	N/A	280%	N/A	N/A	76%	58%	31%
EPS-tillväxt	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	73%
Bruttomarginal	19%	21%	24%	20%	26%	26%	26%	27%
EBITDA-marginal	-3%	2%	4%	-3%	5%	5%	6%	7%
EBIT-marginal	-4%	1%	3%	-5%	2%	4%	5%	6%

## Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
ROE	-50%	-19%	-154%	N/A	N/A	77%	238%	80%
ROCE	-7%	1%	5%	-8%	4%	4%	8%	9%
ROIC	-16%	1%	5%	-55%	2%	8%	14%	18%
Investeringar	-175	-64	-508	-258	-120	-243	-363	-325
Investeringar / omsättning	2%	0%	2%	1%	1%	1%	1%	1%
Försäljningskostnader / omsättning	3%	1%	3%	3%	2%	2%	1%	1%
Varulager / omsättning	1%	2%	1%	3%	3%	2%	3%	3%
Kundfordringar / omsättning	21%	28%	18%	17%	18%	18%	16%	16%

## Multiplar

	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
P/E	-10,5	-42,9	-12,0	-2,5	-12,8	-161,9	19,3	11,2
P/EK	7,0	8,9	18,7	N/A	N/A	16,7	9,0	5,0
P/FCF	-6,5	-9,3	-8,8	-6,9	-11,7	-186,6	21,9	5,1
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	0,9	1,3	0,7	0,7	1,1	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	-28,9	61,2	14,9	-24,2	19,4	12,6	8,6	7,0
EV/EBIT	-25,8	113,8	21,8	-13,7	45,5	17,8	11,3	8,6

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 Instrument 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)